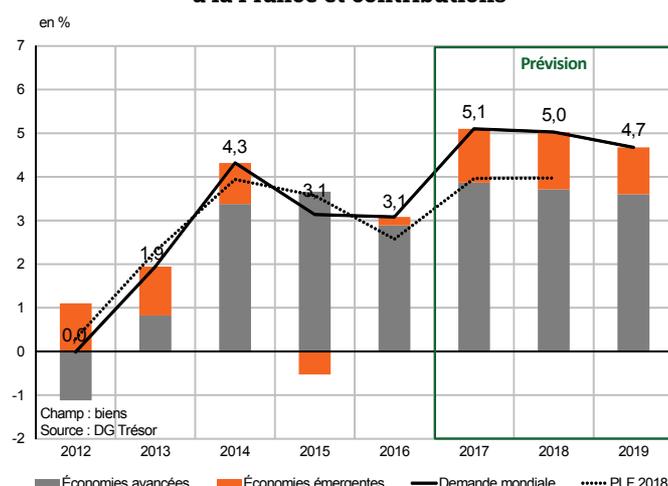


Perspectives mondiales au printemps 2018 : une croissance toujours soutenue

- Après avoir nettement accéléré en 2017 (+3,7 %), l'activité mondiale maintiendrait un rythme de croissance similaire en 2018 et 2019 (+3,8 % les deux années), portée à la fois par les pays avancés et émergents.
- Aux États-Unis, l'activité accélérerait sous l'effet de la mise en place de mesures budgétaires expansionnistes (réforme fiscale et accord budgétaire au Congrès conduisant à accroître les dépenses). En revanche, la croissance diminuerait au Japon, tout en restant soutenue par l'essor des exportations et de la demande intérieure, et au Royaume-Uni, pénalisée par les effets négatifs liés aux incertitudes dans la perspective du *Brexit*.
- La reprise se poursuivrait à un rythme soutenu en zone euro. La croissance serait portée par le dynamisme de la demande intérieure dans un contexte de regain de confiance des ménages et des entreprises et par le dynamisme de la demande mondiale. Parmi les grands pays de la zone euro, la croissance resterait dynamique mais afficherait un léger recul en Espagne, tandis qu'elle resterait stable en Allemagne en raison d'une politique budgétaire légèrement expansionniste, ainsi qu'en Italie.
- Dans les principales économies émergentes, la croissance augmenterait fortement au Brésil et dans une moindre mesure en Inde, resterait globalement stable en Russie et diminuerait fortement en Turquie. La Chine, quant à elle, connaîtrait un ralentissement graduel à l'horizon de la prévision, sous l'effet d'une réduction progressive du stimulus monétaire et budgétaire.
- La croissance mondiale resterait riche en échanges commerciaux. Le commerce mondial a fortement accéléré en 2017 pour atteindre une croissance de +5,3 %, après deux années de croissance modérée autour de +2,0 %. Il resterait dynamique en 2018 et 2019 (respectivement +5,1 % et +4,7 %), bien qu'en léger ralentissement. La demande mondiale adressée à la France suivrait le même profil sur l'horizon de prévision.
- Ce scénario est exposé à d'importants aléas : mise en place de mesures protectionnistes, notamment aux États-Unis, qui pèseraient sur le commerce mondial ; risques politiques en zone euro ; effets du *Brexit* ; rythme de remontée des taux de la Fed ; risques financiers, en lien notamment avec l'évaluation élevée des bourses aux États-Unis et le niveau élevé de l'endettement en Chine.

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



Source : DG Trésor.

* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 5 mars 2018.

1. L'activité mondiale apparaît bien orientée au 2^{ème} semestre 2017 et début 2018

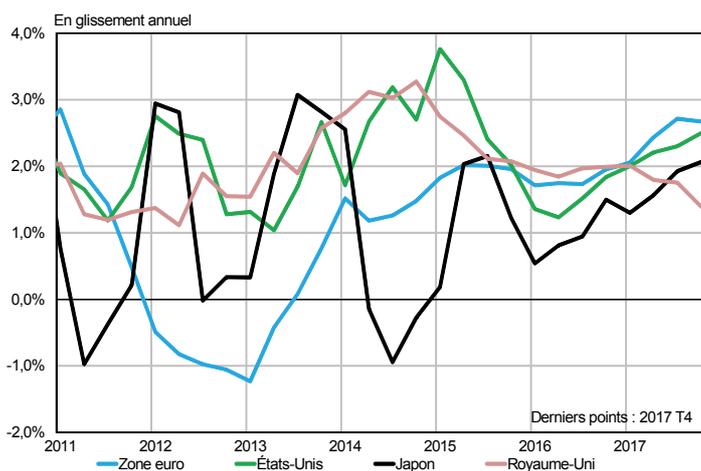
1.1 L'activité a confirmé sa solidité fin 2017 dans les principales économies avancées et les indicateurs conjoncturels demeurent à des niveaux élevés début 2018

Dans les économies avancées, l'accélération de l'activité observée début 2017 s'est confirmée au 2^{ème} semestre (cf. graphique 1). Aux États-Unis, l'activité a nettement accéléré en 2017 (+2,3 % après +1,5 % en 2016), portée par une consommation privée allante et par le rebond de l'investissement des entreprises, en particulier dans le secteur des hydrocarbures qui a bénéficié de la remontée des prix pétroliers. En zone euro, la croissance est également restée soutenue au 2^{ème} semestre. Elle progresse significativement sur l'ensemble de l'année 2017, à +2,5 % (après +1,8 %), portée à la fois par la demande intérieure et le rebond du commerce mondial. Au Japon, la

croissance a augmenté en 2017, à +1,6 % (après +0,9 %), soutenue par la demande intérieure. Elle est restée relativement dynamique au 2^{ème} semestre, tirée notamment par les exportations. En sens inverse, au Royaume-Uni, la croissance est restée soutenue à +1,7 % en 2017 (après +1,9 %), mais a diminué en rythme trimestriel depuis début 2017 avec les premiers effets négatifs du référendum sur le *Brexit*.

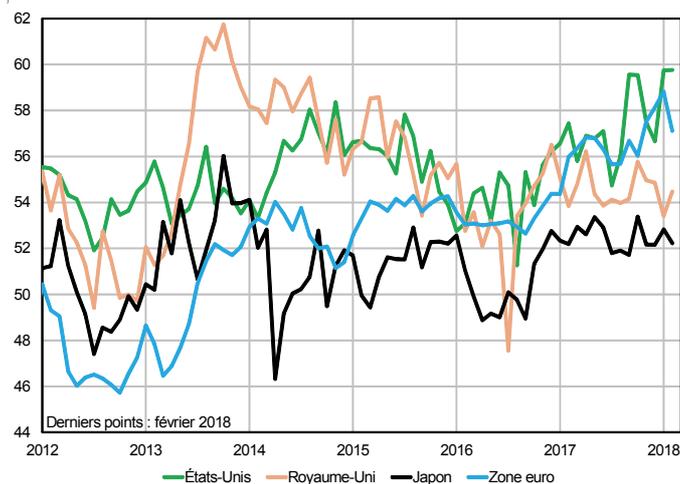
Les indicateurs conjoncturels disponibles début 2018 se situent à un niveau élevé dans les pays avancés (cf. graphique 2). Depuis l'été 2017, les enquêtes¹ ont encore progressé aux États-Unis, ainsi qu'en zone euro malgré un léger fléchissement début 2018. Elles sont restées stables à un niveau élevé au Japon et au Royaume-Uni.

