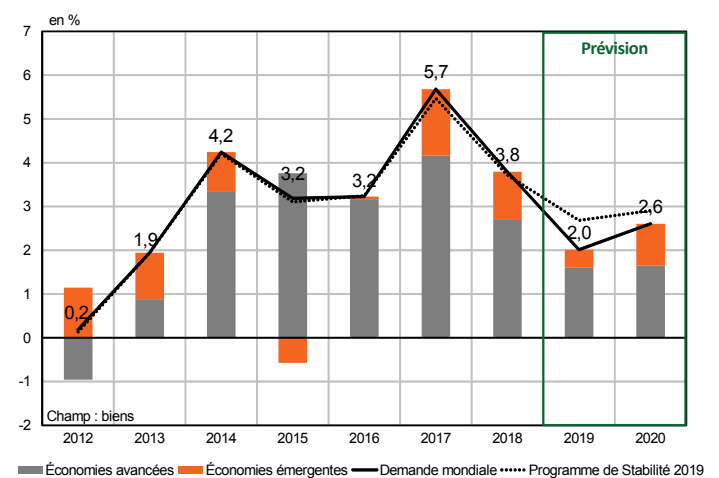


Perspectives mondiales à l'automne 2019 : ralentissement et incertitudes

- Après avoir déjà diminué en 2018 (+3,6 %), la croissance mondiale baisserait sensiblement en 2019 (à +3,1 %), puis augmenterait légèrement (à +3,3 %) en 2020, portée par une accélération de l'activité dans de nombreux pays émergents. Dans les grands pays avancés, la croissance reculerait, dans le sillage des États-Unis.
- Aux États-Unis, l'activité resterait soutenue en 2019 par le stimulus budgétaire, puis ralentirait en 2020 en raison de la fin de ce dernier et de tensions sur le marché du travail, alors que les mesures protectionnistes adoptées continueraient de peser sur l'activité. Au Royaume-Uni, la croissance resterait modérée en 2019 et 2020 par les incertitudes liées au *Brexit* et par ses suites – sous l'hypothèse conventionnelle d'une sortie avec accord au 31 octobre 2019. Au Japon, la croissance, soutenue en 2019 par la vigueur de la demande intérieure, malgré des échanges pénalisés par le ralentissement chinois et le retournement du cycle des semi-conducteurs, diminuerait en 2020 en lien avec la hausse de TVA prévue.
- En zone euro, la croissance diminuerait significativement sur l'horizon de prévision, pénalisée comme en 2018 par l'environnement international et l'érosion de la confiance des agents. La demande intérieure bénéficierait toutefois de la résilience de la consommation. Parmi les grands pays de la zone euro, l'activité se reprendrait légèrement en 2020 en Allemagne et en Italie, après une année 2019 très dégradée. En Espagne, la croissance resterait solide mais poursuivrait son ralentissement progressif.
- Le ralentissement de l'activité s'accroîtrait en Chine, sous l'effet de la poursuite du désendettement structurel et des tensions commerciales. La croissance resterait décevante au Brésil, en Inde et en Russie en 2019, mais se renforcerait en 2020 grâce aux politiques de relance engagées en 2019. En Turquie, la croissance serait négative en 2019 sous l'effet de la transmission de la crise de change de 2018, avant de rebondir en 2020.
- Après deux années de forte croissance, le commerce mondial ralentirait fortement en 2019 puis se redresserait en 2020 (+1,8 % en 2019 puis +2,8 % en 2020 après +4,5 % en 2018 – sous l'hypothèse de travail qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire des mesures protectionnistes). Il pâtirait du ralentissement mondial, du protectionnisme et du retournement du cycle des semi-conducteurs. En 2020, il bénéficierait du redressement des échanges asiatiques et turcs. La demande mondiale adressée à la France suivrait le même profil sur la période de prévision.
- Les aléas autour de ce scénario se sont accrus au cours des derniers mois : aggravation des tensions protectionnistes ; renforcement du risque d'un *Brexit* sans accord ; incertitudes sur l'orientation des politiques économiques (Italie, 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 2019.

