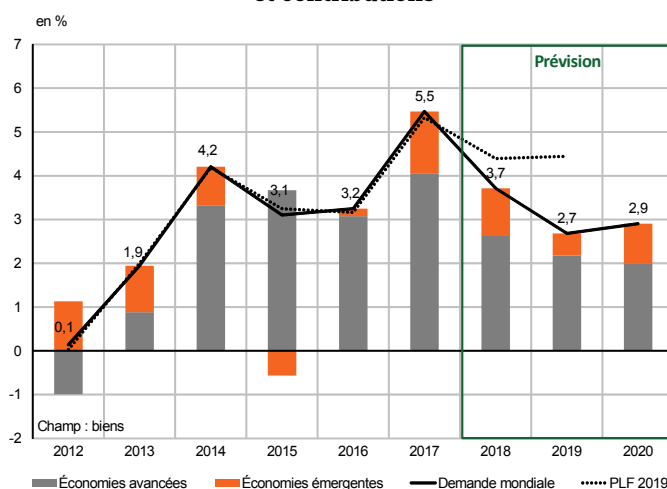


Perspectives mondiales au printemps 2019 : ralentissement en ordre dispersé

- La croissance mondiale est restée vigoureuse en 2018 (+3,7 %) mais diminuerait en 2019 et 2020 (à +3,4 %), reculant surtout dans les pays avancés.
- Le ralentissement de la zone euro se poursuivrait en 2019. Au-delà des facteurs temporaires, il s'explique par le freinage de la demande mondiale, les fortes incertitudes qui affectent l'investissement et la consommation, et la fin du rattrapage des crises passées. En 2019, la croissance serait particulièrement faible en Italie (+0,2 %) et en Allemagne (+0,8 %), plus touchées par ces différents facteurs, que l'Espagne (+2,3 %) et la France, et s'établirait en zone euro à +1,3 % après +2,5 % et +1,8 % en 2017 et 2018. La croissance de la zone euro augmenterait ensuite légèrement en 2020 (+1,4 %), sous l'effet de la normalisation de la situation chez d'importants partenaires commerciaux et de l'arrêt de l'accroissement des incertitudes.
- L'activité américaine décélérerait légèrement en 2019, en raison des tensions sur le marché du travail et des mesures protectionnistes adoptées, puis elle ralentirait franchement en 2020 du fait de la fin du stimulus budgétaire. Outre-Manche, la croissance resterait modérée, pénalisée par les incertitudes liées au *Brexit*. Au Japon, la croissance resterait mesurée en 2019 à cause du freinage de la demande chinoise ; elle diminuerait encore en 2020 du fait de la hausse de TVA prévue.
- Dans les principales économies émergentes, l'activité resterait globalement dynamique. La croissance resterait forte en Inde, mais ralentirait progressivement en Chine sous l'effet des mesures de désendettement mais aussi des tensions commerciales avec les États-Unis. En 2019, l'activité reculerait en Turquie, entrée en récession, avant de rebondir en 2020. La reprise au Brésil et en Russie resterait modérée.
- Ce moindre dynamisme de l'activité mondiale et le renforcement du protectionnisme conduiraient à un net freinage du commerce mondial, qui progresserait d'environ 3 % en 2019 et 2020 (après +4,5 % en 2018). La demande mondiale adressée à la France suivrait le même profil sur l'horizon de prévision.
- Ce scénario est exposé à d'importants aléas : l'ampleur du ralentissement en zone euro, l'évolution des mesures protectionnistes américaines, les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, l'ampleur du ralentissement en Chine, l'orientation de la politique économique dans les pays avancés (États-Unis, Espagne, Allemagne, Italie) comme dans les émergents (Brésil) et les incertitudes financières aux États-Unis et dans les pays émergents.

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



Source : DG Trésor.

* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 1^{er} mars 2019.

1. Une activité mondiale moins dynamique au 2^{ème} semestre 2018 et début 2019

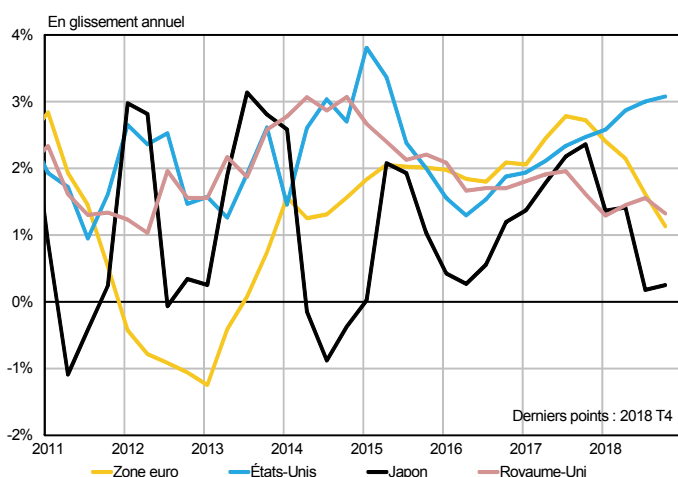
1.1 Au 2^{ème} semestre 2018 la croissance a reculé en zone euro, mais elle est restée élevée aux États-Unis

L'activité américaine est restée dynamique au 2^{ème} semestre 2018 et a au total accéléré sur l'ensemble de l'année (+2,9 % après +2,2 % en 2017), soutenue par le stimulus budgétaire. À l'inverse, l'activité a ralenti dans les autres économies avancées (cf. graphique 1). En zone euro, l'atonie de la demande mondiale et l'appréciation passée de l'euro, ainsi que les difficultés rencontrées par l'industrie automobile face aux nouvelles normes environnementales (cf. encadré 1), ont pesé sur l'activité. La zone euro a également été affectée par un freinage de l'investissement et de la consommation dans un contexte de fortes incertitudes politiques et commerciales. L'activité en Italie

et en Allemagne, plus exposée à ces différents facteurs, a calé au 2^{ème} semestre. La croissance de la zone euro diminue ainsi à +1,8 % en 2018 (après +2,5 % en 2017). De même, l'activité a ralenti en 2018 au Royaume-Uni (+1,4 % après +1,8 %), affecté par les incertitudes liées au *Brexit*, et au Japon, pénalisé par les catastrophes climatiques de l'été (+0,7 % après +1,9 % en 2017).

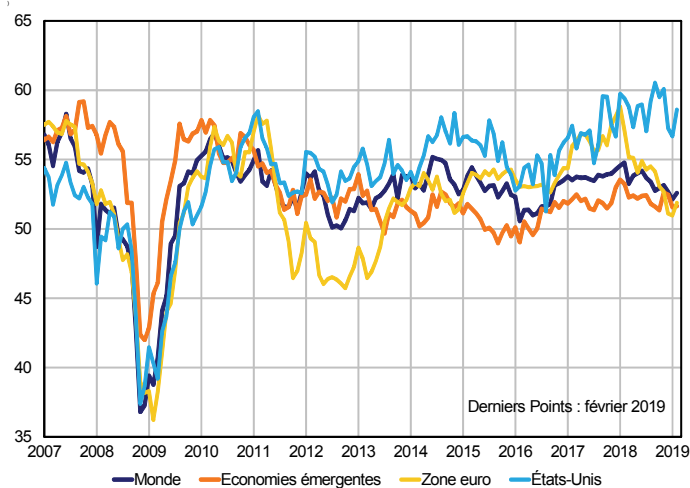
Début 2019, les enquêtes de conjoncture demeurent à un niveau élevé aux États-Unis malgré leur volatilité de ces derniers mois (cf. graphique 2). En zone euro, elles se sont stabilisées depuis quelques mois à un niveau légèrement supérieur à leur seuil d'expansion, après une nette baisse au cours de l'année 2018. Au Royaume-Uni et au Japon, les enquêtes se sont également repliées nettement en 2018 et s'établissent à des niveaux proches des seuils d'expansion.