Graphique 1 : Évolution du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 2 : Enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière et des services dans les économies avancées



Sources : ISM, Markit.

1.2 La situation des économies émergentes s'est globalement améliorée en 2017, sur fond de conditions financières mondiales toujours favorables et de hausse des prix des matières premières

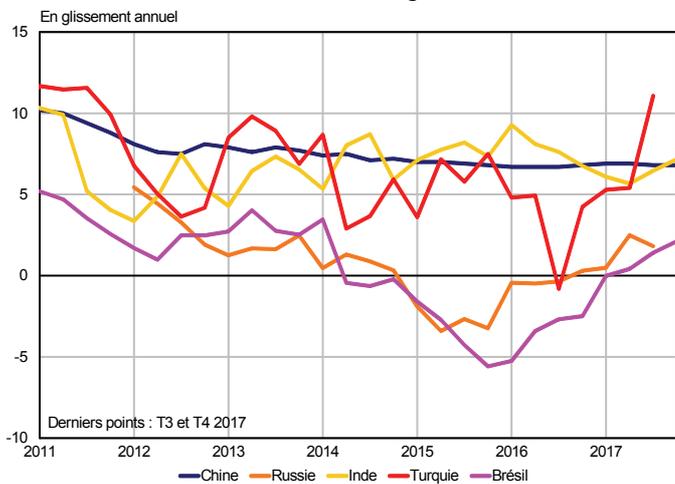
La remontée des prix du pétrole notamment a bénéficié aux pays exportateurs, contribuant à la sortie de récession du Brésil et de la Russie (cf. graphique 3). La politique budgétaire expansionniste en Turquie a conduit à une forte

accélération de l'activité après une année 2016 marquée par des attentats et une tentative de coup d'État. En Chine, la croissance a progressé en 2017 pour la première fois depuis le début du ralentissement économique en 2011 grâce au soutien des autorités et malgré un léger fléchissement de l'activité au second semestre. À l'inverse, en Inde, la croissance a diminué en lien en partie avec la démonétisation surprise de fin 2016 et la mise en place d'une TVA unifiée dans l'ensemble du pays, dont les effets devraient être positifs à moyen terme. Les pays émergents

(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 (*Institute for Supply Management*) pour les États-Unis.

ont connu des entrées nettes de capitaux en 2017 pour la première fois depuis 2014, notamment grâce à l'amélioration de leur situation conjoncturelle et aux conditions financières mondiales globalement favorables. Début 2018, les enquêtes PMI restent globalement bien orientées dans les principales économies émergentes.

Graphique 3 : Évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Source : Instituts statistiques nationaux.

1.3 Sur les marchés, les derniers mois ont été marqués par la remontée significative des prix du pétrole, la forte hausse des cours boursiers, et les débuts de la normalisation des politiques monétaires

Passé temporairement sous la barre des 50 \$ début juin, le cours du Brent a entamé une nette remontée à partir de juillet 2017 jusqu'à dépasser 70 \$ mi-janvier, un niveau inégalé depuis fin 2014. Il recule ensuite en raison de la hausse de la production américaine de pétrole non-conventionnel et évolue autour de 65 \$ début mars. Sa progression à partir de l'été 2017 s'explique essentiellement par les meilleures perspectives de rééquilibrage entre l'offre et la demande mondiale de pétrole. D'une part, la croissance économique s'est affermie, ce qui soutient la demande de pétrole. D'autre part, les tensions politiques au Moyen-Orient (notamment en Arabie Saoudite et en Iran) et les incertitudes sur la situation en Irak et en Libye pèsent sur les perspectives de production. En parallèle, l'action concertée de réduction de la production dans le cadre de

l'accord OPEP/non-OPEP² se traduit par une baisse effective des productions journalières et des stocks. En particulier, la réduction des stocks américains, parce qu'elle traduit notamment une demande plus vigoureuse que l'offre et un rééquilibrage, contribue à soutenir les cours pétroliers. Toutefois, les stocks restent au-dessus de leur moyenne des cinq dernières années.

En 2017, les marchés financiers ont été marqués par la hausse continue du cours des actions, alimentant une vague d'optimisme mais également d'inquiétudes sur le risque d'une surévaluation boursière, en particulier aux États-Unis³. Dans le même temps, la volatilité des marchés est demeurée très faible jusqu'à fin 2017, soulevant la question d'une possible sous-estimation des risques sous-jacents. Ainsi, une des causes de la légère correction observée début février 2018 pourrait être une prise de conscience par les acteurs d'un écart entre les valorisations observées et les fondamentaux. Sur le marché des changes, l'euro s'est apprécié depuis un an, soutenu par l'amélioration des perspectives économiques et la réduction des incertitudes liées aux élections nationales en zone euro. À l'inverse, le dollar s'est déprécié, dans un contexte d'incertitudes sur la politique économique américaine, et, début 2018, à la suite notamment des déclarations successives du gouvernement américain sur le niveau du dollar.

Les banques centrales ont poursuivi la normalisation de leur politique monétaire en 2017, à des rythmes différents. La *Federal Reserve* (Fed) a relevé à trois reprises (en mars, juin et décembre) son principal taux directeur de 25 pb, fixé début mars dans la fourchette [1,25 % - 1,5 %]. En 2018, de deux à quatre hausses de même ampleur sont attendues, et elle continuerait d'augmenter son taux en 2019, en plus de la réduction du bilan déjà amorcée⁴. La *Bank of England* a également durci sa politique monétaire, notamment face aux pressions inflationnistes. Face à une reprise vigoureuse mais une inflation toujours basse, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé son processus de sortie très progressive des politiques non conventionnelles en réduisant en janvier 2018 son rythme d'achat de titres à 30 Md€ par mois. Elle devrait poursuivre ce processus dans les mois qui viennent si la croissance et l'inflation évoluent de manière favorable.

(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. Cet accord a été prorogé par la suite.
 (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.
 (4) Cf. Baquero L., Ezzaim M. et Sorbe S. (2018), « La taille du bilan des banques centrales, nouvel instrument de la politique monétaire », *Lettre Trésor-Éco* n°213.

2. Après une augmentation sensible en 2017, la croissance mondiale se maintiendrait en 2018 et en 2019

Après deux années de ralentissement, l'activité mondiale a nettement accéléré en 2017 pour atteindre +3,7 %, portée à la fois par les économies avancées et émergentes, et elle continuerait à croître à un rythme très proche en 2018 et en 2019 (cf. tableau 1).