1. L'activité mondiale montre des signes de ralentissement au 1^{er} semestre 2019 dans un contexte de renforcement des tensions

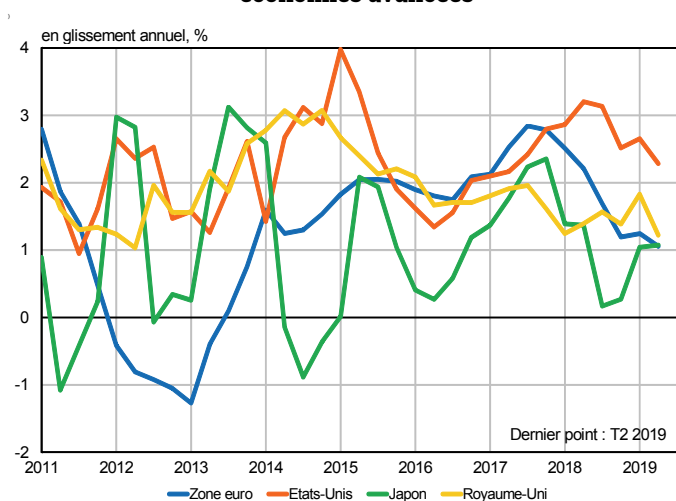
L'accroissement des incertitudes au cours des derniers mois, avec le renforcement des tensions commerciales et les inquiétudes politiques liées au *Brexit* et à l'Italie, pèse sur le commerce mondial et sur l'activité dans les économies avancées et émergentes.

1.1 Après un 1^{er} trimestre 2019 globalement vigoureux, l'activité a ralenti dans les grandes économies avancées et les enquêtes s'orientent à la baisse

Après avoir baissé au cours de 2018 dans les principales économies avancées à l'exception des États-Unis, la croissance s'est stabilisée au 1^{er} semestre 2019 (cf. graphique 1). Aux États-Unis, la croissance est restée allante, malgré la fermeture partielle de l'administration fédérale (*shutdown*) de fin décembre 2018 à fin janvier 2019 et la baisse des échanges commerciaux avec la Chine. L'activité a toutefois été pénalisée au 2^{ème} trimestre par l'intensification des tensions commerciales qui ont pesé sur

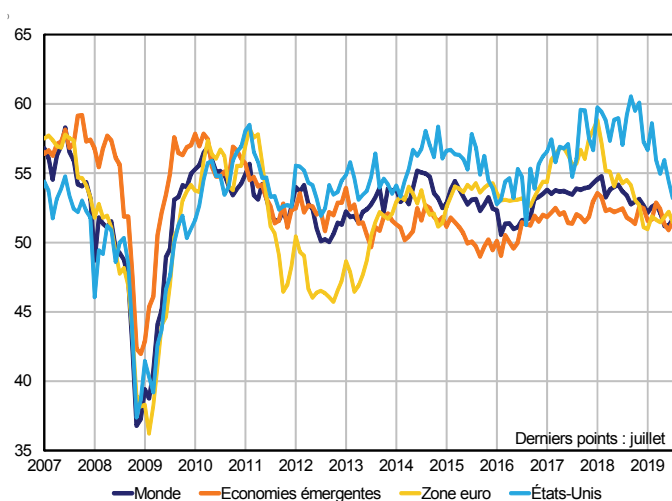
les échanges extérieurs, et on constate depuis le début d'année une nette orientation à la baisse des enquêtes outre-Atlantique. En zone euro, l'activité a ralenti au 2^{ème} trimestre 2019, après une accélération temporaire en début d'année, dans un contexte de résurgence des incertitudes politiques et commerciales. La production industrielle européenne s'est à nouveau contractée, pénalisée par un secteur automobile en difficulté. Après un fort repli tout au long de l'année 2018, au 1^{er} semestre 2019 le climat des affaires se stabilise à un niveau toujours compatible avec une croissance positive (cf. graphique 2) grâce à la résilience du secteur des services. Au Royaume-Uni, l'accélération de l'activité au 1^{er} trimestre a surtout reflété le comportement de stockage des entreprises pour se préparer à un éventuel *Brexit* sans accord – avec un net contrecoup au 2^{ème} trimestre, qui a entraîné une contraction de l'activité. Au Japon, l'activité est restée dynamique au 1^{er} semestre 2019, malgré la faiblesse des échanges.

Graphique 1 : Évolution 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.