Graphique 1 : Croissance du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 2 : Climats des affaires^a



Sources : PMI (Markit), ISM.

a. Les enquêtes correspondent à l'indice PMI (*Purchasing Managers' Index / Markit*) pour la zone euro, les économies émergentes et le monde et à l'indice ISM (*Institut for Supply Management*) pour les États-Unis.

Encadré 1 : La production industrielle a marqué le pas en zone euro

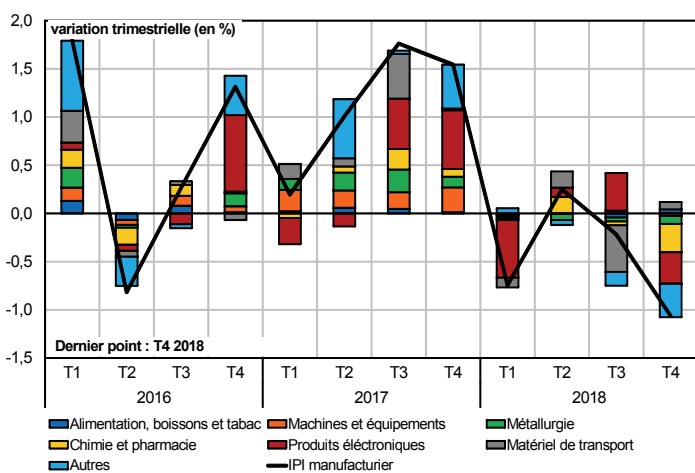
Le second semestre 2018 a été marqué par un recul de la production industrielle en zone euro (cf. graphique 3), observé dans les quatre grandes économies européennes. Ce recul s'explique en partie par des facteurs temporaires domestiques, mais également par un environnement international plus dégradé.

Le ralentissement de la demande mondiale et les effets passés de l'appréciation de l'euro ont pesé sur les exportations de la zone euro, notamment dans le secteur industriel. Les exportations des quatre principales économies de la zone ont ralenti fin 2018 (en glissement annuel, +1,5 % au 4^{ème} trimestre contre +4,0 % au 2^{ème} trimestre) et les enquêtes témoignent d'une baisse des nouvelles commandes à l'exportation dans l'industrie début 2019 (cf. graphique 4). De plus, l'investissement et donc l'industrie des biens d'équipement ont été affectés par la persistance de fortes incertitudes : risques liés au *Brexit*, et à ses potentiels effets sur la réorganisation des chaînes de valeurs, et menaces des États-Unis concernant l'application des tarifs douaniers sur les exportations automobiles européennes. Malgré un apaisement à l'été 2018 des relations avec l'Union européenne, la remise en février dernier d'un rapport du *Treasury* américain sur les importations d'automobiles a ravivé les inquiétudes concernant la mise en place de tarifs douaniers dans ce secteur.

Au-delà des facteurs internationaux, l'industrie a été affectée par des facteurs domestiques qui devraient rester temporaires. Le secteur automobile a pâti de l'entrée en vigueur à partir de septembre de la nouvelle méthode d'homologation européenne « WLTP » concernant les émissions polluantes (*Worldwide harmonised Light vehicle Test Procedure*), plus exigeante que la précédente. Les retards accumulés par les constructeurs face à cette nouvelle homologation ont bloqué la mise sur le marché des véhicules, entraînant une baisse des ventes (chute des immatriculations et des exportations), une hausse des stocks, et finalement un recul de la production. L'Allemagne a été particulièrement affectée : la production automobile allemande a reculé de 8 % au 3^{ème} trimestre (de 4 % en Italie, 3 % en Espagne et 1 % en France), ce qui a eu un impact important sur son activité étant donné le poids du secteur automobile dans son économie (environ 5 % du PIB). La production industrielle de la zone euro a aussi été pénalisée au 4^{ème} trimestre par le recul de l'industrie de la chimie en Allemagne, affectée par l'importante décrue du Rhin de mi-août à mi-novembre et ses conséquences sur le transport fluvial. La chimie allemande a ainsi enregistré une baisse de sa production de 10 % au 4^{ème} trimestre.

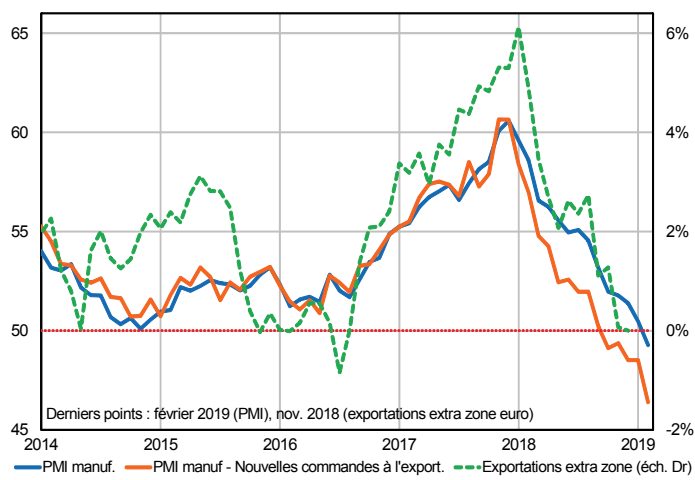
La production industrielle de la zone euro devrait se stabiliser au 1^{er} trimestre 2019 (avec +0,1 % d'acquis de croissance à la fin janvier).

Graphique 3 : Évolution trimestrielle de la production manufacturière en zone euro



Sources : Eurostat, calculs DG Trésor.

Graphique 4 : Exportations extra zone euro et climat des affaires dans l'industrie



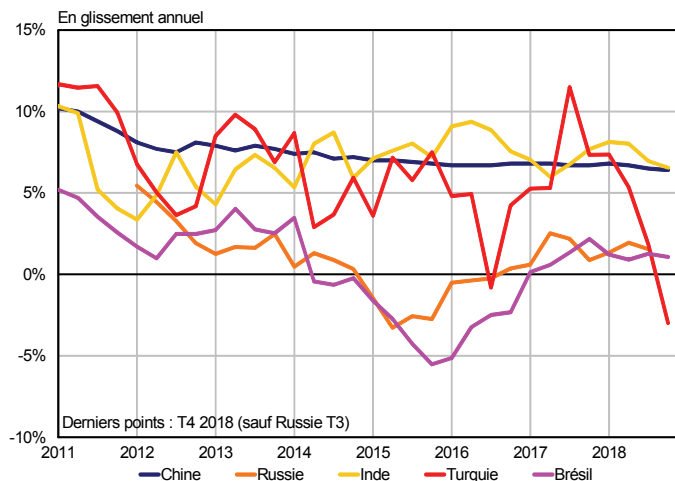
Sources : Markit, BCE.

1.2 La croissance des économies émergentes dans leur ensemble a été quasi-stable en 2018, mais reflète de fortes hétérogénéités entre pays

La remontée des taux de la Fed, annoncée et anticipée, a eu un impact contenu sur les pays émergents, les inquiétudes des marchés s'étant concentrées sur des pays aux fondamentaux dégradés (Turquie, Argentine). En Chine, le ralentissement de l'activité, en lien avec la politique de rééquilibrage du modèle de croissance *via* le désendettement structurel, a été amplifié par les tensions commerciales avec les États-Unis. La demande chinoise a fortement ralenti au second semestre, dans le sillage d'une baisse marquée de la confiance des agents, ce qui a affecté la demande adressée par la Chine à ses partenaires (cf. encadré 2). La hausse du prix du pétrole jusqu'au 3^{ème} trimestre 2018 a bénéficié à la Russie, qui a engagé des réformes structurelles et dégagé un excédent budgétaire malgré le durcissement des sanctions américaines au printemps 2018. La Turquie, également cible de sanctions

américaines mi-août, a subi une crise de défiance des investisseurs qui a accéléré la dépréciation de la livre et exacerbé ses vulnérabilités externes. La Turquie est ainsi entrée en récession fin 2018 (cf. graphique 5).

