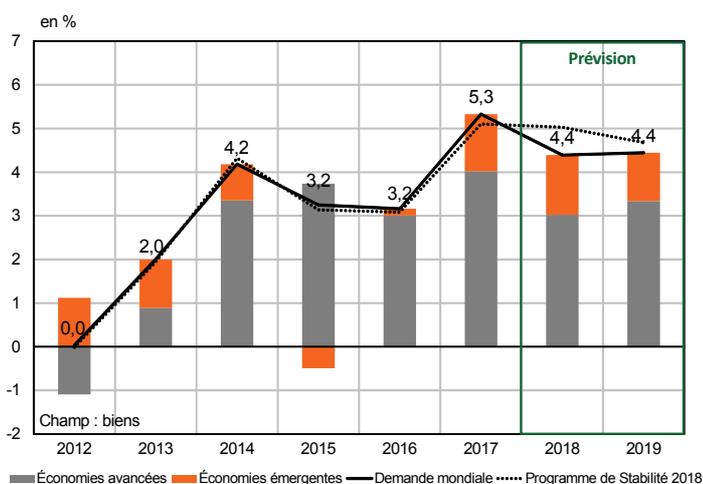


Perspectives mondiales à l'automne 2018 : toujours soutenues malgré des vents contraires

- Après avoir nettement progressé en 2017 (+3,7 %), la croissance mondiale resterait dynamique en 2018 et 2019 (à +3,8 %), portée par une accélération de l'activité américaine et de nombreux pays émergents, alors que l'activité dans les autres grands pays avancés ralentirait.
- Aux États-Unis, l'activité accélérerait nettement en 2018, soutenue par le stimulus budgétaire, et perdrait un peu de vigueur en 2019 en raison notamment des mesures protectionnistes. Au Royaume-Uni, en revanche, l'activité ralentirait en 2018 et se stabiliserait à un rythme modeste en 2019. Les incertitudes autour du *Brexit* pèseraient sur l'investissement et les échanges. Au Japon, la croissance diminuerait sensiblement en lien avec le ralentissement des exportations et la baisse de l'investissement résidentiel.
- En zone euro, la croissance resterait vigoureuse en 2018 et 2019, quoiqu'en recul du fait de l'accroissement des incertitudes commerciales et politiques, d'un environnement international moins favorable qu'en 2017 (appréciation de l'euro, hausse des prix du pétrole) et du renforcement des tensions sur le marché du travail. Elle serait portée par le dynamisme du commerce mondial et la solidité de la demande intérieure bénéficiant des niveaux toujours élevés de confiance des ménages et des entreprises. Parmi les grands pays de la zone euro, la croissance diminuerait en Allemagne, en Espagne et en Italie.
- Dans les économies émergentes, la croissance augmenterait au Brésil et en Inde à l'horizon 2019, resterait globalement stable en Russie et diminuerait fortement en Turquie. La Chine, quant à elle, connaîtrait un ralentissement graduel, sous l'effet d'une réduction progressive du stimulus monétaire et budgétaire.
- Le commerce mondial perdrait légèrement en dynamisme (+5,2 % en 2018 puis +4,6 % en 2019 après +5,5 % en 2017), affecté notamment par des importations moins allantes en Europe et le ralentissement progressif des importations asiatiques. La demande mondiale adressée à la France resterait vigoureuse, mais ralentirait plus fortement que le commerce mondial en 2018, davantage affectée par le moindre dynamisme des échanges européens.
- Les aléas autour de ce scénario se sont accrus au cours des derniers mois : conséquences des dispositions protectionnistes ; négociation liée au *Brexit* ; situation politique en Italie ; gestion des déséquilibres financiers et budgétaires en Chine ; aversion au risque liée aux difficultés turques ; niveau élevé des bourses aux États-Unis.

Croissance de la demande mondiale adressée à la France *



Source : DG Trésor.

* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 21 août 2018.

1. L'activité mondiale est restée solide au 1^{er} semestre 2018, mais les tensions se sont sensiblement renforcées

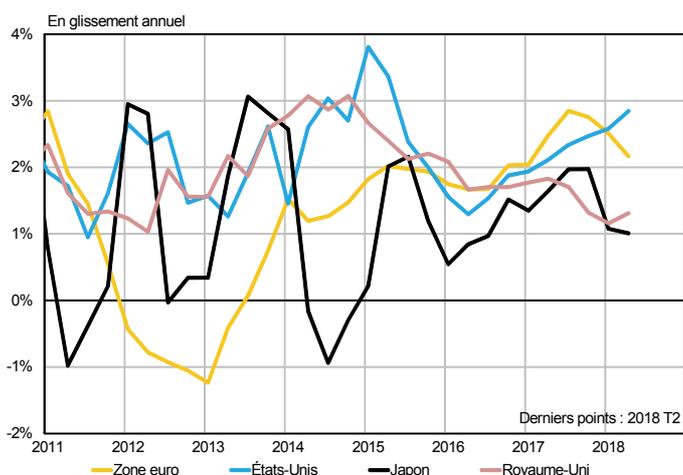
Ces derniers mois, l'activité mondiale est restée vigoureuse, malgré des signes de ralentissement sous l'effet du renforcement des tensions liées à la politique commerciale américaine, des incertitudes politiques en Italie et liées au *Brexit*, et de la hausse du prix du pétrole. Cela se reflète principalement dans le moindre dynamisme du commerce mondial et de l'activité dans les pays avancés, à l'exception des États-Unis. Sur les marchés financiers, l'accroissement des incertitudes s'est traduit par un phénomène de « fuite vers la qualité », en particulier sur les marchés obligataires.

1.1 Dans les économies avancées, les signaux sont moins favorables mi-2018, mais l'activité reste dynamique et les enquêtes bien orientées

Après une accélération générale en 2017, l'activité des principales économies avancées a enregistré des évolutions contrastées (cf. graphique 1). En zone euro, la croissance a diminué en raison principalement du

ralentissement des exportations. Au-delà de facteurs temporaires qui ont pu jouer à la baisse, on constate bien un repli du climat des affaires au 1^{er} semestre (cf. graphique 2), les enquêtes restant toutefois à des niveaux compatibles avec une croissance solide. Au Royaume-Uni, le ralentissement se poursuit au 1^{er} semestre en raison de la contraction des échanges depuis le début d'année ainsi que du fort ralentissement de l'investissement, vraisemblablement dus aux incertitudes liées au *Brexit*. Au Japon, la croissance a rebondi après s'être repliée de manière inattendue au 1^{er} trimestre, pénalisée par le ralentissement du commerce avec la Chine. Aux États-Unis, la croissance est restée dynamique au 1^{er} semestre 2018, soutenue par l'investissement des entreprises, qui bénéficie des mesures de stimulus budgétaire, mais également, dans le secteur des hydrocarbures, de la montée des cours pétroliers. Les enquêtes restent à un niveau élevé outre-Atlantique.