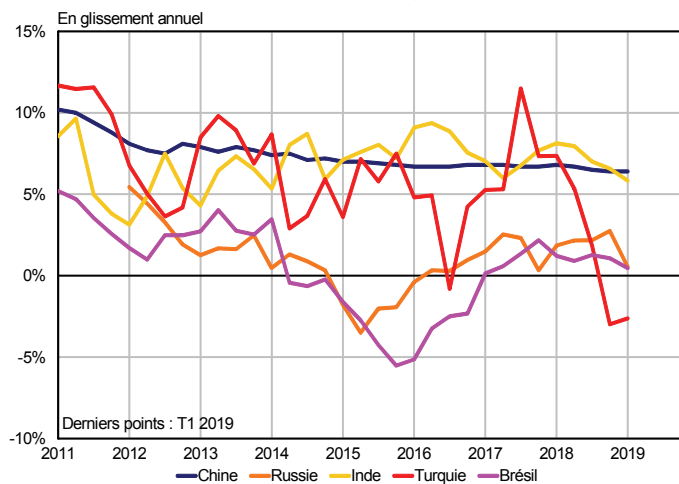
1.2 Dans leur ensemble, les économies émergentes ralentissent et les enquêtes s'orientent à la baisse

Dans les grandes économies émergentes, la croissance a nettement diminué depuis l'année dernière (cf. graphique 3). En Chine, l'activité a ralenti progressivement sous l'effet des mesures de désendettement structurel et des tensions commerciales avec les États-Unis, après une stabilisation temporaire au 1^{er} trimestre 2019 grâce aux mesures de soutien à l'activité prises par les autorités. La Turquie est entrée en récession fin 2018 à la suite de la crise de change

de l'été, puis a renoué avec la croissance au 1^{er} trimestre 2019 grâce aux mesures de soutien budgétaire. En Inde, l'activité a sensiblement décéléré au début de l'année en raison d'une contraction de l'investissement dans un contexte pré-électoral. L'activité a également ralenti nettement en Russie, pénalisée par la baisse des cours du pétrole fin 2018 et l'augmentation de la TVA de 18 % à 20 % en janvier 2019. Au Brésil, après une reprise molle en 2017 et 2018, l'activité a ralenti, l'industrie souffrant de la rupture du barrage de Brumadinho en janvier et de la récession en Argentine.

Les enquêtes de conjoncture sont orientées à la baisse. Elles repassent sous leur seuil d'expansion au Brésil en mai, et en Chine en juin après un rebond temporaire de mars à mai dans un contexte de renforcement du soutien budgétaire et d'apaisement temporaire des tensions avec les États-Unis. Malgré une certaine amélioration au 2^{ème} trimestre, l'indice PMI manufacturier reste très dégradé en Turquie. En Inde, le PMI composite a baissé au 1^{er} semestre mais se redresse fortement en juillet.

Graphique 3 : Évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

1.3 Les tensions commerciales pèsent sur les prix du pétrole et provoquent de nouvelles turbulences sur les marchés, tandis que les politiques monétaires s'infléchissent

Depuis mi-mai, les cours pétroliers s'orientent à la baisse, dominés par le durcissement des relations commerciales sino-américaines mi-mai, puis début août, et ce malgré les tensions dans le Golfe. Dans ce contexte d'incertitudes sur les perspectives économiques mondiales, et alors que les stocks de pétrole des pays de l'OCDE demeurent supérieurs à leur moyenne quinquennale, l'OPEP+ a prolongé son accord de réduction de la production jusqu'en mars 2020. À 59 \$ en moyenne début août, le prix du Brent demeure cependant au-dessus du plancher atteint en décembre (56 \$).