Graphique 5 : Croissance du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Au Brésil, la reprise économique reste molle en 2018, affectée par des facteurs conjoncturels : grève des chauffeurs routiers en mai, attentisme de l'investissement en amont des élections présidentielles. En Inde, la croissance a accéléré plus nettement, reflétant la dissipation des effets négatifs de la démonétisation et de la

mise en place d'une TVA en 2017, mais aussi une consommation très dynamique et un cycle industriel vigoureux. Début 2019, les enquêtes PMI sont orientées à la hausse en Inde, en Russie et au Brésil, mais restent très dégradées en Turquie, tandis que l'indice manufacturier chinois vient de passer sous son seuil d'expansion.

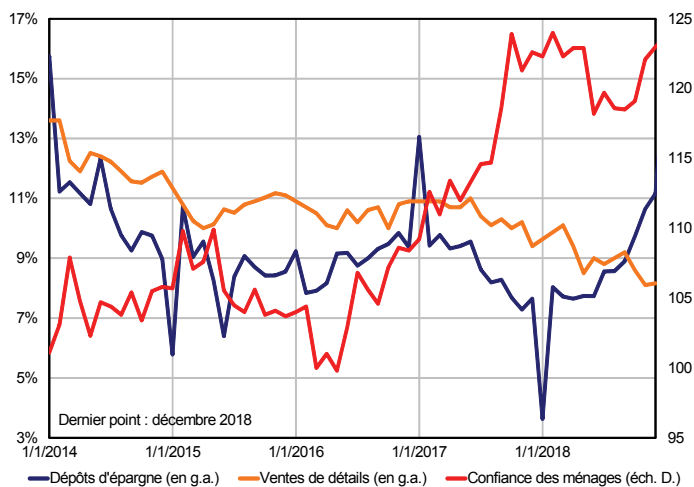
Encadré 2 : Les indicateurs conjoncturels signalent un ralentissement marqué de l'activité en Chine fin 2018

Alors que la croissance chinoise reste à un niveau soutenu, celle-ci connaît un ralentissement graduel depuis 2010, qui s'accroît en 2018. La croissance n'a cessé de baisser tout au long de l'année pour atteindre +6,6 % de croissance annuelle (après +6,9 % en 2017). Les politiques visant à limiter les déséquilibres sur le secteur financier, mises en place par les autorités début 2017 en réponse à la crise boursière de 2015, affectent la demande interne. De plus, les tensions commerciales avec les États-Unis, tangibles depuis début 2018, pèsent sur le commerce extérieur chinois et affectent la confiance des agents.

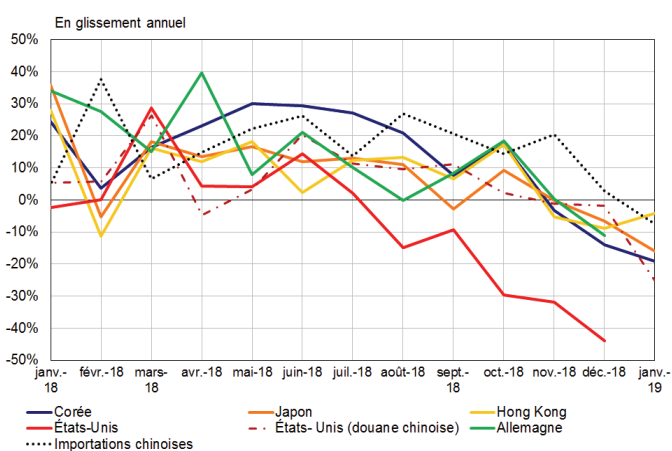
Du côté des entreprises, l'activité a décéléré tout au long de l'année 2018. L'indice PMI publié par l'institut national de statistiques chinois (NBS) s'est fortement replié et passe au mois de décembre sous la barre des 50 (« seuil d'expansion »). Le secteur industriel est particulièrement touché, notamment les petites et moyennes entreprises, enregistrant un ralentissement de la production marqué ainsi qu'une baisse des profits. Les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier sont en berne depuis le mois d'avril, potentielle conséquence des tensions commerciales avec les États-Unis. Le freinage de l'industrie se répercute sur l'ensemble des chaînes de valeur mondiales et de manière plus marquée sur les principaux partenaires à l'export de la Chine en Asie (Japon, Corée du Sud, Taiwan, etc.). Le secteur des services demeure toutefois relativement dynamique. Il reste protégé par sa faible exposition internationale (non-dépendance au commerce international et ouverture limitée aux investissements étrangers), et la surreprésentation des entreprises publiques, bénéficiant de garanties implicites de l'État et d'un accès facilité au crédit bancaire.

Au niveau des ménages, la consommation a souffert d'une hausse de l'épargne de précaution liée à l'accroissement des incertitudes. L'indice de confiance des ménages a baissé au 2^{ème} semestre, au rythme de la chute des indices boursiers et du taux de change, fortement affectés par les tensions commerciales, avant de se redresser en fin d'année, après l'apaisement relatif des relations avec les États-Unis. La croissance des ventes au détail atteint son plus bas niveau depuis vingt ans au mois de novembre tandis que l'épargne domestique augmente sensiblement (cf. graphique 6). Les ventes d'automobiles se contractent depuis le mois de juillet et chutent de manière marquée au dernier trimestre 2018. Cette tendance met en difficulté les efforts de transition des autorités vers un modèle de croissance basé sur la consommation. Au total, le calage de la demande chinoise a nettement pesé sur la demande adressée par la Chine à ses partenaires fin 2018 (cf. graphique 7).

Graphique 6 : Évolution de l'épargne, des ventes au détail et de la confiance des ménages



Graphique 7 : Exportations vers la Chine de ses principaux partenaires commerciaux (valeur)



1.3 Depuis l'été, la montée des incertitudes, dans un contexte monétaire devenu moins prévisible, a entraîné des turbulences sur les marchés

Les banques centrales des grandes économies avancées ont poursuivi la normalisation annoncée de leur politique en 2018 mais, face à la dégradation de la conjoncture mondiale, la tendance pour 2019 semble bien plus incertaine et dépendra fortement de l'évolution de la conjoncture. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a relevé mi-décembre ses taux directeurs de 25 pb pour la quatrième fois en 2018¹. Les « dot plots » publiés alors laissaient anticiper un ralentissement du resserrement monétaire, avec deux hausses en 2019 (contre trois annoncées précédemment), puis une en 2020. Toutefois, ces annonces divergeaient du scénario intégré par les marchés, qui n'anticipaient plus de hausses de taux en 2019. Cette difficulté de la Fed à ancrer sa trajectoire de taux, conjuguée aux effets de la politique d'assouplissement quantitatif et à l'attrait croissant pour des actifs sûrs, aurait alimenté l'inversion partielle de la courbe des taux observée aux États-Unis à partir de décembre (cf. encadré 3). *In fine*, fin janvier, la Fed a encore adouci sa position et suggéré que la prochaine hausse de taux ne serait pas imminente, soulignant qu'elle serait prête à ajuster sa politique monétaire en fonction de l'activité. En parallèle, en zone euro, la Banque centrale européenne a, comme anticipé, mis fin à ses achats nets d'actifs début janvier, mais a également rallongé en mars l'horizon sur lequel elle s'attend à maintenir les taux inchangés, de l'été 2019 à fin 2019, et a annoncé le lancement d'un nouveau programme de prêts à long terme (TLTRO) en vue de soutenir le crédit.