2.1 L'activité accélérerait encore aux États-Unis, mais ralentirait au Japon et au Royaume-Uni

Aux États-Unis, l'activité accélérerait nettement (+2,7 % en 2018 et 2019 après +2,3 % en 2017) grâce à la mise en place d'un important stimulus budgétaire (cf. encadré 1). Ce dernier soutiendrait la demande intérieure privée et publique, en particulier l'investissement des entreprises, également porté dans le secteur pétrolier par la remontée des prix du baril. Les exportations seraient dynamiques, soutenues par la demande mondiale et la dépréciation du

dollar, de même que les importations, en raison d'une demande intérieure allante. Par ailleurs, le faible niveau du chômage conduirait à une accélération des salaires, soutenant la consommation privée et l'inflation, dont la composante sous-jacente progresserait.

Au Japon, l'activité ralentirait mais resterait dynamique en 2018 et en 2019 (+1,5 % en 2018, +1,2 % en 2019 après +1,6 % en 2017), soutenue à la fois par l'essor des exportations et de la demande intérieure. Cette dernière ralentirait en 2018 après le rebond de la consommation en 2017 mais resterait soutenue, notamment par l'investissement privé dans la perspective des Jeux olympiques de Tokyo en 2020. Les salaires devraient accélérer du fait d'une situation conjoncturelle qui s'améliore, de fortes tensions sur le marché du travail, et des mesures de soutien aux salaires.

Tableau 1 : Prévisions de croissance*

PIB (moyenne annuelle en %)	Moyenne	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	2000-2007	(prévisions, CJO)					
Croissance mondiale ^a	4,5	3,5	3,4	3,3	3,7	3,8	3,8
Rappel de la croissance mondiale du PLF 2018	4,5	3,5	3,4	3,2	3,6	3,6	
Économies avancées^b	2,6	2,1	2,3	1,7	2,3	2,4	2,4
États-Unis	2,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,7	2,7
Japon	1,5	0,3	1,4	0,9	1,6	1,5	1,2
Royaume-Uni	2,9	3,1	2,3	1,9	1,7	1,6	1,4
Zone euro^c	2,2	1,3	2,1	1,8	2,5	2,5	2,3
Allemagne	1,6	1,9	1,7	1,9	2,5	2,4	2,4
Italie	1,5	0,1	1,0	0,9	1,5	1,6	1,4
Espagne	3,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,8	2,6
Autres économies avancées	3,9	3,0	2,0	2,3	2,6	2,5	2,8
Économies émergentes^b	6,6	4,7	4,3	4,4	4,8	4,8	4,8
Brésil	3,6	0,5	-3,8	-3,5	1,1	2,5	2,8
Chine	10,5	7,3	6,9	6,7	6,9	6,3	5,7
Inde	7,1	7,5	8,0	7,1	6,9	7,3	7,3
Russie	7,2	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,9	1,7
Turquie	5,4	5,2	6,1	3,2	7,0	4,0	3,8
Autres économies émergentes	4,2	3,4	3,4	3,7	3,4	3,7	3,9
<i>Demande mondiale - France^d</i>		4,3	3,1	3,1	5,1	5,0	4,7
<i>Commerce mondial^e</i>		4,2	2,0	1,9	5,3	5,1	4,7

- a. Pour 2017, données issues des comptes nationaux éventuellement complétées par les prévisions DG Trésor.
 b. Les agrégats économies avancées et économies émergentes sont estimés à partir des prévisions du FMI, corrigées en prévision des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus ainsi que la France, et corrigées sur le passé des révisions de comptes nationaux.
 c. 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 et des prévisions de la Commission européenne pour les autres pays.
 d. La demande mondiale couvre 39 pays (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni, Opep, 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, Taiwan, Finlande, Philippines et Argentine), représentant 86 % des exportations françaises.
 e. Le commerce mondial couvre 40 pays (les 39 listés ci-dessus et la France), destinataires de 85 % des exportations mondiales.

* Les prévisions sont arrêtées au 5 mars 2018.

Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, mise à jour de janvier 2018 ; Commission européenne, février 2018 ; Calculs et prévisions : DG Trésor.

Au Royaume-Uni, après avoir fait preuve d'une importante résilience au choc du résultat du référendum de juin 2016, l'économie a commencé à ralentir en 2017 (+1,7 % après +1,9 % en 2016). Ce ralentissement se poursuivrait en 2018 et 2019 (+1,6 % en 2018 et +1,4 % en 2019) : le niveau d'inflation élevé et le faible dynamisme des salaires

continueraient de peser sur la consommation, l'investissement souffrirait des incertitudes liées au *Brexit*, et ce dernier affecterait les échanges⁵. Les effets du *Brexit* sur l'activité en France et en zone euro seraient modestes à l'horizon de prévision⁶.

Encadré 1 : La réforme fiscale aux États-Unis et l'accord budgétaire bipartisan de 2018

Fin décembre 2017, le Congrès américain a adopté le projet de réforme fiscale suivant :

La fiscalité des ménages est globalement allégée :

- Maintien de 7 tranches d'imposition, dont les taux marginaux sont réduits, avec notamment la baisse de la tranche supérieure à 37 % contre 39,6 % actuellement ;
- Augmentation de l'abattement forfaitaire sur les revenus avant imposition ;
- À l'inverse, suppression d'un certain nombre de niches fiscales (qui ne compense qu'en partie l'effet des mesures précédemment mentionnées).

L'impôt des entreprises est territorialisé et significativement réduit :

- Baisse du taux d'imposition sur les sociétés de 35 % à 21 % ;
- Passage à un système territorial d'imposition des sociétés : les profits réalisés à l'étranger par les entreprises américaines ne seront plus taxés au moment de leur rapatriement aux États-Unis ;
- Amortissement immédiat intégral des dépenses d'investissement ;
- Déduction à hauteur de 20 % des revenus des entreprises individuelles (*pass-through*), ensuite soumis à l'impôt sur le revenu.

Des mesures d'élargissement d'assiette et de lutte contre l'érosion des bases fiscales sont introduites pour les multinationales :

- Taxe spécifique sur les paiements internationaux intragroupes dépassant un certain seuil (*Base erosion anti-avoidance tax*) ;
- Taxe exceptionnelle des profits accumulés à l'étranger permettant de les rapatrier aux États-Unis à un taux préférentiel de 15,5 % sur les actifs liquides et 8 % pour les actifs illiquides ;
- Dispositif de *patent box* avec une taxation réduite et imposition des revenus « en excès » générés sur des actifs intangibles à l'étranger (à un taux effectif de 13,125 %).

La réforme fiscale américaine soutiendrait l'activité à court terme, à travers une hausse de la consommation et de l'investissement. En revanche, elle pèserait sur la soutenabilité budgétaire des États-Unis. Selon les estimations du *Joint Committee on Taxation* (JCT), le coût estimé de la réforme serait de l'ordre 1 500 Md\$ sur 10 ans (cf. tableau 2). En intégrant ses effets macroéconomiques, la réforme augmenterait la dette publique de plus de 1 000 Md\$ sur dix ans, selon le JCT, soit plus de 5 points de PIB.