Les banques centrales des grandes économies avancées ont assoupli leurs politiques dans un climat d'incertitudes élevées. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a abaissé, comme attendu, ses taux directeurs de 25 points de base fin juillet 2019, portant la fourchette-cible des taux *fed funds* à [2 % – 2,25 %], et elle a mis fin de manière légèrement anticipée au processus de réduction de son bilan. Ces décisions s'inscrivent dans une réorientation progressive de la politique monétaire américaine vers une position plus accommodante pour soutenir l'activité américaine. Dans le même temps, la Banque centrale européenne (BCE) a renforcé son orientation très accommodante. Début juin, elle a annoncé le lancement de son nouveau programme de prêts à long terme (TLTRO III), qui vise à encourager l'octroi de crédits au secteur privé et dont les détails sont attendus pour septembre. De plus, face à la faiblesse persistante de l'inflation, le Conseil des gouverneurs a ajusté fin juillet ses anticipations en ouvrant la possibilité de baisses de taux d'ici à mi-2020. Le tournant accommodant pris par les banques centrales des pays développés a conduit à une baisse généralisée des taux directeurs dans les pays émergents, dans un contexte d'inflation modérée et de ralentissement de la croissance, particulièrement en Inde depuis janvier, mais aussi au Brésil et en Russie en juillet.

La politique monétaire plus accommodante, associée au climat d'incertitudes commerciales et politiques, explique la forte orientation à la baisse des rendements obligataires dans les grandes économies avancées. Aux États-Unis, la résurgence de l'aversion au risque, en particulier au cours de l'été, a alimenté le report des investisseurs vers les actifs souverains sûrs, entraînant une baisse des taux américains à 10 ans. De même, la dégradation de la conjoncture en zone euro et l'assouplissement de la BCE continuent de peser sur les rendements obligataires européens. En parallèle, les marchés actions, après avoir remonté nettement au 1^{er} semestre, ont connu une chute sensible avec le renforcement des tensions commerciales en août, les tensions à Hong Kong, et les incertitudes politiques européennes. Les niveaux de valorisation restent cependant encore élevés.

Encadré 1 : Transmission de la dynamique salariale aux prix en zone euro et aux États-Unis

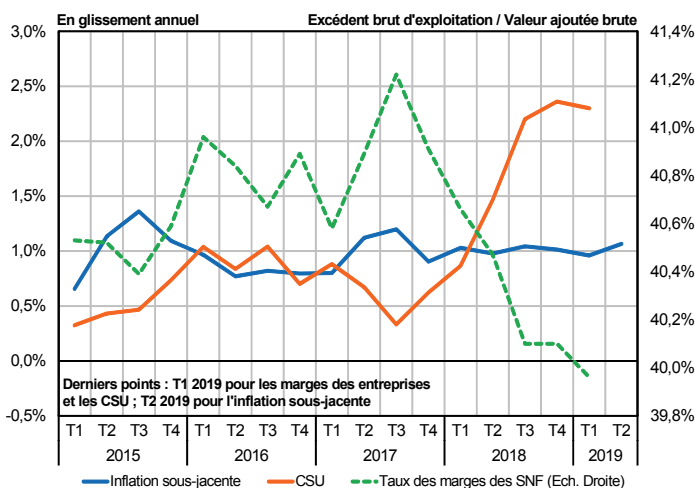
En zone euro, les salaires ont gagné en dynamisme depuis mi-2017, atteignant un pic à +2,5 % en glissement annuel au 3^{ème} trimestre 2018, un plus haut depuis la crise de 2008. Cette accélération s'est opérée dans un contexte de tensions accrues sur le marché du travail : la baisse du taux de chômage s'est poursuivie (il atteint 7,9 % fin 2018, contre un pic à 12,1 % à l'été 2013) et, mesurées par les enquêtes de la Commission, les difficultés de recrutement se sont progressivement intensifiées, notamment en Allemagne. Dans un contexte de ralentissement de la productivité, les coûts salariaux unitaires (CSU) ont également accéléré et atteignent +2,4 % fin 2018. Malgré cela, l'inflation sous-jacente a surpris par son

atonie^a, à +1,0 % en moyenne sur l'année 2018, et la dynamique des CSU ne semble donc pas s'être transmise à celle des prix. Au 1^{er} trimestre 2019, l'inflation sous-jacente est restée à un niveau faible (+1,0 %) et les coûts salariaux vigoureux (à +2,3 %).