L'environnement financier a été marqué ces derniers mois par la forte volatilité des marchés boursiers : après le

décrochage de début octobre, les indices ont enregistré de nouvelles baisses mi-décembre, en raison des perspectives économiques moins favorables et des incertitudes liées aux tensions commerciales, avant de rebondir nettement en janvier en lien notamment avec l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et l'assouplissement de la position de la Fed. Sur les marchés obligataires, des mouvements de fuite vers la qualité ont entraîné de nets reculs des taux souverains des grandes économies avancées. En parallèle, l'accord trouvé entre le gouvernement italien et la Commission européenne en décembre a également contribué à apaiser les rendements souverains italiens. En prévision, les anticipations des marchés sur les taux de la Fed conduiraient à une faible progression des taux longs américains, laissant les conditions financières encore relativement accommodantes aux États-Unis.

Après un pic à 86\$ début octobre, le cours du Brent s'est nettement replié, en lien avec des inquiétudes sur la demande de pétrole dans une conjoncture économique mondiale moins favorable, dans un contexte d'offre toujours abondante avec l'assouplissement des sanctions américaines sur les exportations iraniennes de pétrole (dérogations accordées pour une période de 6 mois). En conséquence, les stocks pétroliers de l'OCDE sont revenus au-dessus de leur moyenne quinquennale en octobre. Début 2019, le prix du Brent est reparti à la hausse, atteignant 65 \$ en moyenne au cours des trois dernières semaines de février du fait de la réduction de la production de l'Opep dans le cadre du nouvel accord Opep+ signé début décembre (-1,2 Mb/jour supplémentaires de janvier à juin 2019), et du repli des productions iraniennes et vénézuéliennes sous l'effet des sanctions américaines.

Encadré 3 : Corrections boursières fin 2018 et inversion partielle de la courbe des taux américaine

La fin de l'année 2018 a été marquée par une forte augmentation de la volatilité, et par un décrochage des marchés boursiers en octobre et en décembre. La montée des incertitudes au cours de l'année 2018 s'est matérialisée dans un premier temps par de fortes corrections sur le marché boursier américain puis s'est propagée aux marchés européens dans un contexte de montée de l'aversion au risque. Le S&P500 a perdu plus de 20 % en trois mois. La bourse américaine n'avait pas connu de correction aussi violente depuis la crise de 2008.

Cette correction sur le marché américain est intervenue dans un contexte de valorisation élevée du marché actions. Les fondamentaux globalement bons, la réforme fiscale et les rachats d'actions^a contribuent à expliquer cette forte valorisation. À ces déterminants s'ajoute la faiblesse des taux obligataires, dans un contexte de politique monétaire toujours très accommodante, avec des marchés très liquides – abondance d'épargne sur les marchés, et injections directes par les banques centrales. La politique d'assouplissement quantitatif de la Fed^b, en pesant sur les rendements obligataires, pousse notamment les investisseurs vers des marchés plus risqués offrant de meilleures perspectives de rendements.

a. 800 Md\$ au cours des trois premiers trimestres 2018.

b. Fin 2018, la Fed reste détentrice d'environ 20 pts de PIB de titres d'une maturité moyenne d'un peu moins de huit ans.

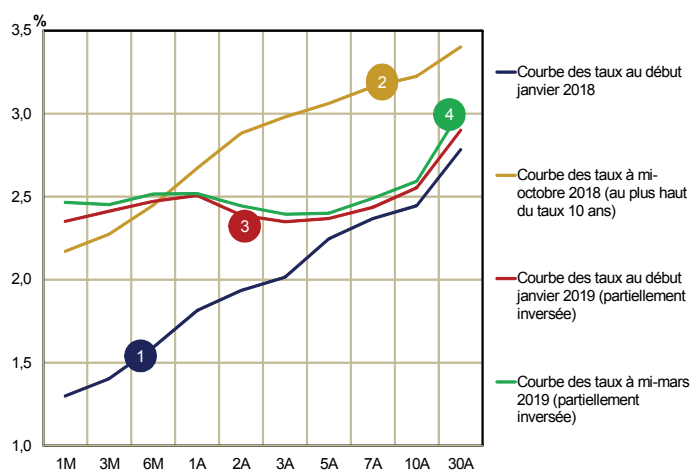
(1) La fourchette des taux cibles se situe désormais à [2,25 %-2,5 %].

Fin 2018, la montée des risques politiques et commerciaux et la dégradation des perspectives de croissance mondiale ont pu entraîner une révision à la baisse des profits anticipés par les investisseurs et un mouvement de « fuite vers la qualité » pesant sur le marché actions, dans un environnement de taux incertain.

La courbe des taux^c des bons du Trésor américain a en effet connu en décembre 2018, pour la première fois depuis la crise de 2008, une inversion partielle (cf. graphique 8). Cette situation a inquiété de nombreux observateurs car, depuis 1950, 9 inversions complètes de la courbe des taux des bons du Trésor américain sur 10 ont été suivies par une récession aux États-Unis (cf. graphique 9).

Au mois de décembre 2018, le taux d'intérêt des *Treasuries* à cinq ans est passé sous le taux à deux ans, avant que cette inversion ne concerne les taux entre un et sept ans. Plusieurs éléments peuvent être mis en avant pour expliquer une baisse de la pente de la courbe des taux, sans que le phénomène ne puisse être totalement expliqué : *i*) la normalisation de la politique monétaire, avec des taux courts convergeant progressivement vers la cible de long terme de la Fed, entraîne, à prime de terme donnée, une augmentation des taux longs moins forte que celle des taux courts ; *ii*) le phénomène de « fuite vers la qualité », a particulièrement favorisé les obligations souveraines de maturités longues des États-Unis, dans un contexte où les rendements sont encore très faibles en Europe et au Japon, faisant ainsi baisser les taux longs plus que les taux courts ; enfin, *iii*) la faiblesse des primes de terme depuis 2016, possiblement en lien avec la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed, pèse sur la pente de la courbe des taux.

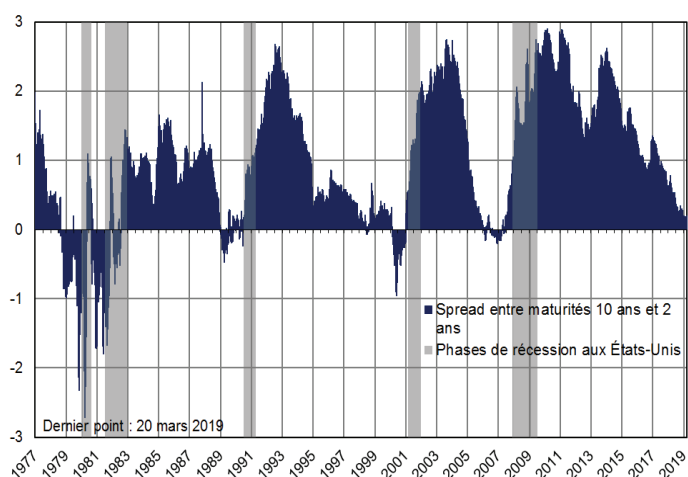
Graphique 8 : Courbe des taux américaine



Sources : Reuters, Calculs : DG Trésor.