Tableau 2 : Coût de la réforme fiscale, hors effets macroéconomiques (en point de PIB de 2017)

Types de mesures	2018*	2019*	2018-2027**
Mesures sur les ménages	-0,3 %	-0,8 %	-0,4 %
Baisses d'impôts pour les entreprises	-0,8 %	-0,8 %	-0,5 %
Mesures d'assiette et contre l'érosion de la base fiscale des multinationales	+0,4 %	+0,2 %	+0,2 %
Total	-0,7 %	-1,4 %	-0,8 %

Source : *Joint Committee on Taxation*, calculs DG Trésor. * : en niveau ; ** : en moyenne annuelle.

(5) L'hypothèse conventionnelle retenue dans notre scénario de prévision vis-à-vis du *Brexit* est la mise en place d'un accord de transition entre le Royaume-Uni et l'Union européenne (UE) à compter de mars 2019. Il s'agit d'une hypothèse de travail qui ne préjuge pas de l'issue des négociations en cours entre le Royaume-Uni et l'UE.

(6) Cf. Encadré 2 « Quels effets du *Brexit*, un an après le référendum ? » Bernard J.B., François L., Gillet T., Lecumberry J., Osman Y. et Salomé M. (2017), « Perspectives économiques mondiales en septembre 2017 : poursuite des signaux encourageants », *Lettre Trésor-Éco* n°205.

Début février 2018, le Congrès a voté un accord budgétaire bipartisan relevant les plafonds de dépenses publiques de près de 300 Md\$ pour 2018-2019 (la ventilation effective des dépenses devant être votée avant fin mars). L'accord comprend 165 Md\$ de dépenses militaires et 131 Md\$ de dépenses non-militaires (infrastructures pour 20 Md\$, programmes sociaux...), ainsi qu'un plan de reconstruction après les ouragans d'automne 2017 de près de 90 Md\$ supplémentaires.

L'OCDE (*Perspectives économiques intermédiaires* de mars 2018) estime que ces mesures (réforme fiscale et accord budgétaire bipartisan) représenteraient un assouplissement budgétaire d'environ 1 pt de PIB en 2018 et en 2019. Leur impact macroéconomique est incertain. En particulier, les multiplicateurs budgétaires sont en moyenne plus faibles en haut de cycle^a. L'OCDE estime leur impact sur la croissance entre 0,5 et 0,75 pt en 2018, ainsi qu'en 2019. Nous retenons un effet inférieur, qui nous semble plus conforme à la littérature et à la situation économique américaine^b, de 0,3 pt de croissance supplémentaire aux États-Unis en 2018 et 0,5 pt en 2019.

De plus, ces mesures expansionnistes interviennent alors que les États-Unis sont proches du plein-emploi, et feraient croître la dette publique en phase haute du cycle (+5 à 6 pts de PIB d'ici le milieu des années 2020 selon l'OCDE). Elles augmentent le risque de surchauffe de l'économie et donc d'un durcissement anticipé de la politique monétaire de la Fed.

a. Cf. par exemple Batini *et al.* (2014), "Fiscal Multipliers : Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections", *Technical notes and manual* du FMI.

b. Cf. par exemple Coenen *et al.* (2012), "Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models", document de travail du FMI.

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

L'activité économique resterait très dynamique en zone euro en 2018 (+2,5 %) et 2019 (+2,3 %), soutenue par la forte croissance du commerce mondial et par le dynamisme de la demande intérieure, dans un contexte de regain de confiance des ménages et des entreprises. L'investissement resterait dynamique, soutenu par la poursuite de la reprise du crédit, toujours favorisée par la politique monétaire accommodante de la BCE et par des conditions de financement favorables, et malgré la fragilité persistante des banques dans certains pays. L'investissement répondrait aussi au niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production dans certains pays, dans un contexte de demande vigoureuse. À l'horizon 2019, avec la diminution du chômage et l'accroissement des tensions sur le marché du travail (cf. encadré 2), les salaires accéléreraient et l'inflation sous-jacente augmenterait progressivement. Elle soutiendrait ainsi l'inflation totale, malgré la dissipation de l'inflation énergétique⁷. Le rééquilibrage partiel des coûts salariaux au sein de la zone euro observé ces dernières années se poursuivrait : notre scénario envisage une inflation et des coûts salariaux légèrement plus dynamiques en Allemagne que dans les pays du Sud⁸. Toutefois, cette dynamique de convergence serait très modérée et resterait incomplète à l'horizon de la prévision, ne remettant pas en cause

l'ampleur de l'excédent courant allemand⁹. La politique budgétaire serait globalement neutre en Italie et en Espagne mais légèrement expansionniste en Allemagne (cf. ci-dessous).

En Allemagne, l'activité resterait dynamique (+2,4 % en 2018 et en 2019 après +2,5 % en 2017¹⁰). La croissance de la population active resterait soutenue par l'intégration progressive des réfugiés sur le marché du travail, mais des difficultés de recrutement pèseraient sur les créations d'emploi qui ralentiraient un peu. La demande intérieure devrait bénéficier de la politique budgétaire relativement expansionniste du futur gouvernement¹¹, qui soutiendrait la croissance à hauteur de 0,2 pt en 2019 selon notre scénario, et de l'accélération des salaires. Ces derniers seraient soutenus par la montée des tensions sur le marché du travail et les négociations salariales, notamment dans le secteur de la métallurgie. Les exportations et l'investissement des entreprises resteraient solides, bénéficiant du dynamisme de la demande mondiale.

En Italie, la croissance augmenterait de nouveau en 2018 (+1,6 % après +1,5 %) mais ralentirait en 2019 (+1,4 %). Ce profil s'expliquerait notamment par l'extinction progressive des aides fiscales et sociales à l'emploi et à l'investissement. Les exonérations de cotisations sociales, qui ont soutenu l'emploi et donc la consommation, se dissiperaient progressivement tandis que l'investissement

(7) Sous l'hypothèse conventionnelle de gel du prix du pétrole en prévision.

(8) Cf. de Waziers D. (2017), « Comment expliquer la nouvelle dynamique salariale en Allemagne ? », *Lettre Trésor-Éco* n°202.

(9) Cf. Bechetoille M., Blaize T., Campagne B. et de Waziers D. (2017), « Comment expliquer le niveau élevé de l'excédent courant allemand ? », *Lettre Trésor-Éco* n°209.

(10) Chiffre exprimé en cjo. La croissance allemande non corrigée des jours ouvrés est de +2,2 % en 2017 (après +1,9 %).

(11) À l'issue des élections législatives de septembre, les partis CDU/CSU et SPD se sont entendus en février 2018 sur un contrat de coalition prévoyant environ 46 Md€ de dépenses supplémentaires ou moindres recettes (1,4 pt de PIB) par rapport au plan de finance 2018-2021 voté en octobre dernier. Cet accord devrait guider la politique économique du prochain gouvernement de coalition qui a été formé en mars.

serait soutenu par les mesures de suramortissement, avant de ralentir, avec leur extinction. Cependant, le dynamisme de la demande mondiale stimulerait les exportations si bien qu'après plusieurs années négatives, la contribution du solde extérieur à la croissance serait positive.