Plusieurs éléments pourraient contribuer à expliquer ce phénomène : (i) l'appréciation de l'euro en 2017 a pu peser avec retard sur l'inflation en 2018 via une moindre inflation importée ; (ii) les entreprises européennes semblent avoir absorbé en grande partie l'accélération des coûts salariaux en diminuant significativement leurs marges. Celles-ci sont ainsi passées d'un plus haut à 41,2 % au 3^{ème} trimestre 2017 à 40,0 % au 1^{er} trimestre 2019, en parallèle de l'accélération observée des CSU (cf. graphique 4). En prévision, les salaires conserveraient leur rythme (+2,4 % en 2019, puis +2,5 % en 2020 comme en 2018), et les entreprises finiraient par répercuter progressivement ces hausses salariales dans les prix, leurs marges s'établissant à présent sous leur niveau de long terme. Couplée à la dissipation des effets liés à l'appréciation passée de l'euro, dans un scénario de stabilisation des tensions commerciales, l'inflation sous-jacente augmenterait progressivement pour atteindre +1,3 % en moyenne en 2020, et finirait ainsi par bénéficier du dynamisme des salaires.

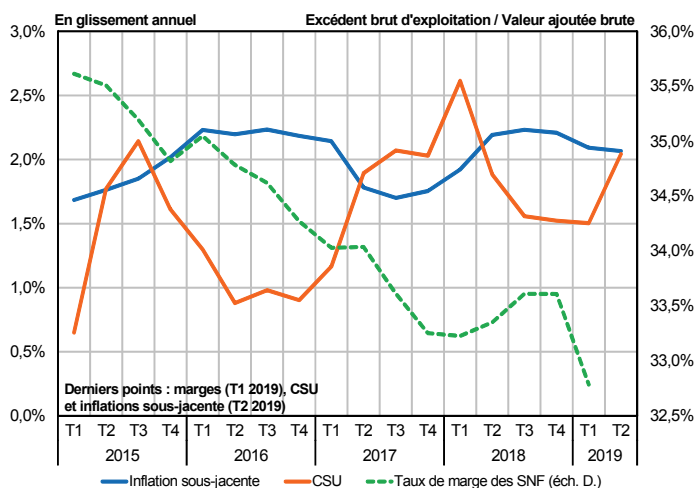
Aux États-Unis, le salaire moyen par tête (SMPT)^b est relativement dynamique depuis 2017. Cette évolution semble globalement cohérente avec le niveau des tensions sur le marché du travail : le taux de chômage standard est ainsi de 3,7 % en juillet 2019, en deçà de son niveau d'équilibre (estimé à 4,2 % par la Fed), et le taux de chômage « élargi »^c, à 7,0 % en juillet, est inférieur à sa moyenne de long terme. En parallèle, les enquêtes^d indiquent de fortes difficultés de recrutement. La trajectoire des marges est baissière depuis plusieurs années aux États-Unis, ce qui est cohérent avec la tendance récente à la hausse des CSU. L'inflation américaine est proche de la cible de la Fed sur l'année 2018 (l'inflation totale au sens du déflateur de la consommation étant en moyenne de +2,0 % sur 2018), mais marque le pas entre janvier et juin 2019 (+1,4 % en moyenne). Cette évolution a pu inciter la Fed à prendre le virage accommodant adopté ces derniers mois (cf. supra) et relance les débats sur un éventuel aplatissement de la courbe de Phillips^e, qui serait dû à des évolutions structurelles (pouvoir de négociation des entreprises vis-à-vis des salariés, effets de composition de la main-d'œuvre, etc.). L'inflation sous-jacente, au sens de l'indice des prix à la consommation (IPC) hors alimentaire et énergétique, est cependant au-dessus des 2 % début 2019 (cf. graphique 5). En prévision, les salaires américains devraient continuer à progresser de manière modérée et les salaires réels devraient rejoindre la productivité sur l'horizon de prévision. L'inflation sous-jacente (IPC) serait ainsi soutenue par les tensions sur le marché du travail mais aussi par les mesures protectionnistes de l'administration Trump, et elle atteindrait +2,5 % en 2019 et +2,7 % en 2020, après +2,1 % en 2018.

Graphique 4 : Zone euro : Inflation sous-jacente, coût salariaux et taux de marge



Sources : Eurostat.

Graphique 5 : États-Unis : Inflation sous-jacente (IPC), coûts salariaux et taux de marge



Sources : BLS, BEA, calculs DG Trésor.