Note pour le graphique 8 : on constate *i*) entre début janvier et mi-octobre 2018 (passage de la courbe 1 à la courbe 2), une translation vers le haut de la courbe des taux du fait de la hausse des taux directeurs de la Fed, qui s'est quasi-intégralement répercutée sur les taux longs ; *ii*) entre la mi-octobre et fin décembre 2018 (courbes 2 et 3), la courbe des taux a connu une inversion partielle, les taux longs baissant malgré la poursuite de la normalisation des taux courts. La courbe de janvier 2019 représente la courbe la plus creusée depuis le début de l'inversion partielle.

Graphique 9 : Pente de la courbe des taux américaine et périodes de récession



Sources : Reuters, Calculs : DG Trésor.

c. La courbe des taux représente l'ensemble des taux d'intérêt auxquels un agent peut s'endetter à différentes maturités. Le taux auquel un agent peut se financer à une maturité donnée dépend : *(i)* des taux courts anticipés par les marchés jusqu'à cette maturité et *(ii)* d'une prime de terme, habituellement positive, qui traduit la préférence globale des marchés pour les titres de plus faible maturité. La courbe des taux est ainsi généralement croissante, les taux longs étant habituellement supérieurs aux taux courts.

2. La croissance mondiale serait plus faible en 2019 et en 2020 dans un climat international toujours incertain

La croissance mondiale est restée solide en 2018, à +3,7 % comme en 2017, mais diminuerait en 2019 et 2020, à +3,4 %, reculant surtout dans les pays avancés qui auraient dépassé leur pic de croissance (cf. tableau 1).

2.1 Un net ralentissement de la croissance américaine est attendu en 2020

Sous l'hypothèse de stabilisation du prix du pétrole, l'activité américaine resterait dynamique en 2019 (+2,6 %), soutenue par le stimulus budgétaire, mais ralentirait en 2020 (+1,7 %), avec la fin de ce stimulus, l'effet des mesures protectionnistes, des conditions financières devenues moins favorables, et des tensions sur le marché du travail. La politique budgétaire soutiendrait en effet nettement la croissance en 2019 (à hauteur de +0,6 pt après +0,3 pt en 2018) mais deviendrait neutre en 2020. Les effets sur la croissance de 2019 de la fermeture partielle de l'administration fédérale américaine (*shutdown*) de fin décembre 2018 à début janvier 2019 seraient très modestes². En revanche, l'impact des différentes mesures douanières sur la croissance serait de -0,2 pt en 2019 puis -0,1 pt en 2020, après -0,1 pt en 2018, dans un scénario qui maintient l'ensemble des mesures déjà prises et des mesures de rééquilibrage correspondantes, mais sans nouvelles hausses de tarifs³.

Au Japon, après son recul en 2018, la croissance se stabiliserait en 2019 (+0,7 %) avant de diminuer en 2020 (+0,4 %). En 2019, la disparition des effets des catastrophes naturelles serait compensée par le freinage de la demande chinoise. L'investissement privé continuerait de ralentir avec la fin des effets d'entraînement des Jeux Olympiques de Tokyo de 2020, malgré la stabilisation progressive de l'investissement résidentiel. En 2020, la demande intérieure serait grevée par la hausse de la TVA prévue pour octobre 2019, malgré les mesures de soutien à la consommation attendues. Les salaires devraient continuer d'accélérer du fait de fortes tensions sur le marché du travail et des mesures de soutien aux salaires.

Au Royaume-Uni, après avoir fait preuve d'une importante résilience au choc du résultat du référendum de juin 2016, l'économie a montré des signes de ralentissement en 2018

(+1,4 % après 1,8 % en 2017). Les perspectives de croissance restent modestes à moyen terme : la consommation privée, bénéficiant de l'accélération du pouvoir d'achat liée au dynamisme des salaires réels, dans un contexte de reflux de l'inflation, serait le principal soutien de la croissance tandis que les incertitudes du *Brexit* pèseraient sur l'investissement des entreprises et les échanges extérieurs. Sous les hypothèses retenues⁴, les effets du *Brexit* sur l'activité en France et en zone euro seraient modestes à l'horizon de la prévision.

2.2 En zone euro, l'activité ralentirait significativement

À l'horizon de la prévision, la croissance diminuerait (+1,3 % en 2019 puis +1,4 % en 2020), de même que l'inflation, dans le sillage des prix énergétiques et malgré le redressement de l'inflation sous-jacente qui bénéficierait finalement de l'accélération des salaires. Comme en 2018, le freinage de l'activité s'expliquerait en partie par le ralentissement de la demande mondiale (principalement Chine et pays de l'Opep). L'Allemagne serait particulièrement affectée compte tenu du taux d'ouverture élevé de son économie. Après une année 2018 dégradée, la dissipation des effets négatifs de l'appréciation passée de l'euro et de certains facteurs temporaires favoriserait toutefois un rebond des exportations de la zone euro en 2019, malgré le freinage de la demande mondiale. L'évolution des exportations resterait toutefois très en deçà de celle observée en 2017.

La persistance des incertitudes (*Brexit* et protectionnisme notamment) pèserait toujours sur la demande intérieure, qui ralentirait encore en 2019, notamment en Italie, où les incertitudes liées aux choix budgétaires ont grevé la demande intérieure et conduit le pays en récession. La situation se normaliserait toutefois en 2020 et la croissance rebondirait légèrement, comme en Allemagne, où la stabilisation des incertitudes conduirait les ménages à mettre fin à la hausse de leur épargne, ce qui pousserait la consommation à la hausse après une année 2019 très dégradée. De manière plus structurelle, les effets de rattrapage des crises passées s'estompent et les difficultés de recrutement des entreprises se renforcent : le ralentissement de l'emploi pèserait sur la demande

(2) Selon le Congressional Budget Office (janvier 2019), les « couts irrécupérables » seraient de 0,02 pt de PIB de 2019.

(3) Notamment après la « trêve » commerciale sino-américaine prolongée fin février dernier par le président Trump. Estimations DG Trésor réalisées à l'aide du modèle macroéconométrique NIGEM.

(4) 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) au premier semestre 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.

intérieure, à l'image de l'Espagne, où la croissance diminuerait chaque année. De plus, l'investissement des entreprises serait pénalisé par l'adoption de politiques économiques globalement moins favorables à l'investissement (Italie et Espagne). *A contrario*, l'activité serait légèrement soutenue en 2019 par une politique budgétaire moins restrictive en Allemagne. Par ailleurs, la tendance au rééquilibrage progressif des coûts salariaux, observée ces dernières années au sein de la zone euro, se poursuivrait : l'inflation et les coûts salariaux seraient plus dynamiques en Allemagne que dans les pays du Sud.

Ainsi en Allemagne, après une fin d'année 2018 à l'arrêt, l'activité devrait rester peu allante début 2019 avec la liquidation des stocks accumulés en 2018 et les incertitudes qui continuent de peser sur la consommation. L'activité devrait accélérer progressivement et la croissance atteindrait +0,8 % en 2019 puis +1,3 % en 2020. Côté ménages, malgré un ralentissement attendu des créations d'emploi, des mesures fiscales et une accélération des salaires devraient permettre de maintenir en 2019 les gains de pouvoir d'achat observés en 2018. Le pouvoir d'achat ralentirait toutefois en 2020, résultat de la dissipation des mesures fiscales et de la hausse attendue de l'inflation. À l'inverse, la consommation accélérerait en 2020 avec la fin de la hausse de l'épargne de précaution. Côté entreprises, l'investissement ralentirait, souffrant de la dégradation des perspectives et d'une baisse des marges des entreprises.