En Espagne, l'activité décélérerait en 2018 et en 2019 en raison d'un léger freinage de l'emploi et de la demande extérieure. La crise politique en Catalogne affecterait aussi légèrement l'activité cette année. La croissance resterait toutefois robuste (+2,8 % en 2018 et +2,6 % en 2019, après

+3,1 % en 2017), car l'investissement demeurerait solide et le fort dynamisme des créations d'emploi soutiendrait toujours la consommation. Le pouvoir d'achat des ménages se redresserait (tiré par les salaires nominaux et une baisse de l'inflation) et ces derniers stabiliseraient leur taux d'épargne à un niveau faible. Le commerce extérieur soutiendrait toujours la croissance, mais les exportations faibliraient légèrement dans le sillage de la demande mondiale.

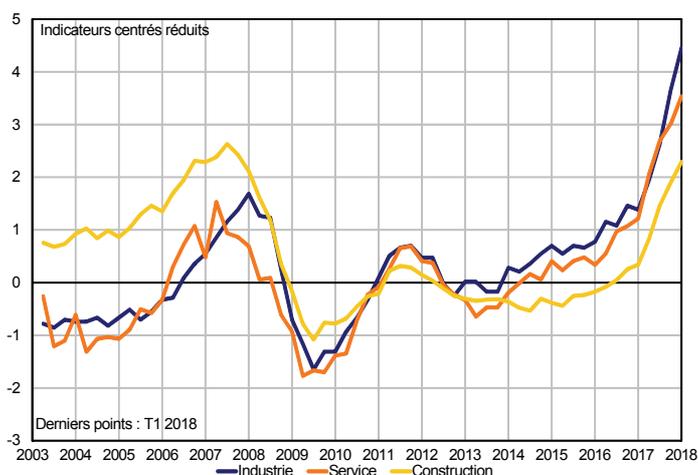
Encadré 2 : Accroissement des tensions sur l'appareil productif en zone euro

Depuis mi-2016, les entreprises de la zone euro font face à un accroissement des contraintes d'offre qui limitent leur capacité à répondre à l'augmentation de la demande. Les enquêtes de la Commission européenne indiquent une hausse significative de la proportion d'entreprises témoignant de contraintes d'offre limitant leur production : au T1 2018, 47 % des entreprises de la zone euro déclarent faire face à des contraintes d'offre, contre 39 % au T1 2016. Depuis 2014, elle dépasse le nombre décroissant d'entreprises déclarant faire face à une insuffisance de demande (25 % au T1 2018 contre 33 % au T1 2016). L'augmentation de la contrainte d'offre traduit essentiellement des difficultés de recrutement dans les différents secteurs d'activité (industrie, services, construction, cf. graphique 4).

En particulier, les tensions sur l'appareil productif augmentent fortement en Allemagne, où la hausse des tensions résulte à la fois de l'augmentation de la demande et de l'accroissement des difficultés de recrutement, désormais bien au-dessus de leur moyenne historique. À l'inverse, les entreprises ne semblent pas significativement affectées par un accroissement des tensions en Espagne, où la baisse des difficultés matérielles et financières compense la hausse des difficultés de recrutement, ni surtout en Italie, où les difficultés de recrutement restent stables et globalement en-dessous de leur moyenne historique.

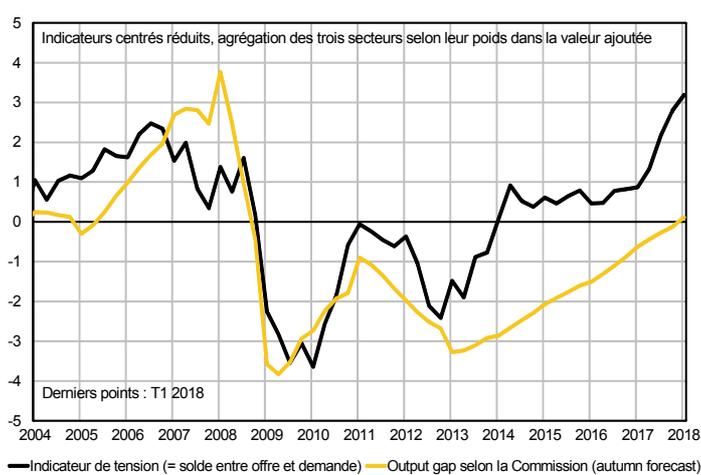
L'apparition de tensions sur l'appareil productif en zone euro pourrait suggérer une position dans le cycle plus avancée que celle estimée par la Commission européenne (cf. graphique 5). Le regain de tensions intervient généralement en haut de cycle économique et suggère que l'activité ne pourrait accélérer durablement pour accompagner la hausse de la demande. Une telle interprétation contredirait toutefois les estimations des organisations internationales qui jugent que l'écart de production de la zone euro est quasi-nul. *A contrario*, ces tensions pourraient traduire des difficultés temporaires liées à une activité plus dynamique qu'anticipé après plusieurs années de faible croissance. Après une période d'ajustement, ce scénario se traduirait par de nouvelles embauches et une augmentation de l'investissement.

Graphique 4 : Importance du manque de main d'œuvre parmi les contraintes de production des entreprises en zone euro



Source : Commission européenne, calculs DG Trésor.

Graphique 5 : Indicateur de tension sur l'appareil productif en zone euro



Source : Commission européenne, calculs DG Trésor.

2.3 La croissance serait globalement stable dans les économies émergentes

En Chine, l'activité ralentirait de façon marquée en 2018 comme en 2019, sous l'effet d'une réduction progressive du soutien des autorités à l'activité (stimulus budgétaire et monétaire). Le niveau élevé des déséquilibres internes et en particulier financiers, liés à la forte progression de l'endettement des agents économiques, et l'adoption de mesures réglementaires (cf. encadré 3) afin notamment de limiter le crédit, devraient entraîner à moyen terme une diminution de la croissance, qui commencerait à se matérialiser dès 2018. Ce scénario de croissance est inférieur à celui des principaux organismes internationaux (par exemple, dans ses prévisions de mars 2018, l'OCDE prévoit +6,4 % de croissance en 2019 contre +5,7 % dans notre scénario).

Au Brésil, la croissance augmenterait fortement à l'horizon de la prévision, l'activité rebondissant après la très forte récession de 2015-2016. En 2018, la croissance bénéficierait de la faiblesse de l'inflation (+2,9 % en janvier 2018 soit en-deçà de la borne inférieure de la cible de la Banque centrale, à 4,5 % \pm 1,5 pt) et du maintien du taux directeur à un bas niveau (à 6,75 % actuellement après une baisse de 750 pb depuis octobre 2016), mais serait grevée par la hausse des incertitudes politiques à l'approche des élections présidentielles d'octobre 2018. La reprise se confirmerait en 2019 dans un contexte de modération des incertitudes et ce malgré l'ajustement budgétaire anticipé.