Graphique 1 : Évolution du PIB dans les principales économies avancées



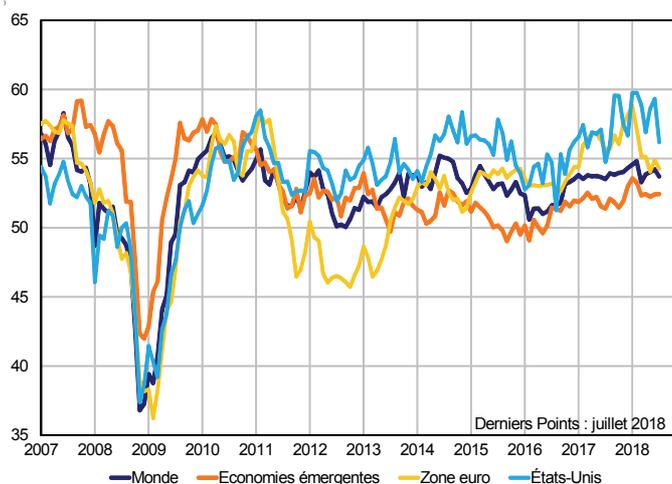
Sources : Instituts statistiques nationaux.

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.

1.2 Les économies émergentes ont fait face à des incertitudes accrues début 2018, dans un contexte de remontée des taux d'intérêt et de hausse de l'aversion au risque

Dans les économies émergentes, la croissance a bien résisté début 2018 (cf. graphique 3). Elle est restée dynamique en Chine grâce au maintien du soutien monétaire et budgétaire. En début d'année, la croissance a également conservé son dynamisme en Turquie, grâce à des exportations dynamiques et le fort soutien budgétaire

Graphique 2 : Climats des affaires^a

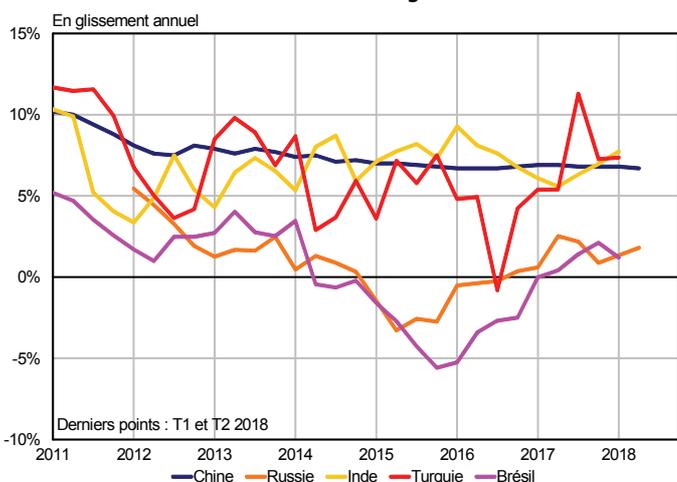


Sources : Markit, ISM.

en amont des élections de juin. Après une année 2017 décevante, l'activité a accéléré en Inde en raison notamment de la reprise de l'investissement dans le sillage du rebond du crédit, en grande partie par contrecoup du fort ralentissement observé début 2017 à la suite de la démonétisation des billets de 500 et 1 000 roupies fin 2016. L'activité a également poursuivi son rebond en Russie, bénéficiant de la remontée des prix du pétrole, même si elle reste encore modeste. Au Brésil, en revanche, l'activité a décéléré dans un contexte de ralentissement de

l'investissement et des exportations. Les enquêtes de conjoncture sont plutôt orientées à la baisse. Alors qu'elle est relativement bien orientée en Inde et en Chine, la confiance s'est détériorée au cours du 1^{er} semestre au Brésil, sur fond d'incertitudes politiques en amont des élections présidentielles de l'automne, et en Russie, en raison principalement du renforcement des sanctions américaines en avril. Elle s'est surtout dégradée de manière très marquée en Turquie où la livre a perdu plus de 50 % face au dollar depuis le début de l'année dans un contexte d'intensification des tensions avec les États-Unis et alors que les craintes liées à une perte d'indépendance de la Banque centrale se sont accrues.

Graphique 3 : Évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

1.3 Le prix du pétrole a augmenté et les marchés financiers reflètent la normalisation des politiques monétaires et l'accroissement des incertitudes politiques et commerciales

Jusqu'au printemps 2018, le cours du Brent a nettement progressé pour dépasser 75 \$ en mai. Cette progression traduisait essentiellement la vigueur de la demande de pétrole, la limitation de l'offre et les tensions au Moyen-Orient (cf. encadré 1). Depuis cet été, le cours du pétrole connaît une accalmie et les prix s'orientent plutôt à la baisse, grâce à l'accroissement de l'offre à la suite de l'accord OPEP/non-OPEP du 22 juin, où les signataires ont convenu d'augmenter leur production d'1 Mb/j, à la hausse des exportations américaines en juin et au retour sur le marché de la Libye à partir de juillet. Dans le même temps, la demande a ralenti, en particulier en Europe, en lien avec une croissance moins dynamique et la hausse passée des cours. Enfin, l'accroissement des tensions commerciales a pesé sur les cours.

L'extinction progressive des politiques monétaires accommodantes des économies avancées s'est poursuivie, avec des rythmes différents. En juin, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé la mise en extinction progressive de ses programmes d'achat, conditionnée au maintien des perspectives d'inflation. Ses achats nets d'actifs baisseraient à 15 Md€ par mois entre octobre et décembre 2018, contre 30 Md€ depuis janvier, puis s'arrêteraient en 2019. Par ailleurs, la BCE s'est engagée à ne pas relever ses taux directeurs avant au moins la fin de l'été 2019. Dans ce contexte, la remontée des taux courts et longs serait progressive et les conditions financières resteraient globalement accommodantes en zone euro à l'horizon de la prévision. Dans le même temps, la Réserve fédérale (Fed) a continué le resserrement de sa politique monétaire en relevant ses taux directeurs de 25 pb en mars, puis en juin, portant sa fourchette cible à [1,75 % - 2 %]. Cinq hausses supplémentaires de même ampleur sont attendues d'ici la fin 2019 selon le scénario médian du comité de politique monétaire (FOMC), et la Fed accélère depuis juillet la réduction de son bilan, de 24 Md\$ par mois pour les *Treasuries* et 16 Md\$ pour les titres hypothécaires, contre respectivement 18 Md\$ et 12 Md\$ auparavant. En parallèle, la Banque d'Angleterre a relevé début août son taux directeur de 25 pbb, à 0,75 % et devrait encore mettre en œuvre une hausse similaire d'ici la fin 2019, tout en maintenant son bilan inchangé. Enfin, la Banque du Japon est restée très accommodante, en maintenant sa stratégie de ciblage des taux longs avec un objectif de taux à 10 ans des obligations du Trésor proche de 0 %.