- La BCE prévoyait en juin 2017 une inflation sous-jacente à +1,4 % pour 2018. Cette surprise à la baisse est d'autant plus marquée que les coûts salariaux ont surpris à la hausse : la BCE prévoyait une croissance des CSU à +1,3 % pour 2018, contre +1,8 % observé. L'inflation totale a en parallèle été relativement vigoureuse en 2017 et 2018, du fait de sa composante énergétique. Le prix du baril a en effet connu une hausse quasi-continue de la fin-2016 à la fin-2018.
- Calculé comme le rapport entre la masse salariale totale (estimée par le BEA) et l'emploi salarié (estimé par le BLS).
- Cette mesure inclut, en plus des personnes comptabilisées dans l'indicateur de chômage standard, les travailleurs à temps partiel contraint, les travailleurs dits découragés et autres personnes « marginalement attachées » au marché du travail.
- Cf. celles de la *National Federation of Independent Business* et les rapports du *Beige Book* de la Fed.
- La courbe de Phillips décrit la relation macroéconomique empirique inverse entre l'inflation des prix ou des salaires et le taux de chômage, observée en 1958 par William Phillips. Un aplatissement de cette courbe signifie que la relation entre ces variables s'affaiblit.

2. La croissance mondiale perdrait en dynamisme en 2019 et en 2020

Après un rythme solide en 2018, l'activité mondiale décélérerait nettement en 2019, à la fois dans les économies avancées et émergentes. Elle se reprendrait légèrement en 2020 sous l'impulsion des économies émergentes (cf. tableau 1).

2.1 Dans les économies avancées hors zone euro, un net ralentissement de l'économie américaine est à prévoir et la croissance britannique resterait modérée

Aux États-Unis, (cf. encadré 2), l'activité resterait dynamique en 2019 (+2,4 % après +2,9 % en 2018), soutenue par le stimulus budgétaire¹ qui doperait la consommation et l'investissement des entreprises, mais serait pénalisée par les tensions commerciales. La croissance diminuerait nettement en 2020, à +1,5 %, reflétant la fin du stimulus budgétaire², les mesures protectionnistes annoncées en août (cf. encadré 2)³ – sous l'hypothèse qu'il n'y aura pas d'escalade supplémentaire –, et les tensions sur le marché du travail.

Au Royaume-Uni, après avoir bien résisté au choc du référendum, l'activité a ralenti en 2018 (+1,4 % après +1,8 % en 2017), affectée par les incertitudes entourant les négociations sur le *Brexit*. Le ralentissement se poursuivrait

en 2019 (à +1,2 %) et l'activité ne repartirait que très légèrement en 2020 (+1,3 %), dans l'hypothèse d'une sortie avec accord au 31 octobre 2019 et d'une période de transition jusqu'à fin décembre 2020⁴. La consommation ralentirait légèrement en 2020 malgré l'accélération des salaires réels, en raison du ralentissement de l'emploi dans un contexte de tensions sur le marché du travail. L'investissement et les échanges continueraient de souffrir dans l'attente d'une clarification sur la relation future. Les effets du *Brexit* sur l'activité en zone euro seraient modestes sur l'horizon de prévision⁵.

Au Japon, l'activité resterait dynamique en 2019 (+1,2 %), soutenue par la bonne tenue de la demande intérieure et la dissipation des effets des catastrophes naturelles de 2018. Les exportations se contracteraient, pâtissant du freinage de la demande asiatique⁶ et du retournement du cycle des semi-conducteurs⁷, avant de rebondir légèrement en 2020. L'activité ralentirait en 2020, à +0,6 %, en raison de la hausse de la TVA prévue en octobre 2019 qui pèserait notamment sur la consommation des ménages. Les salaires accéléreraient à l'horizon de la prévision du fait des tensions sur le marché du travail et des mesures de soutien aux salaires⁸.

Encadré 2 : Les États-Unis vers un franc ralentissement entouré de fortes incertitudes

L'activité américaine devrait ralentir en 2019 et 2020. Si la croissance a été vigoureuse au 1^{er} semestre 2019, la production industrielle est mal orientée au 2^{ème} trimestre 2019 et le climat des affaires s'est nettement dégradé. Le dynamisme actuel de l'activité américaine masque de nombreux risques. Ainsi, le protectionnisme, les interrogations sur la trajectoire de la politique monétaire et les risques financiers pourraient peser plus qu'attendu sur la croissance.