En Inde, la croissance a ralenti en 2017 suite à la démonétisation de novembre 2016 et à la mise en place de la « *Goods and services tax* » mi-2017, une TVA unifiée dans l'ensemble du pays. La dissipation de ces effets négatifs temporaires conduirait à une augmentation de la croissance en 2018, qui se stabiliserait ensuite en 2019. La dégradation de la qualité des actifs bancaires via la hausse de la part des prêts non performants laisse craindre un ralentissement du crédit à moyen terme et donc de la demande interne. Un plan de recapitalisation a dans ce cadre été annoncé par les autorités.

En Russie, la reprise de l'activité se poursuivrait grâce à la récente remontée du prix du pétrole, la poursuite de l'assouplissement monétaire, la faiblesse de l'inflation et la moindre consolidation budgétaire. L'activité décélérerait légèrement en 2019, limitée par une croissance potentielle faible en raison d'une population vieillissante et déclinante, de la faiblesse de l'investissement, du niveau élevé de corruption et de la faible diversification économique.

En Turquie, l'activité ralentirait nettement malgré une politique budgétaire qui restera probablement expansionniste en amont des élections présidentielles de 2019. L'inflation élevée pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages, tandis que les incertitudes et l'intensification des tensions géopolitiques affecteraient l'investissement privé. Le resserrement anticipé des conditions de financement internationales pourrait aussi freiner l'activité, alors que le pays est très dépendant des flux de capitaux étrangers.

Encadré 3 : Poursuite des efforts réglementaires pour limiter les déséquilibres financiers en Chine

Après avoir fortement augmenté ces dernières années, les déséquilibres financiers chinois atteignent des niveaux importants. Ainsi, la dette de l'ensemble des agents économiques a atteint en 2016, selon la Banque des règlements internationaux, près de 260 % du PIB, en hausse de près de 100 points de PIB sur 10 ans. Par ailleurs, le secteur bancaire pâtit d'une hausse sensible de la part des prêts « à risque », qui atteint près de 13 % du stock total de prêts selon le FMI (ratio bien supérieur aux statistiques officielles), tandis que les engagements hors bilan des banques progressent sensiblement.

Amorcée en 2011 et renforcée au premier semestre 2017, la politique visant à limiter la hausse des déséquilibres dans le secteur financier s'est poursuivie ces derniers mois. Cette « tempête réglementaire », qui a suivi le remplacement des principaux dirigeants des autorités de régulation, prévoit notamment un audit complet des activités de gestion d'actifs des sociétés de courtage et l'interdiction de la vente de certains produits d'assurance-vie risqués. Plus récemment, les autorités ont annoncé de nouvelles mesures dans la continuité de cette dynamique, et en particulier : (i) la mise en place d'un cadre réglementaire unifié pour les activités de gestion d'actifs avec notamment des obligations adossées à la détention de produits financiers concernant par exemple le provisionnement du risque et (ii) la nécessité de demander l'autorisation préalable aux autorités en cas de prise de participation supérieure à 5 % dans les banques commerciales. Loin d'être exhaustifs, ces différents exemples indiquent que les autorités chinoises ont commencé à prendre la mesure des déséquilibres internes.

Des mesures ont également été adoptées afin de freiner la progression des prix de l'immobilier, en particulier dans les plus grandes villes. Ces mesures incluent l'allongement des délais obligatoires de détention avant cession (pour limiter les comportements spéculatifs), le durcissement des contraintes sur les crédits immobiliers ou encore la promotion du marché locatif (via notamment la mise en place « prochaine » d'un impôt foncier sur l'ensemble du territoire), dans un pays où plus de 90 % de la population est propriétaire.

Au total, les effets de ces mesures commencent à se matérialiser. La croissance du crédit bancaire et des autres formes de financement de l'économie (*equity*, obligataire et *shadow banking*) suit une tendance baissière depuis plusieurs mois. Sur le marché immobilier, les prix, après avoir atteint des taux de croissance particulièrement dynamiques en 2016, ont nettement ralenti ces derniers mois dans les grandes villes. À l'inverse, les prix remontent dans les villes plus petites, témoignant de l'absorption graduelle des surcapacités immobilières.

3. La croissance de la demande mondiale adressée à la France resterait élevée en 2018 et en 2019, bien qu'en léger recul

Après deux années de faible croissance, le commerce mondial¹² a nettement accéléré en 2017, atteignant un plus haut depuis 2011 (+5,3 %, après +2,0 % environ en 2016 comme en 2015). Cette accélération est portée en partie par celle de l'activité mondiale, notamment aux États-Unis après le trou d'air de 2016, mais surtout par un enrichissement de la croissance en commerce. Plusieurs facteurs y contribuent : (i) la forte augmentation de la croissance en zone euro (zone intensive en commerce du fait d'échanges intra-zone importants) ; (ii) la reprise de l'investissement, dont le contenu en importations est élevé ; (iii) la reprise des importations en Asie sous l'effet notamment du stimulus des autorités chinoises et de la reprise du commerce d'assemblage asiatique (produits électroniques surtout) ; (iv) le rebond des importations russes après trois années de contraction ; (v) des achats d'or importants en Inde.

Le commerce mondial resterait vigoureux en 2018¹³ et en 2019, bien qu'en léger ralentissement : sa croissance est attendue à +5,1 % en 2018 puis +4,7 % en 2019 (cf. graphique 6). Après leur rebond très marqué en 2017, les importations progresseraient moins fortement en Russie, en Chine et en Inde. Dans les pays avancés, le commerce bénéficierait de la poursuite du dynamisme aux États-Unis, mais serait pénalisé par le ralentissement attendu de l'activité au Japon, au Royaume-Uni, en lien avec la matérialisation des effets du *Brexit*, et en zone euro en 2019.

La croissance du commerce mondial resterait supérieure à celle de l'activité. Après un net recul en 2015 et 2016,

l'élasticité du commerce mondial à l'activité s'est nettement redressée en 2017, pour retrouver un niveau supérieur à l'unité (cf. graphique 7). Outre les facteurs identifiés plus haut, en partie amenés à s'estomper, cet enrichissement de la croissance en commerce peut s'expliquer par la reprise de la croissance mondiale. En effet, selon certaines études¹⁴, l'élasticité du commerce serait cyclique : elle pourrait dépasser sa valeur d'équilibre (l'unité) pour des raisons conjoncturelles, sans que ceci ne soit dû à des changements structurels comme ceux qui avaient contribué à son niveau élevé dans les années 1990 et 2000¹⁵. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce phénomène : (i) le commerce est en grande partie composé de biens manufacturés, dont la demande est plus cyclique que celle des services et des produits agricoles ; (ii) l'investissement, dont le contenu en importations est élevé, est plus volatil que le reste de la demande ; (iii) les exportations incorporent de plus en plus d'intrants intermédiaires importés ce qui accentue la cyclicité du commerce ; (iv) en période de crise, la restriction des crédits commerciaux et la détérioration des garanties limitent les échanges mondiaux. Dans le scénario envisagé d'une poursuite de la reprise économique mondiale, l'élasticité du commerce à l'activité resterait donc supérieure à l'unité sur l'horizon de prévision.