Les marchés financiers ont réagi à la hausse des incertitudes commerciales et politiques. Ainsi, en Italie, les incertitudes politiques ont provoqué une nette hausse des taux sur la dette publique, entraînant en partie les rendements espagnols et portugais. À l'opposé, les taux français et allemands ont diminué, bénéficiant d'un phénomène de « fuite vers la qualité », en plus de la faible inflation en zone euro et des déclarations accommodantes de la BCE. Dans le même temps, aux États-Unis, les taux longs ont connu une hausse marquée, soutenus par le resserrement de la politique monétaire, malgré des pressions à la baisse exercées par les incertitudes commerciales qui alimentent la demande d'actifs sûrs. Du côté des indices boursiers, les cours sont repartis en baisse en fin de semestre, en lien avec la hausse des incertitudes. Sur le marché des changes, après s'être nettement apprécié au cours de l'année 2017, l'euro est resté globalement stable depuis le Programme de stabilité (Pstab). Il s'est déprécié face au dollar, pénalisé par le ralentissement de

l'activité ainsi que par les incertitudes politiques en Italie, mais est soutenu par la baisse du yuan et du rouble. En miroir, le dollar s'est apprécié au cours des mois d'avril et de

mai en lien avec une croissance robuste et la remontée de l'inflation et des taux longs américains.

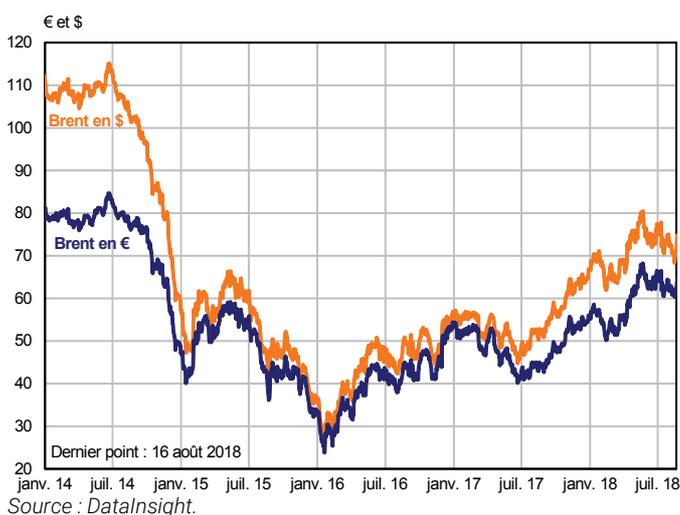
Encadré 1 : La remontée des prix du pétrole aurait des effets contrastés sur les économies avancées

Jusqu'au printemps 2018, le cours du Brent a progressé de manière quasi-continue sur un an pour atteindre un niveau inégalé depuis fin 2014 (cf. graphique 4). Cette progression tient essentiellement au rééquilibrage entre l'offre et la demande mondiale de pétrole. D'une part, sur la période récente, la croissance économique mondiale a été dynamique, ce qui a soutenu la demande de pétrole. D'autre part, l'action concertée de plafonnement de la production dans le cadre de l'accord OPEP/non OPEP de Vienne mis en œuvre depuis début 2017 s'est progressivement traduite par une baisse effective des productions journalières de ces pays. Ainsi les stocks de pétrole des pays de l'OCDE ont diminué et retrouvé leur niveau moyen sur les cinq dernières années (cf. graphique 5) alors qu'ils étaient nettement au-dessus ces deux dernières années. De plus, les interruptions imprévues de la production dans certains pays (Venezuela et Libye en particulier) ont joué un rôle important pour expliquer la remontée des prix. Enfin, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont également contribué à soutenir les cours, en particulier le retrait américain de l'accord nucléaire iranien.

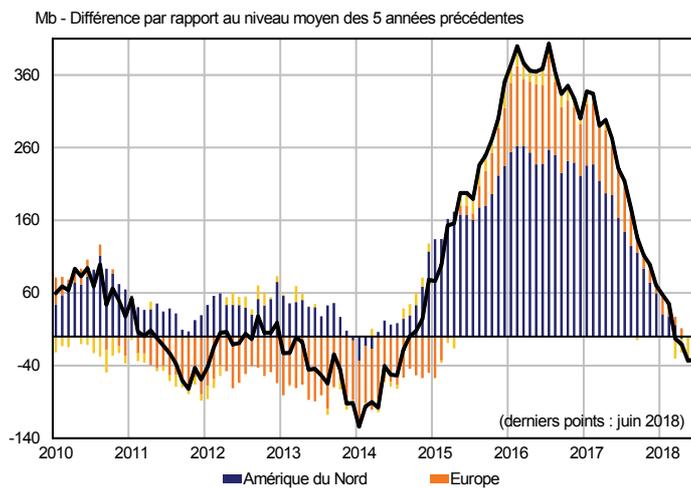
La hausse du prix du pétrole soutient l'inflation et pèse donc sur la consommation et la croissance des pays consommateurs. À court-terme, elle se traduit par une hausse du prix des produits pétroliers pesant sur le pouvoir d'achat. De manière indirecte et plus progressive, une hausse des prix des autres produits peut s'observer, en premier lieu ceux dont la production est intensive en pétrole. À moyen-terme, cela peut entraîner des effets de « second tour » liés notamment à la réaction des salaires. La hausse de l'inflation dans les pays avancés depuis mars s'explique essentiellement par les effets de court-terme, l'inflation énergétique ayant fortement progressé (+7,4 pt en zone euro et +5,1 pt aux États-Unis entre mars et juillet), tandis que l'inflation sous-jacente est restée quasi-stable (inchangée en zone euro et +0,2 pt aux États-Unis).

La hausse des prix pétroliers a toutefois des effets positifs sur l'activité américaine qu'elle n'a pas sur la zone euro. Au cours des dix dernières années, les États-Unis ont considérablement augmenté leur production d'hydrocarbures grâce au développement de méthodes d'extraction non-conventionnelles. La production américaine totale de brut est passée de 5 millions de barils par jour (Mb/j) en 2008 à un peu plus de 10 Mb/j en février 2018^a. Si les États-Unis restent un importateur net, ils occupent toutefois une place croissante dans le marché mondial. Dans ce contexte, la hausse des prix pétroliers a deux effets positifs sur l'économie américaine en (i) renforçant les marges du secteur américain des hydrocarbures et en (ii) stimulant l'investissement, en particulier l'investissement en structures, en raison d'une hausse des forages.

Graphique 4 : Cours du Brent en dollars et en euros



Graphique 5 : Les stocks de produits pétroliers détenus par l'industrie ont fortement diminué dans les pays de l'OCDE



a. D'après l'U.S. Energy Information Administration.