En Italie, l'activité ralentirait en 2019 (+0,2 % après +0,8 % en 2018) puis regagnerait en vigueur en 2020 avec la stabilisation des incertitudes (+0,6 %)⁵. L'investissement serait en particulier à l'arrêt en 2019, pénalisé par l'extinction du suramortissement et des conditions financières moins souples, avant de rebondir quelque peu. Les créations d'emploi ralentiraient avec l'activité en 2019 et avec la dissipation des mesures d'exonération de cotisations sociales patronales.

En Espagne, l'activité poursuivrait son ralentissement (+2,3 % en 2019 et +1,9 % en 2020 après +2,5 % en 2018) tout en restant dynamique. Freinées par les tensions apparues sur le marché du travail en 2018, les créations d'emploi stimuleraient moins la consommation des ménages. Cette dernière profiterait toutefois en 2019 de la revalorisation du salaire minimum de +22,3 % ainsi que d'une revalorisation du salaire des fonctionnaires et des pensions de retraites. L'investissement décélérerait progressivement, pénalisé notamment par des politiques

économiques moins favorables, tout en restant soutenu par les conditions de financement toujours accommodantes.

2.3 La croissance agrégée des principales économies émergentes devrait rester stable

En Chine, l'activité ralentirait de façon marquée jusqu'en 2020. Ce ralentissement provient principalement des mesures de désendettement de l'économie et de resserrement de la réglementation financière. Si elles visent à enrayer la dynamique d'endettement des gouvernements locaux (hors bilan) et des entreprises, ainsi qu'à réduire le *shadow banking*, ces mesures macro-prudentielles pèsent sur l'ensemble du tissu industriel privé et sur la consommation en réduisant l'accès au crédit. En outre, les tensions commerciales avec les États-Unis ont amplifié le ralentissement. Le stimulus budgétaire et monétaire lancé fin 2018 et renforcé début 2019 permettrait de soutenir temporairement l'activité qui freinerait plus progressivement en 2020, mais ne devrait pas suffire à compenser la baisse de croissance.

En Turquie, l'activité continuerait de se contracter en 2019, avec un pouvoir d'achat des ménages amputé par une inflation toujours proche de 20 %, des entreprises fortement endettées, une politique monétaire restrictive et une baisse des investissements publics. En 2020, la baisse de l'inflation serait le moteur principal du fort rebond attendu.

Au Brésil, la croissance bénéficierait en 2019 d'une politique monétaire accommodante dans un contexte de faible inflation, ainsi que du rétablissement de la confiance des investisseurs en raison de la dissipation des incertitudes politiques après l'élection présidentielle. Ce scénario repose sur l'hypothèse que le nouveau gouvernement parviendrait à faire voter une réforme du système des retraites, responsable du gonflement non maîtrisé de la dette publique depuis 2014 qui alimente l'attentisme des investisseurs. L'activité serait plus dynamique en 2020 portée principalement par le retour de l'investissement dans le secteur industriel qui permettrait au pays de restaurer ses capacités de production.

En Inde, la croissance atteindrait un pic en 2019 sous l'effet conjugué du stimulus budgétaire en faveur des agriculteurs, de fortes dépenses publiques en lien avec l'ouverture d'un cycle électoral, du maintien d'un rythme d'investissement dynamique et d'une amélioration des termes de l'échange. De plus, la nomination d'un nouveau gouverneur à la Banque centrale pourrait se traduire par une politique monétaire plus accommodante. L'activité décélérerait

(5) Nos prévisions intègrent l'ensemble des mesures du projet de loi de finance du gouvernement italien en 2019 mais reposent sur un scénario à politique inchangée en 2020 (comme la Commission européenne).

légèrement en 2020, sous l'effet des pressions inflationnistes et des risques qui pèsent sur le secteur bancaire alors que le taux de prêts non-performants est déjà élevé.

En Russie, les sanctions américaines du printemps 2018 ont entraîné une dépréciation du rouble qui, combinée à la hausse de TVA (de 18 % à 20 %) au 1^{er} janvier 2019, se traduit par une accélération des prix. Avec des cours du

pétrole en baisse, la croissance ralentirait donc en 2019. En 2020, ces effets se dissiperaient mais la croissance resterait bridée par d'importants freins structurels. Les investissements annoncés par le gouvernement dans plusieurs secteurs prioritaires (infrastructures, nouvelles technologies, éducation, logement) stimuleraient toutefois la croissance potentielle.

Tableau 1 : Prévisions de croissance*

PIB (moyenne annuelle en %)	Moyenne	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	2000-2007				(prévisions, CJO)		
Croissance mondiale ^a	4,5	3,4	3,2	3,7	3,7	3,4	3,4
Rappel de la croissance mondiale du PLF 2019	4,5	3,4	3,2	3,7	3,8	3,8	
Économies avancées^b	2,7	2,3	1,7	2,4	2,3	1,9	1,5
États-Unis	2,7	2,9	1,6	2,2	2,9	2,6	1,7
Japon	1,5	1,3	0,6	1,9	0,7	0,7	0,4
Royaume-Uni	2,8	2,3	1,8	1,8	1,4	1,2	1,3
Zone euro^c	2,2	2,0	1,9	2,5	1,8	1,3	1,4
Allemagne	1,6	1,7	2,2	2,2	1,5	0,8	1,3
Italie	1,5	0,9	1,1	1,6	0,8	0,2	0,6
Espagne	3,7	3,6	3,2	3,0	2,5	2,3	1,9
Autres économies avancées	3,9	2,1	2,1	3,2	2,9	2,2	2,2
Économies émergentes^b	6,6	4,3	4,4	4,7	4,6	4,5	4,7
Brésil	3,6	-3,5	-3,5	1,1	1,3	2,2	2,5
Chine	10,5	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	5,9
Inde	7,1	8,2	7,1	6,2	7,4	7,6	7,3
Russie	7,2	-2,5	-0,2	1,5	2,3	1,3	1,8
Turquie	5,4	6,1	3,2	7,4	2,9	-1,5	3,0
Autres économies émergentes	4,5	3,4	3,6	3,3	3,2	3,3	3,7
<i>Demande mondiale - France^d</i>	<i>6,9</i>	<i>3,1</i>	<i>3,2</i>	<i>5,5</i>	<i>3,7</i>	<i>2,7</i>	<i>2,9</i>
<i>Commerce mondial^e</i>	<i>7,5</i>	<i>1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>5,8</i>	<i>4,5</i>	<i>3,0</i>	<i>3,1</i>

- a. Pour 2018, 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. L'agrégat zone euro est construit à partir des comptes trimestriels cjo. En prévision il 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 1^{er} mars 2019, sous l'hypothèse d'un prix du pétrole et de taux de change gelés à leurs valeurs récentes.
 Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, janvier 2019 ; Commission européenne, février 2019 ; Calculs et prévisions : DG Trésor.