La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil proche de celui du commerce mondial : sa croissance serait quasi-stable en 2018 à +5,0 %, après +5,1 % en 2017, et s'établirait à +4,7 % en 2019 (cf. graphique page 1).

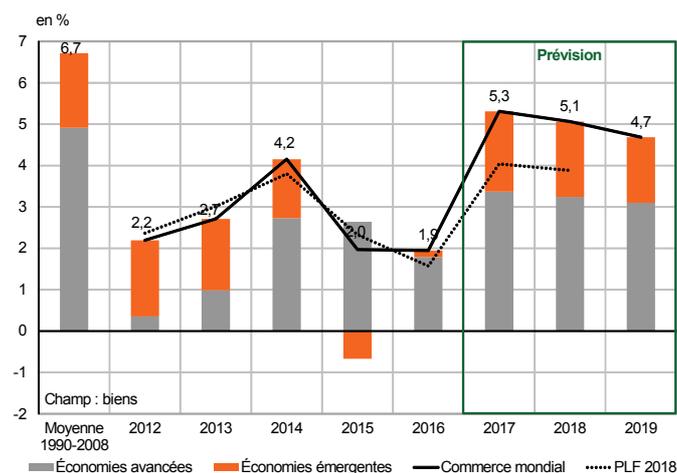
(12) Commerce mondial de biens, en volume.

(13) L'acquis de croissance du commerce mondial pour 2018 à l'issue du 4^{ème} trimestre 2017 se situe à +2,0 %. Il est supérieur à l'acquis de croissance du commerce mondial pour 2017 à fin 2016 (+1,5 %), soit un an plus tôt, ce qui suggère un élan plus important du commerce.

(14) Voir Alessandro Borin *et al.* (2017), "The cyclicity of the income elasticity of trade", *Temi di discussione (working papers)* de la Banque d'Italie.

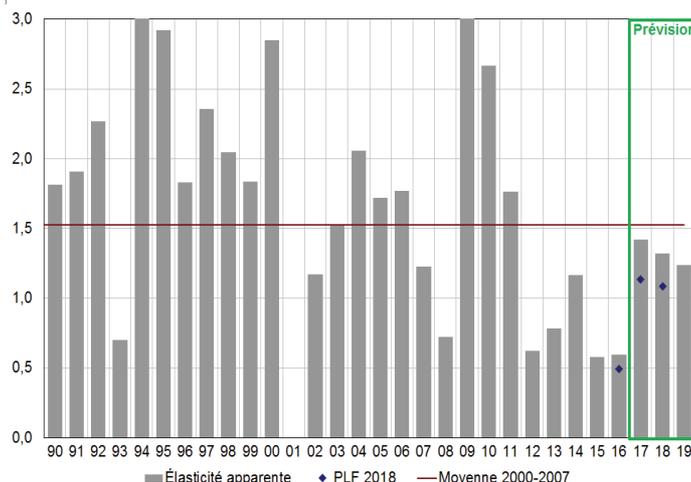
(15) Cf. François L., Lecumbergy J. et Shimi L. (2017), « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? » *Lettre Trésor-Éco* n°166.

Graphique 6 : Commerce mondial et contributions par zone



Source : DG Trésor.

Graphique 7 : Élasticité du commerce à la croissance



Source : DG Trésor.

4. Ce scénario central est exposé à de multiples aléas

- Les mesures protectionnistes pourraient peser fortement sur les échanges. En particulier, la mise en place par les États-Unis de droits de douanes de 25 % sur les importations d'acier et de 10 % sur celles d'aluminium, comme annoncé par le Président Trump début mars, pourrait entraîner des réactions en chaîne de ses partenaires avec un risque d'escalade important - l'UE s'est déjà dite prête à répondre. À l'inverse, la croissance du commerce mondial pourrait être plus forte qu'anticipé si la reprise de l'économie mondiale s'intensifiait.
- Le résultat des élections en Italie. Si un gouvernement sceptique vis-à-vis du projet européen devait gouverner l'Italie, ceci pourrait avoir des effets potentiellement déstabilisateurs sur la zone euro, dans un contexte de difficulté à trouver une voie commune pour faciliter une plus grande intégration de la zone euro.
- L'orientation de certaines politiques économiques reste incertaine : aux États-Unis (sur la trajectoire des finances publiques, la soutenabilité de la dette, le rythme de la hausse des taux de la Fed si des signes de surchauffe de l'économie venaient à se présenter), en Italie (à l'issue du vote de mars), en Allemagne (sur le rythme de mise en œuvre de l'accord de coalition), en Chine (sur l'ampleur des mesures de soutien des autorités chinoises), en zone euro (une baisse de l'inflation sous-jacente pourrait

contraindre la BCE à repousser la sortie des politiques non-conventionnelles).

- L'ampleur des effets du *Brexit* (déroulement des négociations, accord final avec l'UE, durée de la période d'incertitude, réaction des marchés et du *policy-mix*).
- Les économies émergentes restent exposées à des aléas majeurs. Les déséquilibres financiers et budgétaires en Chine pourraient contribuer à un ralentissement plus brutal qu'anticipé. Les pays émergents sont également vulnérables à une remontée plus rapide qu'attendu des taux de la Fed, pouvant entraîner des sorties importantes de capitaux, tandis que les incertitudes politiques et géopolitiques constituent également un aléa négatif.
- Les risques financiers demeurent élevés au regard des indicateurs de *price-to-earning ratio*¹⁶. Les actions semblent surévaluées aux États-Unis, et il est possible qu'elles le soient également, dans une moindre mesure, en Europe, malgré la correction observée début février. De plus, après une période caractérisée par des taux historiquement bas ayant conduit à des prises de risques plus élevées, une remontée plus rapide qu'anticipé des taux d'intérêt pourrait entraîner de vives tensions sur les marchés.

(16) Cf. Note de bas de page n°3.