2. La croissance mondiale resterait dynamique en 2018 et en 2019

Après avoir nettement accéléré en 2017, la croissance mondiale resterait robuste en 2018 et 2019, portée par le dynamisme de l'activité américaine et des économies émergentes (cf. tableau 1), mais elle ralentirait dans les autres grands pays avancés.

2.1 Hausse de la croissance aux États Unis sous l'effet des mesures budgétaires expansionnistes

Aux États-Unis, l'activité accélérerait en 2018 (+2,8 % après +2,3 % en 2017) soutenue par une demande intérieure dynamique, grâce au stimulus budgétaire¹ qui doperait la consommation et l'investissement des entreprises, qui serait également porté par la remontée des prix du baril (cf. encadré 1). Le marché du travail commence à montrer des signes de tension : le faible niveau du chômage conduirait ainsi à une accélération des salaires, soutenant la consommation privée et l'inflation. En 2019, l'activité ralentirait légèrement (+2,6 %) notamment en raison du durcissement de la politique monétaire et du fait des mesures protectionnistes américaines et des représailles de ses partenaires commerciaux (cf. encadré 2) qui pèseraient sur les échanges. Les exportations pâtiraient également d'une demande mondiale moins dynamique et de l'appréciation du dollar.

Au Japon, l'activité ralentirait nettement (+1,0 % en 2018, +1,1 % en 2019 après +1,7 % en 2017). Les exportations ralentiraient, pâtissant en 2018 d'un freinage des ventes vers l'Asie au 1^{er} semestre. Par ailleurs, une forte baisse de l'investissement résidentiel est anticipée en 2018, en réaction à la dégradation des conditions de crédit. En outre, l'investissement non résidentiel serait de moins en moins soutenu par les investissements en vue de la tenue des Jeux olympiques de Tokyo en 2020. Les salaires devraient accélérer du fait des fortes tensions sur le marché du travail et des mesures de soutien aux salaires² et entraîner l'inflation sous-jacente.

Au Royaume-Uni, les résultats globalement positifs de l'économie en 2017 (+1,7 % après +1,8 % en 2016) ont surtout été le fait du dynamisme de l'activité fin 2016, alors que celle-ci a ralenti sensiblement début 2017. Cette tendance se poursuit début 2018 et la croissance continuerait donc de refluer en 2018 et se stabiliserait à un rythme modeste en 2019 (+1,3 % en 2018 et 2019). La consommation serait peu dynamique car, malgré la baisse progressive de l'inflation et les tensions sur le marché du travail, les salaires réels seraient peu dynamiques, affectés par les incertitudes. L'investissement et les échanges souffriraient également de la perspective du *Brexit*³ alors que ses effets sur l'activité en France et en zone euro seraient modestes sur l'horizon de prévision⁴.

Encadré 2 : L'impact des mesures protectionnistes américaines resterait modéré à l'horizon de prévision

Les États-Unis ont déjà mis en œuvre des tarifs douaniers additionnels :

- Des hausses de 20 % à 50 % sur les machines à laver et les panneaux solaires, depuis janvier 2018. Les importations américaines de ces biens sont de 10 Md\$ environ.
- Des tarifs douaniers additionnels sur les importations américaines d'acier (25 %) et d'aluminium (10 %), entrés en vigueur en mars et juin 2018. La part des importations américaines concernées par ces droits est relativement faible (environ 40 Md\$ soit 0,2 % du PIB). Cette mesure toucherait principalement les ventes du Canada (qui représentent 12 Md\$) et de l'Union européenne (8 Md\$). Certains partenaires commerciaux des États-Unis ont par ailleurs pris des mesures de rétorsion similaires.
- Des droits supplémentaires (25 %) sur une liste de biens représentant 50 Md\$ d'importations depuis la Chine, entrés en vigueur en juillet-août 2018, les autorités chinoises prenant en représailles des mesures comparables.

Plusieurs procédures et mesures protectionnistes supplémentaires ont été annoncées. Elles pourraient concerner des montants d'échanges nettement plus importants, mais n'ont pour l'instant pas été mises en œuvre :

- La renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) est en cours ;

(1) Cf. Encadré 1 « La réforme fiscale aux États-Unis et l'accord budgétaire bipartisan de 2018 » du *Trésor-Éco* n° 218 « Perspectives mondiales au printemps 2018 : une croissance toujours soutenue », mars 2018.

(2) Cf. Ben Yaala M. (2018), « Vers une accélération des salaires au Japon ? », *Trésor-Éco* n° 220, avril

(3) 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 comme décidé conjointement par le Royaume-Uni et l'UE en mars 2018. 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.

(4) Cf. Encadré 2 « Quels effets du *Brexit*, un an après le référendum ? » du *Trésor-Éco* n° 205 : « Perspectives économiques mondiales en septembre 2017 : poursuite des signaux encourageants », septembre 2017.

- Le président Trump a évoqué la possibilité de taxer 200 Md\$ supplémentaires de biens et services chinois (voire la totalité des importations américaines, soit 505 Md\$ en 2017 tandis que les exportations américaines vers la Chine étaient de 130 Md\$). Une liste de biens correspondant à ces 200 Md\$, et qui seraient potentiellement soumis à des droits additionnels à hauteur de 10 % ou 25 %, a été publiée ;
- Une enquête sur le secteur automobile (les importations de véhicules et de pièces détachées pourraient être assujetties à des tarifs douaniers additionnels) a été lancée. Les importations américaines de véhicules automobiles et de pièces détachées de voitures représenteraient environ 300 Md\$ soit 1,7 % du PIB, dont 60 Md\$ depuis l'UE (dont 1 Md\$ depuis la France). De plus, la chaîne de valeur de la production automobile américaine est largement transnationale^a ; l'impact négatif de ces tarifs en serait donc renforcé. Toutefois, le champ précis des importations couvertes par d'éventuelles mesures (en termes de produits et de pays exportateurs) n'est pas encore annoncé. Par ailleurs, l'accord trouvé entre les présidents Juncker et Trump le 25 juillet s'est traduit par une suspension d'éventuelles mesures restrictives à l'importation d'automobiles en provenance de l'UE aux États-Unis.

À très court terme, le protectionnisme américain est à l'origine d'un choc de confiance et d'incertitude. Ainsi, la hausse des tensions depuis plusieurs mois a vraisemblablement un rôle dans le repli du climat des affaires dans les pays avancés.

Au-delà des tensions, les mesures elles-mêmes se traduiraient aux États-Unis par une hausse du prix des échanges, qui soutiendrait l'inflation et pèserait sur la demande intérieure et sur les exportations *via* une dégradation de la compétitivité du pays. La demande étrangère adressée à l'Europe serait affectée par ce biais. Cela pourrait être compensé en partie par des effets indirects de report des échanges sino-américains vers l'Europe.