3. La croissance de la demande mondiale adressée à la France perdrait nettement en vigueur

Après avoir accéléré en 2017 (+5,8 %, un plus haut depuis 2011), le commerce mondial a nettement décéléré au cours de l'année 2018 mais conserve une croissance solide, à +4,5 %. Les échanges mondiaux ont bénéficié au 1^{er} semestre de la forte hausse des importations chinoises, notamment sous l'effet de l'anticipation des hausses des tarifs douaniers américains mi-2018. Au 2^{ème} semestre en revanche, les importations chinoises se sont sensiblement

contractées, dans un contexte de protectionnisme renforcé et d'atonie de la demande intérieure chinoise. En outre, le commerce mondial a été affecté par le freinage des importations : i) en zone euro, en lien avec l'affaiblissement de la demande du reste du monde et de la demande intérieure, ii) au Royaume-Uni dans la perspective du Brexit, iii) en Turquie et en Argentine en raison de la dégradation de l'activité, ainsi que iv) dans les économies asiatiques hors

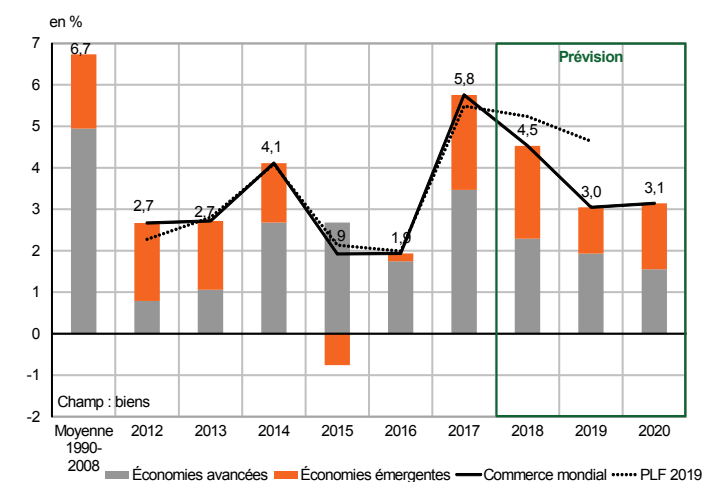
Chine (Corée, Malaisie, Taïwan), par contrecoup après la reprise du commerce d'assemblage asiatique en 2017.

Le commerce mondial poursuivrait son net ralentissement en 2019, ne progressant que de 3,0 %, et maintiendrait en 2020 un rythme de croissance quasi constant (cf. graphique 10). En 2019, les importations ralentiraient sensiblement en Chine, en lien avec les tensions commerciales sino-américaines et le ralentissement économique, ainsi que dans les pays producteurs de pétrole, pénalisés par un prix du baril moins élevé qu'en 2018. Dans les pays avancés, les importations ralentiraient surtout aux États-Unis, reflétant le moindre dynamisme de la croissance et le renforcement du protectionnisme. En 2020, les importations freineraient aux États-Unis et au Japon mais se redresseraient en Turquie, avec sa sortie de récession, et en Chine une fois passé le choc observé en fin

d'année 2018 et à la faveur d'un ralentissement plus progressif de l'activité.

Après avoir fortement augmenté en 2017 parallèlement à un affermissement de la croissance mondiale, l'élasticité du commerce à l'activité mondiale baisserait et serait inférieure à l'unité sur l'horizon de prévision (cf. graphique 11), en cohérence avec une croissance mondiale moins dynamique et une élasticité du commerce au PIB cyclique⁶. Elle diminue ainsi en 2018, notamment sous l'effet du freinage des imports européens. En prévision, la croissance serait moins riche en échanges commerciaux asiatiques et américains, dans un contexte de menaces sur les accords de commerce international et de ralentissement de l'investissement en lien avec le renforcement des incertitudes.

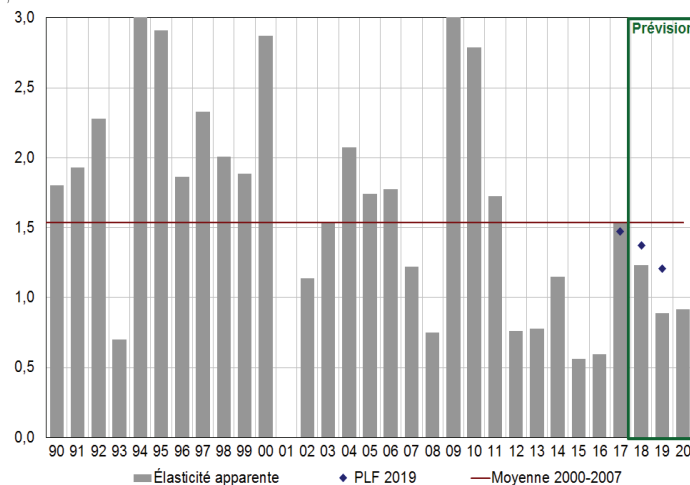
Graphique 10 : Commerce mondial et contributions par zone



Source : DG Trésor.

La demande mondiale adressée à la France ralentirait en 2019 à +2,7 % (après +3,7 % en 2018) et se redresserait légèrement en 2020 à +2,9 % (cf. graphique page 1). Elle a décéléré plus fortement que le commerce mondial en 2018,

Graphique 11 : Élasticité du commerce à la croissance



Source : DG Trésor.

plus affectée par le freinage européen, mais serait moins exposée en 2019 et 2020 au ralentissement des échanges asiatiques et américains.

4. Ce scénario central est exposé à de multiples aléas

- La demande intérieure en zone euro a surpris par sa faiblesse ces derniers mois. Elle pourrait bénéficier d'un redressement plus rapide qu'anticipé de la confiance des agents.
- L'ampleur des effets du *Brexit* reste liée aux négociations sur la relation future et à la réaction des marchés, ainsi qu'à l'éventualité d'un *no deal* qui conduirait à une hausse des barrières tarifaires et non tarifaires aux échanges, et possiblement à des disruptions d'ordre logistique ou réglementaire.
- Les économies émergentes restent exposées à des aléas majeurs. En Chine, un échec des négociations commerciales avec les États-Unis pourrait contribuer à un ralentissement économique plus brutal. Les autorités chinoises ont cependant démontré par le passé leur capacité à actionner des leviers puissants de soutien de l'activité. La Turquie pourrait rebondir plus fortement en cas de soutien budgétaire, mais là encore avec le risque d'un creusement des déséquilibres. Au Brésil, la capacité du gouvernement à faire adopter une réforme des

(6) Cf. Boisset L. et al. (2018), « Perspectives mondiales au printemps 2018 : une croissance toujours soutenue », *Trésor-Éco* n° 218.

retraites ambitieuse demeure incertaine. Si les incertitudes politiques et géopolitiques constituent un aléa négatif pour les pays émergents, les risques de sorties massives des capitaux semblent se dissiper, en lien avec la pause marquée par la Fed dans son resserrement monétaire.

- Si le risque d'un durcissement plus marqué que prévu de la politique monétaire américaine semble en effet s'être éloigné, en l'absence de hausse significative de l'inflation à ce stade, des incertitudes fortes entourent la politique budgétaire américaine. Les désaccords au sein du Congrès pourraient amener la politique budgétaire à être

plus restrictive si aucun accord n'était trouvé pour 2020.

- En zone euro, une détente des taux souverains italiens à l'horizon de prévision favoriserait l'activité, et les élections (Parlement européen, Espagne) du premier semestre permettront de préciser les orientations des politiques économiques.
- L'évolution des prix du pétrole est difficilement prévisible. Elle dépendra de la diminution des stocks de l'Opep+, de l'application des sanctions américaines contre l'Iran et le Venezuela, du rythme de croissance de l'offre américaine, et du dynamisme de l'économie mondiale.