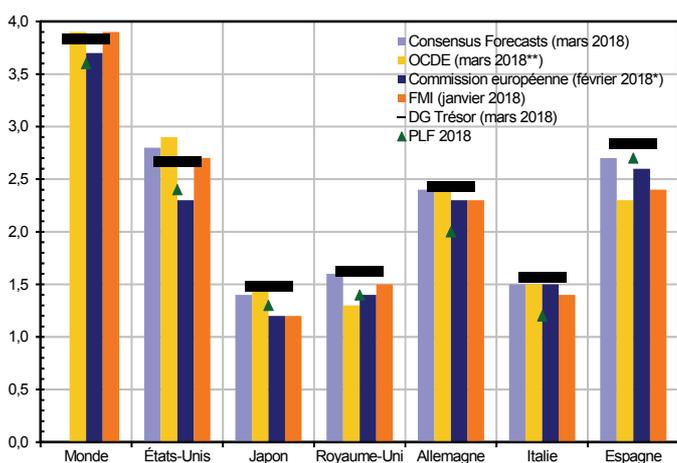
Encadré 4 : Principales révisions par rapport au Projet de Loi de Finances (PLF) de 2018 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

Depuis le scénario établi dans le cadre du PLF, l'environnement international s'est amélioré dans les économies avancées et émergentes. La croissance mondiale a été légèrement plus forte que prévu en 2017 (+0,1 pt), dans la plupart des grandes économies mondiales. Notre prévision pour 2018 a été revue à la hausse (+0,2 pt), ce qui s'explique :

- Dans les économies avancées, par la zone euro et les États-Unis essentiellement. En zone euro, l'activité est revue en forte hausse. Elle bénéficierait de l'amélioration substantielle de la confiance économique et de la reprise plus marquée des échanges internationaux. Aux États-Unis, la consommation privée serait plus allante et l'investissement des entreprises bénéficierait du dynamisme du secteur des hydrocarbures suite à la remontée des prix pétroliers. L'adoption de la réforme fiscale et de l'accord budgétaire n'affecte pas significativement notre scénario qui prévoit en 2018 des effets sur la croissance proches de ceux envisagés au PLF (+0,3 pt contre +0,4 pt précédemment).
- Dans les économies émergentes, le rebond post-récession du Brésil serait plus fort qu'anticipé malgré la persistance des incertitudes politiques, le stimulus des autorités soutiendrait plus fortement la croissance en Chine et, en Turquie, une politique économique plus expansionniste bénéficierait plus fortement à l'activité à court terme.

Ce scénario d'une croissance quasi-stable en 2018 et 2019, portée à la fois par les économies avancées et émergentes, est globalement consensuel (cf. graphiques 8 et 9). Il est proche du scénario présenté par l'OCDE en mars, par le FMI en janvier et par la Commission européenne en novembre. Il est également en ligne avec le *Consensus Forecasts* du mois de mars.

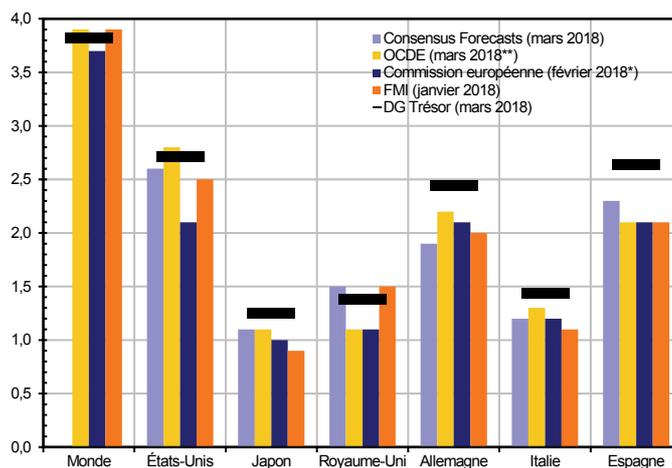
Graphique 8 : Prévisions de croissance pour 2018



* sauf Monde, États-Unis et Japon : novembre 2017 / **sauf Espagne : novembre 2017

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

Graphique 9 : Prévisions de croissance pour 2019



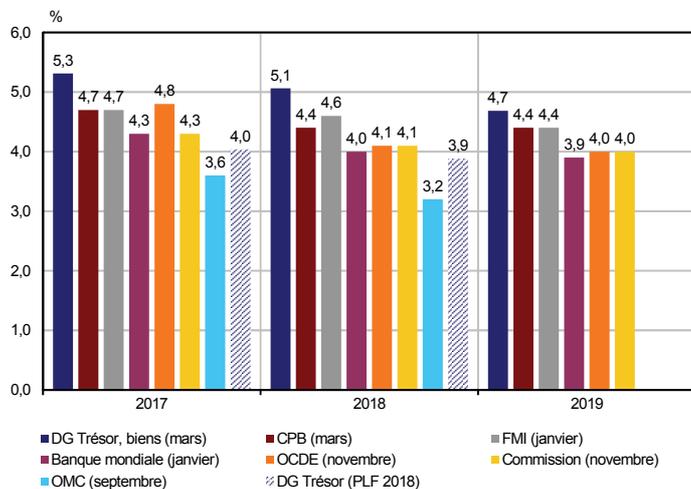
* sauf Monde, États-Unis et Japon : novembre 2017 / **sauf Espagne : novembre 2017

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

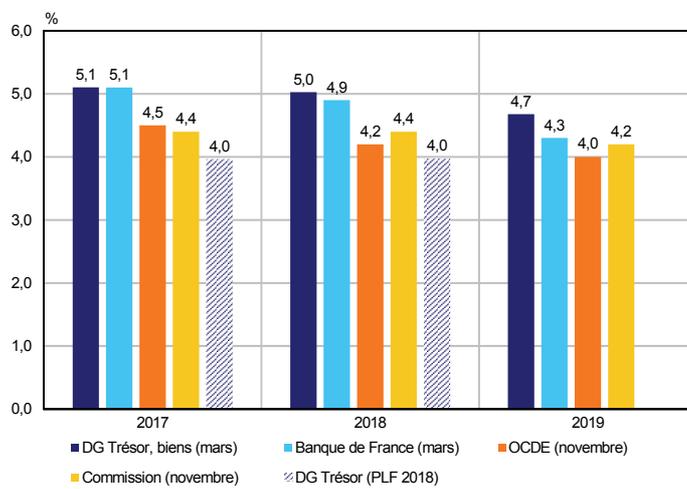
Le commerce mondial est révisé nettement à la hausse par rapport au PLF, de +1,3 pt en 2017 et +1,2 pt en 2018, traduisant la hausse des échanges aussi bien dans les économies avancées que dans les économies émergentes. Le scénario de commerce mondial du PLF était plutôt prudent, mais la dynamique du commerce mondial s'est finalement maintenue au cours de l'année 2017. De même, la demande mondiale adressée à la France a été révisée à la hausse : sa croissance atteindrait +5 % environ en 2017 et 2018 contre +4 % lors du PLF.

Le scénario global d'une poursuite du rebond du commerce mondial malgré un léger ralentissement est globalement consensuel, mais l'ampleur du dynamisme diffère selon les institutions, en particulier car certaines n'intègrent pas la forte croissance des importations observée fin 2017, leur prévision étant plus ancienne (cf. graphiques 10 et 11).

Graphique 10 : Comparaison des prévisions de commerce mondial



Graphique 11 : Comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



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

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

Louis BOISSET, Laetitia FRANÇOIS, Carole HENTZGEN, 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

Mars 2018

N°217. Comment expliquer la persistance du secteur informel dans les économies d'Asie du Sud ?
 Louis Nouaille-Degorce, Patrick Pillon

Février 2018

N°216. La déformation du partage de la valeur ajoutée aux États-Unis
 Gaëtan Stéphan

N°215. Quels instruments économiques pour lutter contre la résistance aux antibiotiques ?
 Samuel Ménard, Léo Roesch

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>

in Direction générale du Trésor

tw @DGTresor

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.