À plus long terme, des coûts d'ajustement des chaînes de valeur mondiales sont attendus ainsi qu'un impact négatif sur la productivité des pays concernés (moins exploitation des avantages comparatifs, des rendements d'échelle, de la concurrence et de la diffusion de l'innovation). Ces effets ne se manifesteraient toutefois pas sensiblement d'ici 2019.

Notre scénario de prévision retient les mesures protectionnistes déjà prises ainsi que des tarifs additionnels de 10 % sur 200 Md\$ d'importations américaines depuis la Chine en 2019 (avec reprécisions). Ces dispositions affecteraient la croissance américaine de -0,2 point en 2019^b. L'effet de ce scénario serait modeste à l'échelle mondiale et la France en particulier ne serait guère affectée par les mesures elles-mêmes. Même dans le cas où l'ensemble des mesures envisagées par l'administration Trump seraient adoptées, la France ne serait que peu affectée directement. À l'horizon de la prévision, la zone euro souffrirait donc surtout des incertitudes associées à ces politiques. Le risque principal pour l'Europe est celui d'une escalade : une guerre commerciale généralisée nuirait fortement à la croissance mondiale. Ainsi, selon la Banque de France (juillet 2018), une hausse généralisée de 10 points de pourcentage des tarifs douaniers réduirait le PIB mondial au minimum de 1,0 % à deux ans.

a. Cf. Anne-Braun J. (2018), « La filière automobile aux États-Unis : quels enjeux et quelles perspectives ? », *Trésor-Éco* n° 214, janvier.

b. Cf. Note de surveillance du FMI en vue de la rencontre des Ministres des Finances du G-20 des 21-22 juillet 2018 (<https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/071818.pdf>).

2.2 En zone euro, l'activité décélérerait mais resterait vigoureuse

L'activité resterait solide en zone euro, mais ralentirait légèrement (+2,1 % en 2018 et 2019 après +2,5 % en 2017). Ce freinage est lié à l'accroissement des incertitudes commerciales et politiques, un environnement international moins porteur qu'en 2017 en raison notamment de l'appréciation passée de l'euro et de la hausse des prix du pétrole, et au renforcement des tensions sur le marché du travail. La croissance serait soutenue par le dynamisme du commerce mondial, tandis que la demande intérieure bénéficierait des niveaux de confiance toujours élevés des ménages et des entreprises. L'accélération des salaires compenserait l'effet du ralentissement progressif de

l'emploi sur le pouvoir d'achat. L'investissement resterait bien orienté, soutenu par les niveaux élevés des taux d'utilisation des capacités de production. Au total, la croissance resterait au-dessus de son niveau potentiel. À l'horizon 2019, l'inflation augmenterait légèrement malgré la dissipation de l'inflation énergétique⁵, soutenue par la dynamique des salaires favorisant une hausse progressive de l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, le rééquilibrage partiel des coûts salariaux au sein de la zone euro se poursuivrait à l'horizon 2019, puisque l'inflation et les coûts salariaux seraient de nouveau légèrement plus dynamiques en Allemagne que la moyenne de la zone⁶. Toutefois, cette dynamique de convergence serait très modérée et resterait

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

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

incomplète à l'horizon de la prévision, ne remettant pas en cause l'ampleur de l'excédent courant allemand⁷.

En Allemagne, la croissance diminuerait légèrement, freinée par un marché du travail sous tension (+2,0 % en 2018 et +2,0 % en 2019 après +2,5 % en 2017⁸). Les créations d'emplois ralentiraient sous l'effet de la légère décélération de la population active et du manque de main d'œuvre dans certains secteurs. Dans ce contexte, les salaires accéléreraient, bénéficiant de la hausse des négociations salariales. L'investissement continuerait à soutenir la demande intérieure et la politique budgétaire serait moins restrictive⁹. Avec l'affaiblissement du 1^{er} semestre parallèle à la dégradation de la confiance des exportateurs, les exportations freineraient nettement en 2018, mais les performances allemandes à l'export se redresseraient progressivement en 2019.

En Italie, étant donné le niveau élevé d'incertitude dans l'attente de l'établissement du projet de loi de finances italien, notre scénario repose sur une politique budgétaire neutre qui n'incorpore pas d'éléments liés aux annonces du gouvernement de coalition. L'activité ralentirait en prévision (+1,2 % en 2018 puis +1,1 % en 2019 après +1,5 % en 2017), en lien avec l'extinction progressive des mesures fiscales et sociales de soutien de l'emploi et de l'investissement. Les créations d'emplois ralentiraient en 2018 et 2019 avec la dissipation progressive des mesures d'exonérations de cotisations sociales patronales, qui ont contribué à stimuler l'emploi depuis 2016, mais sont depuis lors progressivement recentrées. L'investissement resterait dynamique en 2018 puis ralentirait en 2019 avec la fin des mesures de suramortissement. Au total, la demande intérieure ralentirait à l'horizon de la prévision.

En Espagne, l'activité ralentirait en 2018 (+2,7 % après +3,1 %) et 2019 (+2,6 %) tout en restant dynamique. Le commerce extérieur pâtirait du freinage du commerce mondial ainsi que de l'appréciation passée de l'euro tandis que l'emploi, en léger ralentissement, stimulerait moins la demande intérieure. Toutefois, le freinage de l'activité serait modéré à partir de la mi-2018 par les mesures expansionnistes du nouveau Budget, principalement à destination des ménages, qui soutiendraient la croissance à hauteur de ¼ de pt en 2018 et en 2019. La consommation

resterait ainsi soutenue et le taux d'épargne des ménages repartirait à la hausse après une forte diminution depuis la crise.

2.3 La croissance serait globalement en légère hausse dans les économies émergentes

Au Brésil, la croissance confirmerait son regain de dynamisme en 2018 et 2019, après deux années de récession en 2015 et 2016. En 2018, la croissance bénéficierait de la faiblesse de l'inflation malgré sa hausse des derniers mois (+4,5 % en juillet contre +2,9 % en mai) et du maintien du taux directeur à un niveau bas (à 6,50 % actuellement après une baisse de 775 pdb 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 dissipation des incertitudes et ce malgré l'ajustement budgétaire anticipé post-élections.

En Inde, l'activité a nettement ralenti en 2017 à la suite de la démonétisation de novembre 2016 et à la mise en place de la « *Goods and services tax* » en mi-2017, une TVA unifiée dans l'ensemble du pays. La dissipation de ces effets négatifs temporaires conduirait à une augmentation sensible de la croissance en 2018. La dégradation de la qualité des actifs bancaires via la part élevée et croissante des prêts non performants dans le stock de crédits laisse craindre un ralentissement du crédit à moyen terme et donc de la demande interne, moteur structurel de l'activité indienne. Ainsi, après un rebond après la démonétisation, les crédits bancaires ont stagné en juin 2018. De plus, les crédits à l'industrie restent très peu dynamiques. La croissance se stabiliserait donc en 2019.