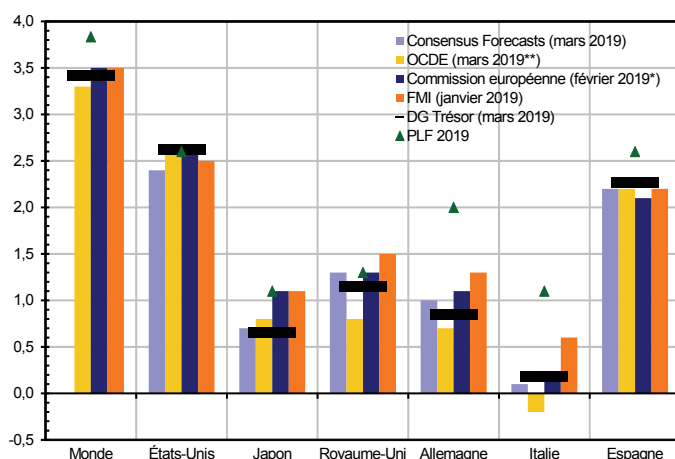
Encadré 4 : Principales révisions par rapport au Projet de Loi de Finances (PLF) de 2019 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

Depuis le scénario établi dans le cadre du PLF, les incertitudes restent fortes et l'environnement international s'est globalement dégradé. La croissance mondiale a été moins forte que prévu en 2018 (-0,1 pt), en zone euro et dans les économies émergentes. La prévision de croissance mondiale pour 2019 a été revue en nette baisse (-0,4 pt), ce qui s'explique :

- Principalement par les révisions sur les économies émergentes : la baisse du prix du baril de pétrole a entraîné un moindre dynamisme des pays producteurs, et la dégradation de l'activité en Argentine et en Turquie a été plus marquée qu'anticipé. Par ailleurs, la détérioration des indicateurs conjoncturels en Chine en fin d'année a conduit à réviser à la baisse le scénario de croissance.
- Dans une moindre mesure, par les révisions sur les économies avancées, essentiellement sur la zone euro. Au 2^{ème} semestre 2018, la croissance a surpris en nette baisse, affectée par le freinage plus marqué de la demande extérieure adressée à la zone euro, les difficultés du secteur automobile au 3^{ème} trimestre 2018 et les conséquences plus importantes qu'anticipé du niveau élevé des incertitudes sur la confiance et la demande intérieure. Cette révision est particulièrement marquée pour l'Italie et l'Allemagne.

Ce scénario d'une diminution de la croissance mondiale en 2019 et 2020, reculant dans les économies avancées et plus hétérogène dans les économies émergentes, est globalement consensuel (cf. graphiques 12 et 13). Il est proche du scénario présenté par le FMI en janvier, par l'OCDE en mars et par la Commission européenne en février. Il est également en ligne avec le *Consensus Forecasts* du mois de mars.

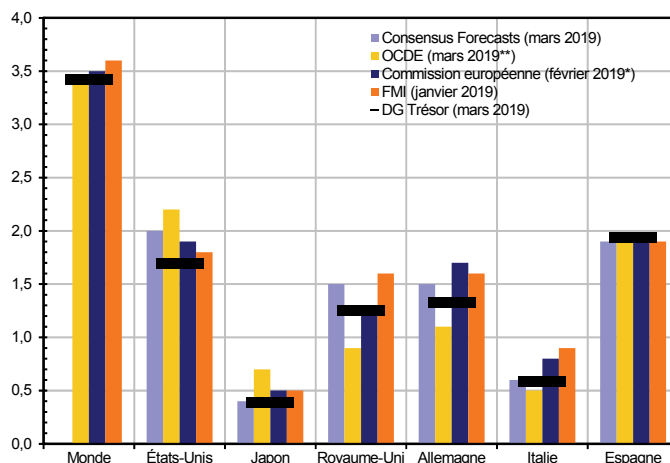
Graphique 12 : Prévisions de croissance pour 2019



* sauf Monde, États-Unis et Japon : novembre 2018 / ** sauf Espagne : novembre 2018

Sources : FMI, OCDE, Commission européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor.

Graphique 13 : Prévisions de croissance pour 2020



* sauf Monde, États-Unis et Japon : novembre 2018 / ** sauf Espagne : novembre 2018

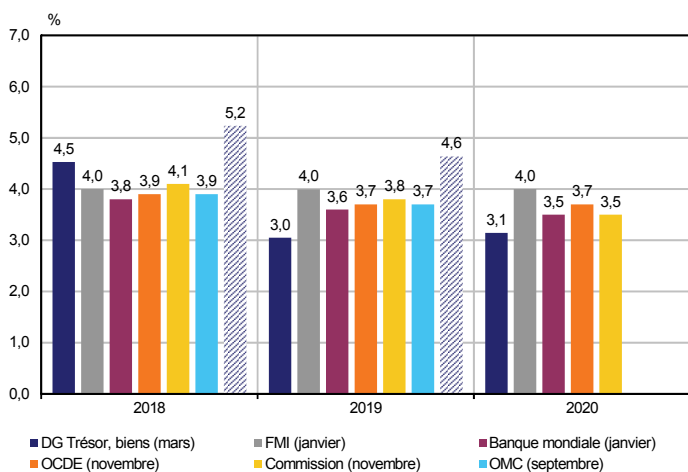
Sources : FMI, OCDE, Commission européenne (prévisions non corrigées des jours ouvrés), Consensus Forecasts (prévisions non corrigées des jours ouvrés), DG Trésor.

Note de lecture : En Allemagne, l'année 2020 comptera un plus grand nombre de jours ouvrés, ce qui aurait un effet d'environ +0,3/0,4 pt sur la croissance.

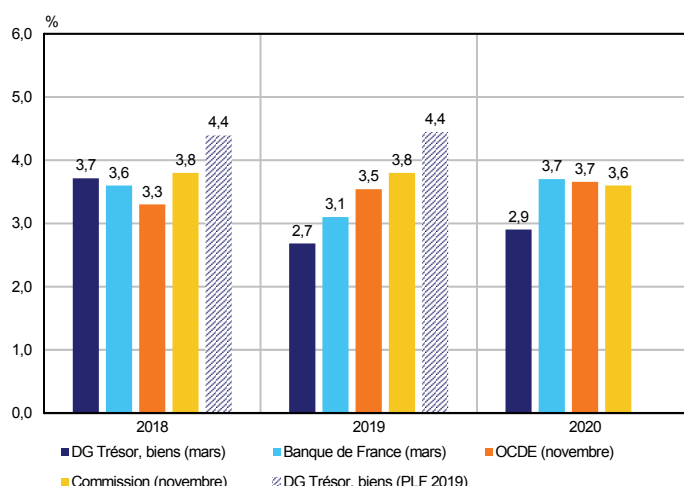
De même, le commerce mondial est révisé nettement en baisse par rapport au PLF, de -0,7 pt en 2018 et -1,6 pt en 2019, traduisant le ralentissement plus fort qu'attendu des échanges au 2^{ème} semestre 2018 dans les économies avancées, en Chine, en Turquie et dans les pays producteurs de pétrole. Enfin, la demande mondiale adressée à la France a été révisée sensiblement en baisse : sa croissance atteindrait +3,7 % en 2018 et +2,7 % en 2019, contre +4,4 % prévu chaque année lors du PLF.

Le scénario de freinage du commerce mondial est globalement consensuel, mais l'ampleur du ralentissement diffère selon les institutions (cf. graphiques 14 et 15).

Graphique 14 : Comparaison des prévisions de commerce mondial



Graphique 15 : Comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



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

Sources : OCDE, Banque de France, Commission européenne, DG Trésor.

Colette DEBEVER, Diane DE WAZIERS, Alisson DRAY, Carole HENTZGEN, Erwann KERRAND, Julien LECUMBERRY

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

Février 2019

N° 236 Panorama des salaires minimaux dans les économies avancées
Haroun Ba, Carole Hentzgen, Emma Hooper

Janvier 2019

N° 235 Comment renforcer l'efficacité de la dépense publique pour l'éducation ?
Emmanuel Saillard

N° 234 L'évolution de la part du travail dans la valeur ajoutée dans les pays avancés
Diane de Waziers, Clovis Kerdrain, Yasmine Osman

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

in Direction générale du Trésor

t @DGTrésor

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.