Le protectionnisme américain a commencé à peser sur les échanges extérieurs et ses effets pourraient s'aggraver en cas d'escalade supplémentaire. On constate en effet une baisse des échanges bilatéraux des biens soumis à des hausses tarifaires après la mise en place de celles-ci et un quasi-arrêt des importations chinoises de soja américain^a. En mai dernier, l'administration américaine a rehaussé les droits de douane de 10 à 25 % sur 200 Md\$ d'importations depuis la Chine, puis annoncé que les 300 Md\$ restés exempts de taxe seraient taxés à hauteur de 10 % au 1^{er} septembre, avant d'annoncer une nouvelle hausse de 25 à 30 % sur 250 Md\$ pour le 1^{er} octobre, et de 10 à 15 % pour les 300 Md\$ restants au 1^{er} septembre.

a. Cf. *Trésor-éco* à paraître, « Premiers effets économiques des tensions commerciales sino-américaines », septembre 2019.

- (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) Un accord a été trouvé au Congrès pour 2020-2021, qui conduirait à adopter une politique budgétaire neutre pour la croissance en 2020.
- (3) Notre scénario, arrêté au 21 août 2019, retient les mesures protectionnistes en vigueur et les nouvelles surtaxes américaines de 10 % annoncées début août. L'administration Trump a en effet annoncé début août une hausse de droits de douane de 10 % (passés à 15 % par la suite) sur les produits chinois qui n'étaient pas encore surtaxés à partir de septembre. Leur assujettissement aurait lieu en deux étapes, une au 1^{er} septembre (pour 110 Md\$ selon le *Peterson Institute*) et une autre mi-décembre (160 Md\$).
- (4) 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.
- (5) Toutefois, l'impact des disruptions aux frontières d'un *Brexit* sans accord serait de -1,4 pt de PIB britannique la 1^{ère} année et -0,8 pt la 2^{ème} selon le FMI (WEO, avril 2019).
- (6) L'Asie voit émerger de nouveaux différends commerciaux, à l'instar de l'escalade des tensions entre le Japon et la Corée du Sud en juillet.
- (7) La demande mondiale de semi-conducteurs subit des cycles temporels liés aux périodes d'innovations technologiques (nouveaux smartphones, 4G, ...). Depuis mi-2018, le marché des semi-conducteurs souffre du retournement du cycle de court-moyen terme, pénalisant particulièrement les pays asiatiques, très présents sur ce marché.
- (8) Cf. Ben Yaala M. (2018), « Vers une accélération des salaires au Japon ? », *Trésor-Éco* n° 220, avril.

La Chine a pris des mesures de représailles concernant le soja, le pétrole et les automobiles américaines, en plus des mesures tarifaires déjà en place. L'effet total des mesures protectionnistes en vigueur fin juin sur le PIB américain serait de -0,4 pt d'ici 2021-2022 (dont -0,2 pt dû aux incertitudes), selon les perspectives économiques de mai 2019 de l'OCDE, et aurait été masqué jusqu'à présent par le soutien de la politique budgétaire.

Celle-ci est en effet aujourd'hui fortement expansionniste, avec un déficit public d'environ 6½ pts de PIB sur 2018-2020 selon l'OCDE. L'impact du stimulus (la réforme fiscale et le *Bipartisan Budget Act*) sur la croissance serait de +0,6 pt en 2019 selon notre estimation, via principalement une hausse de la consommation publique et privée. Selon le FMI, l'impact de la réforme fiscale sur l'investissement est resté relativement faible^a, puisqu'elle aurait conduit à des rachats d'actions et des versements de dividendes, plutôt qu'à de nouveaux investissements. La fin du stimulus budgétaire pèserait sur la croissance en 2020.

La politique monétaire américaine est entourée d'incertitudes croissantes. La Fed fait face à un arbitrage entre le ralentissement attendu de l'activité et les tensions observées sur le marché du travail américain, qui pourraient alimenter une accélération des salaires et de l'inflation. Elle s'inscrit de plus en plus en soutien de l'expansion actuelle, avec la baisse de ses taux directeurs de 25 pb fin juillet dernier^b. De leur côté, les marchés financiers anticiperaient d'ores et déjà plusieurs baisses des taux directeurs dès 2019, du fait des incertitudes pesant sur les perspectives de croissance américaine, et l'inversion de la courbe des taux américaine s'est renforcée^c. Dans ce contexte de politique monétaire incertaine, une révision des anticipations des acteurs pourrait entraîner des corrections violentes sur les marchés, déjà inquiets d'une potentielle survalorisation des actions et d'un endettement de certaines entreprises assez élevé.