En Russie, la reprise de l'activité se poursuivrait soutenue par la remontée du prix du pétrole, la faiblesse de l'inflation et la réduction du rythme de consolidation budgétaire. L'activité décélérerait ensuite en 2019, en raison de la hausse du taux normal de TVA de 18 % à 20 % prévue le 1^{er} janvier 2019, qui alimenterait l'inflation et pèserait sur la consommation privée. La croissance serait par ailleurs limitée par un potentiel faible (population vieillissante et déclinante, faiblesse de l'investissement, niveau élevé de corruption, faible diversification économique).

(7) Cf. Bechetoille M., Titouan B., Campagne B. et D. De Waziers, (2017), « Comment expliquer le niveau élevé de l'excédent courant allemand ? », *Trésor-Éco* n° 209 novembre.

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

(9) Le budget du nouveau gouvernement confirme les mesures expansionnistes annoncées par le précédent gouvernement et par le contrat de coalition de mars (qui prévoit près d'1,5 pt de PIB de dépenses supplémentaires ou moindres recettes étalées de 2018 à 2021). Selon leur répartition provisoire, ces dépenses additionnelles sont toutefois concentrées en fin de période et ne soutiendraient presque pas l'activité à l'horizon de prévision présenté ici.

En Chine, l'activité ralentirait modérément en 2018 comme en 2019, le rythme des réformes serait plus lent afin notamment de compenser les effets négatifs liés aux tensions commerciales avec les États-Unis et la hausse de l'aversion aux risques dans le contexte de la crise turque. Les déséquilibres internes, en particulier financiers, restent toutefois élevés (cf. encadré 3) et pèseraient à moyen terme sur la croissance. Ce scénario est globalement en ligne avec les principaux organismes internationaux.

En Turquie, l'activité ralentirait sensiblement en 2018 et 2019. La réduction du soutien budgétaire après les

élections présidentielles et législatives de juin 2018 pèserait sur la demande intérieure. La forte dépréciation de la livre enregistrée depuis le début de l'année alimenterait une inflation déjà élevée, tandis que les craintes liées à une moindre indépendance de la Banque centrale et l'intensification des tensions avec les États-Unis affecteraient l'investissement privé. La hausse sensible de l'aversion au risque sur les marchés pourrait conduire à des sorties de capitaux importantes, le pays étant très dépendant des flux étrangers, notamment de court terme.

Encadré 3 : La Chine explique une très grande part de la hausse de l'endettement dans les économies émergentes

L'endettement total (public et privé) des pays émergents est en hausse sensible depuis 2008, de plus de 83 pts de PIB, atteignant environ 205 % de PIB en 2017. Cette situation interroge sur la soutenabilité de la dette dans un contexte de normalisation des politiques monétaires des économies avancées. En particulier, la remontée des taux aux États-Unis risque de conduire à (i) une hausse du coût du capital dans les émergents, en cas de réaction de leur banque centrale pour éviter un différentiel de taux trop important, (ii) une sortie de capitaux des pays émergents les plus vulnérables vers les pays avancés qui proposeraient des rendements plus attractifs, provoquant une dépréciation du change et (iii) des effets de valorisation de la dette libellée en dollars, la dépréciation des monnaies des pays émergents conduisant à une hausse de la valeur de l'encours et de la charge de cette dette.

Malgré un niveau élevé en agrégé, le risque de non-soutenabilité de la dette apparaît localisé. La hausse de la dette totale dans les pays émergents est en grande partie le fait de la Chine, dont la dette totale est passée d'environ 170 % du PIB en 2008 à près de 300 % en 2017. En excluant la Chine de l'échantillon, la dette des pays émergents progresse également mais bien moins, d'environ +25 points de PIB sur la même période, à 125 % du PIB en 2017, tirée essentiellement par l'Inde et le Brésil. La dette externe, qui a fortement baissé après un pic à la fin des années 1990, suit une tendance haussière relativement modérée ces dernières années. Par ailleurs, la dette dans les pays émergents reste majoritairement libellée en monnaie locale (90 % en 2017, 70 % en excluant la Chine), avec toutefois d'importantes disparités selon les pays (plus de la moitié de la dette est en devises en Argentine et en Turquie par exemple).

Le même constat peut être fait lorsque l'on considère uniquement la dette des entreprises non financières (ENF), qui explique la part la plus importante de la hausse de l'endettement total (+46 points sur +83 points depuis 2008). L'endettement des ENF chinoises a sensiblement augmenté à 164 % du PIB en 2017 contre 97 % en 2008. Hors Chine, la dette des ENF n'a que peu progressé dans les économies émergentes depuis 2008, de moins de 10 points de PIB, à 42 % du PIB en 2017. En dehors de la Chine (+67 pts de PIB), la hausse est cependant marquée en Turquie (+34 pts de PIB) alors qu'elle reste contenue dans les autres économies de l'échantillon (+7 pts de PIB en moyenne). Par ailleurs, un tiers de la dette des ENF dans les pays émergents hors Chine est libellée en devises étrangères, ce qui augmente le risque de surcoût en cas de dépréciation. Cette part est particulièrement élevée au Mexique (73 %), en Turquie (54 %), en Indonésie (46 %), en Afrique du Sud (42 %) et en Argentine (40 %), tandis qu'elle est quasi-nulle en Chine (5 %).

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	3,2	3,7	3,8	3,8
<i>Rappel de la croissance mondiale du Programme de stabilité 2018</i>	4,5	3,5	3,4	3,3	3,7	3,8	3,8
Économies avancées^b	2,6	2,0	2,3	1,7	2,4	2,3	2,2
États-Unis	2,7	2,5	2,9	1,6	2,2	2,8	2,6
Japon	1,5	0,3	1,4	1,0	1,7	1,0	1,1
Royaume-Uni	2,8	2,9	2,3	1,8	1,7	1,3	1,3
Zone euro^c	2,2	1,4	1,9	1,8	2,5	2,1	2,1
Allemagne	1,6	2,2	1,7	2,2	2,2	2,0	2,0
Italie	1,5	0,1	1,0	0,9	1,5	1,2	1,1
Espagne	3,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,7	2,6
Autres économies avancées	3,9	3,0	2,1	2,2	3,2	2,5	2,5
Économies émergentes^b	6,6	4,7	4,3	4,4	4,7	4,9	5,0
Brésil	3,6	0,5	-3,6	-3,5	1,0	1,5	2,0
Chine	10,5	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,3
Inde	7,1	7,4	8,2	7,1	6,2	7,4	7,4
Russie	7,2	0,7	-2,5	-0,2	1,5	1,9	1,5
Turquie	5,4	5,2	6,1	3,2	7,4	4,0	2,5
Autres économies émergentes	4,2	3,5	3,4	3,6	3,3	3,8	4,1
Demande mondiale - France^d	6,9	4,2	3,2	3,2	5,3	4,4	4,4
Commerce mondial^e	7,5	4,1	2,1	2,0	5,5	5,2	4,6

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. 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, Taïwan, 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 21 août 2018.

Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, juillet 2018 ; Commission européenne, juillet 2018 ; Calculs et prévisions : DG Trésor.

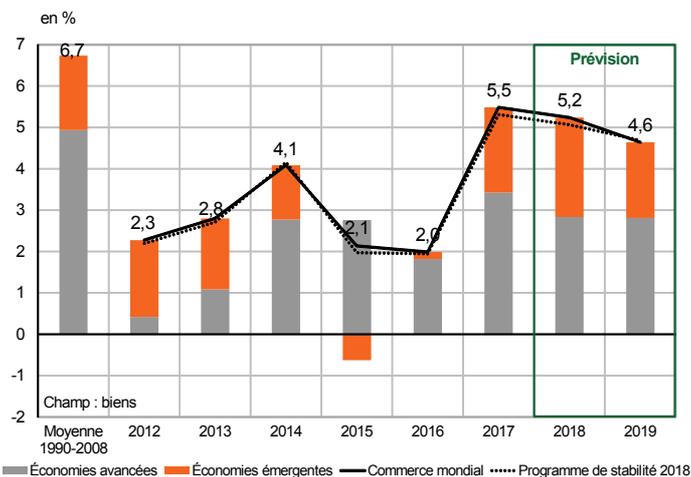
3. La demande mondiale adressée à la France ralentirait nettement mais resterait vigoureuse en 2018 et en 2019

Après deux années de faible croissance, le commerce mondial a nettement accéléré en 2017 (+5,5 % après +2,0 % environ en 2016), atteignant un plus haut niveau depuis 2011. Cette accélération a été portée en partie par celle de l'activité mondiale, mais surtout par un enrichissement de la croissance en commerce, en raison : de la forte augmentation de la croissance en zone euro (zone intensive en commerce du fait d'échanges intra-zone importants) ; de la reprise de l'investissement, dont le contenu en importations est élevé ; de la reprise des importations en Asie ; du rebond des importations russes après trois années de contraction.

En 2018, le commerce mondial ralentirait (cf. graphique 6) à +5,2 % (après +5,5 % en 2017). Malgré le dynamisme des importations asiatiques et américaines grâce au stimulus

budgétaire, les échanges mondiaux seraient affectés par le moindre dynamisme des importations en zone euro, reflétant leur mauvaise orientation début 2018 et une activité moins dynamique, au Royaume-Uni, avec les premiers effets du vote en faveur du *Brexit*, en Turquie en raison de l'affaiblissement de l'activité, ainsi que par le ralentissement attendu des importations en Russie et en Inde, qui avaient fortement contribué à la reprise des échanges en 2017. En 2019, les échanges mondiaux perdraient encore un peu de vigueur (+4,6 %) dans le sillage des importations asiatiques principalement. Au total, l'élasticité du commerce mondial à l'activité resterait supérieure à l'unité en 2018 et en 2019 après son net redressement en 2017, en cohérence avec une croissance mondiale dynamique.

Graphique 6 : Commerce mondial et contributions par zone



Source : DG Trésor.

La croissance de la demande mondiale adressée à la France resterait donc vigoureuse, à +4,4 % en 2018 et 2019 (après +5,3 % en 2017). La demande adressée à la France ralentirait plus fortement que le commerce mondial en 2018, davantage affectée par le moindre dynamisme des échanges européens. À l'inverse en 2019 elle serait moins pénalisée par le ralentissement des échanges asiatiques (cf. graphique page 1).

4. Les aléas autour du scénario de prévision se sont accrus au cours des derniers mois

- La conséquence des dispositions protectionnistes américaines et des mesures prises en représailles : les mesures prises restent pour le moment de faible impact sur l'activité (cf. encadré 2), mais un risque d'escalade existe (entre la Chine et les États-Unis notamment). À l'inverse, la croissance du commerce mondial pourrait être plus forte qu'anticipé si les incertitudes liées aux tensions commerciales s'apaisaient plus rapidement qu'attendu.
- L'ampleur des effets du *Brexit*, liée au déroulement des négociations sur l'accord de retrait et sur la relation future ainsi qu'à la réaction des marchés et du *policy-mix*.
- Le risque politique en Italie : une dégradation marquée de l'économie italienne pourrait affecter ses partenaires par le canal commercial, financier, ou en raison d'une hausse des incertitudes. À l'inverse, une bonne lisibilité des politiques mises en place par le nouveau gouvernement pourrait favoriser la dissipation des incertitudes.
- Les déséquilibres financiers et budgétaires en Chine pourraient entraîner un ralentissement plus brutal qu'anticipé. À l'inverse, la croissance pourrait être plus élevée en cas de soutien budgétaire et monétaire plus important de la part des autorités.
- Les pays émergents restent pour certains vulnérables à une remontée des taux de la Fed, et à une hausse plus sensible de l'aversion au risque, liée par exemple à des difficultés croissantes en Turquie. Les incertitudes politiques et géopolitiques constituent également un aléa important.
- Les prix du pétrole pourraient de nouveau augmenter. *A contrario*, un accroissement de la production de pétrole pèserait sur les prix (cf. encadré 1).
- Les incertitudes sur les marchés financiers demeurent élevées. Le risque de surévaluation des actions reste prononcé aux États-Unis.

Encadré 4 : Principales révisions par rapport au Programme de Stabilité de 2018 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

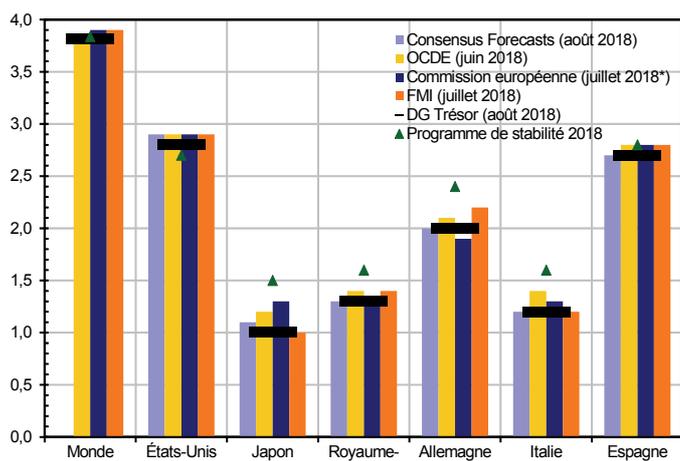
Depuis le scénario établi dans le cadre du Programme de stabilité, les prévisions de croissance sont revues en baisse dans les économies avancées et en hausse dans les économies émergentes, laissant inchangées nos prévisions de croissance mondiale.

Dans les économies avancées, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse en 2018 et en 2019 pour la zone euro en raison d'un premier semestre moins dynamique qu'anticipé. Cette révision reflète également une baisse des perspectives en zone euro en lien avec (i) l'accroissement des incertitudes et (ii) la remontée des prix pétroliers. La prévision de croissance est peu modifiée aux États-Unis : notre nouveau diagnostic intègre les effets des mesures protectionnistes, ce qui explique la diminution de la croissance en 2019 qui ne figurait pas lors du Programme de stabilité.

Dans les économies émergentes, le ralentissement du rythme des réformes conduirait à une baisse moindre qu'anticipé de la croissance chinoise. Les prévisions pour l'Inde sont globalement inchangées. À l'inverse, l'activité au Brésil et en Russie est révisée à la baisse respectivement sous l'effet de la hausse des incertitudes politiques et de la hausse de la TVA adoptée cet été. Le scénario turc est nettement plus dégradé en raison de la dépréciation marquée de la livre et du resserrement anticipé de la politique budgétaire.

Ce scénario d'une croissance stable en 2018 et 2019, portée principalement par les économies émergentes, est globalement consensuel (cf. graphiques 7 et 8). Il est proche du scénario présenté par le FMI en juillet (WEO *update*), par l'OCDE en juin et par la Commission européenne en mai. Il est également en ligne avec le *Consensus Forecasts* du mois d'août.

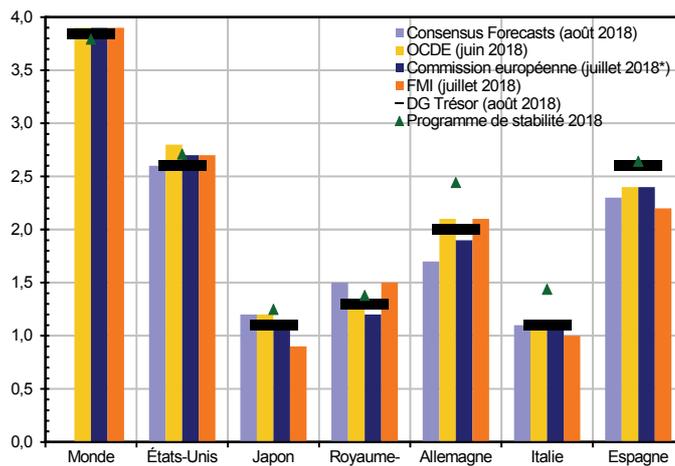
Graphique 7 : Prévisions de croissance pour 2018



* sauf Monde, États-Unis et Japon : mai 2018

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

Graphique 8 : Prévisions de croissance pour 2019



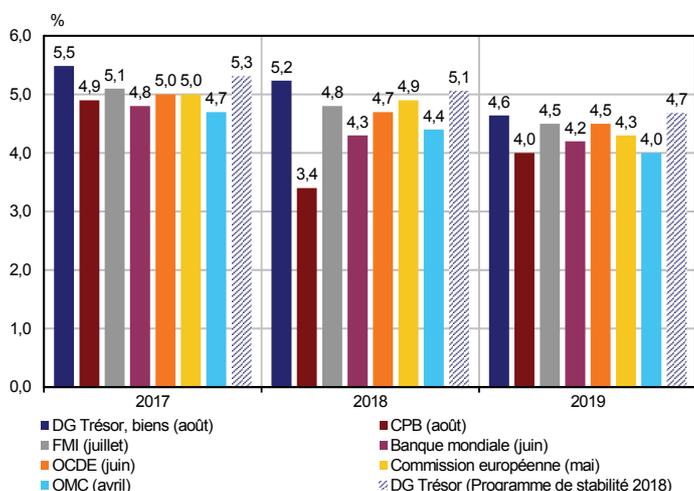
* sauf Monde, États-Unis et Japon : mai 2018

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

Le scénario de commerce mondial revoit en hausse les importations chinoises, dont le dynamisme a surpris au 1^{er} trimestre. À l'inverse, la croissance a été moins riche en commerce en début d'année dans les pays avancés, notamment européens. Au total, notre prévision de commerce mondial est proche de celle du Programme de stabilité (+0,2 pt en 2018, inchangée en 2019). La demande mondiale adressée à la France est quant à elle révisée à la baisse de -0,6 pt en 2018 et -0,2 pt en 2019, moins soutenue par le commerce chinois et plus exposée à la dégradation eu Europe, conformément à l'orientation moyenne du commerce français.

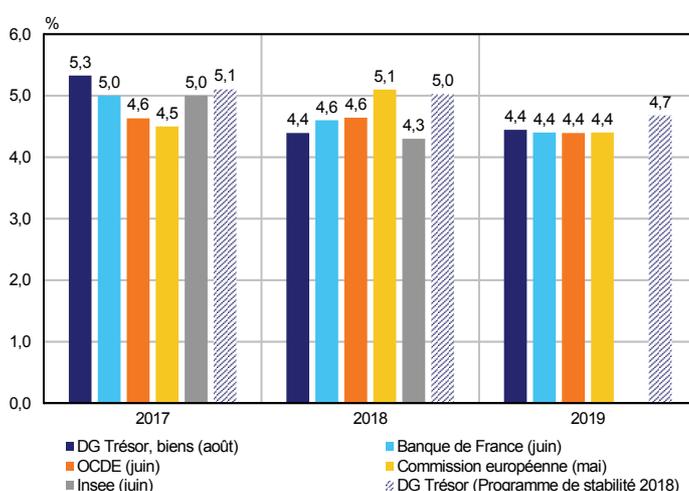
Le scénario global d'un ralentissement du commerce mondial est consensuel. Les prévisions de la DG Trésor sont proches de celles du FMI de juillet, de l'OCDE de juin et de la Commission de mai (cf. graphiques 9 et 10).

Graphique 9 : Comparaison des prévisions de commerce mondial



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

Graphique 10 : Comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



Sources : OCDE, Banque de France, Commission Européenne, Insee, DG Trésor.

Louis BOISSET, Diane de WAZIERS, Laetitia FRANÇOIS, Carole HENTZGEN, Julien LECUMBERRY, Morgane SALOMÉ

Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances
 Direction générale du Trésor
 139, rue de Bercy
 75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la

Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

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

Mise en page :

Maryse Dos Santos
 ISSN 1777-8050
 eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Septembre 2018

N°226. Quel effet macroéconomique du PACTE ? Premiers éléments de réponse
 Cyril de Williencourt, Alejandro Faci, Simon Ray

Juillet 2018

N°225. Le ralentissement de la productivité dans les pays émergents est-il un phénomène durable ?
 Amandine Aubry, Louis Boisset, Laetitia François, Morgane Salomé

N°224. Péages urbains : quels enseignements des expériences étrangères ?
 Carole Gostner

<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.