a. Selon la revue au titre de l'article IV de 2019 portant sur les États-Unis.

b. La Fed prévoyait en décembre 2018 trois hausses de ses taux directeurs d'ici fin 2020.

c. Cf. Encadré 3 « Corrections boursières fin 2018 et inversion partielle de la courbe des taux américaine » du *Trésor-éco* n°237, « Perspectives mondiales au printemps 2019 : ralentissement en ordre dispersé », mars 2019.

2.2 En zone euro, la croissance se stabiliserait un peu en-dessous de son potentiel dans un contexte encore incertain

La croissance de la **zone euro** diminuerait significativement à l'horizon de la prévision (+1,2 % en 2019 et en 2020 après +1,9 % en 2018), un rythme légèrement inférieur à son potentiel tel qu'estimé par la Commission européenne. Comme en 2018, le freinage de l'activité s'expliquerait en partie par la poursuite du ralentissement de la demande mondiale adressée à la zone euro. La persistance des incertitudes pèserait toujours sur l'investissement, qui ralentirait en prévision. Par ailleurs, le ralentissement de l'emploi pèserait sur la demande intérieure. À l'horizon de la prévision, l'inflation diminuerait, en raison de la nette baisse de l'inflation énergétique, malgré le redressement progressif de l'inflation sous-jacente (cf. encadré 1). Par ailleurs, le rééquilibrage partiel des coûts salariaux observé ces dernières années au sein de la zone euro se poursuivrait : l'inflation et les coûts salariaux seraient légèrement plus dynamiques en Allemagne que dans les pays du Sud.

En Allemagne, après une fin d'année 2018 atone, la croissance se redresserait progressivement et, en rythme annuel, atteindrait +0,6 % en 2019 puis +0,9 % en 2020. La consommation des ménages resterait relativement résiliente, soutenue par la bonne tenue du pouvoir d'achat et le recours à leur épargne de précaution sous l'hypothèse de stabilisation des incertitudes en 2020. En revanche, l'investissement et les exportations resteraient affectés par la dégradation de l'environnement international. En effet, la

baisse de la demande adressée à l'Allemagne en biens d'équipement et automobile semble désormais peser par effet d'entraînement sur l'ensemble des sous-secteurs industriels. Le commerce pèserait ainsi sur la croissance en 2019 et dans une moindre mesure en 2020. Par ailleurs, l'emploi, encore résilient début 2019, ralentirait à l'horizon de prévision.

En Italie, les incertitudes politiques et budgétaires continueraient de peser sur la croissance en 2019, puis s'atténueraient en 2020 dans un scénario de finances publiques où l'ajustement structurel serait quasi-neutre. Ainsi, la croissance serait nulle en 2019 puis gagnerait en vigueur en 2020 (+0,5 %). Les incertitudes pèseraient fortement sur l'investissement productif, qui se contracterait en 2019 et dans une moindre mesure en 2020, et favoriseraient une hausse de l'épargne des ménages. Les créations d'emploi ralentiraient, sous l'effet du recentrage des exonérations de cotisation sociales patronales (prolongées uniquement sur les embauches de jeunes de moins de 35 ans).

En Espagne, l'activité poursuivrait son ralentissement en 2019 (+2,3 % après +2,6 % en 2018) et en 2020 (+1,9 %) mais resterait dynamique. La consommation des ménages – qui bénéficierait des mesures budgétaires (augmentation des salaires des fonctionnaires, revalorisation des retraites et forte hausse du salaire minimum) – ralentirait tout de même dans le sillage des créations d'emploi. Les importations pâtiraient de l'atonie du secteur industriel en zone euro en 2019 et de la décélération de l'investissement,

puis se redresseraient en 2020, bénéficiant de l'accélération des exportations.

2.3 La croissance serait globalement en baisse dans les économies émergentes

Au Brésil, la croissance resterait faible en 2019 avant de reprendre de l'élan en 2020. Fragilisée en début d'année par des chocs conjoncturels, l'activité reste grevée par un faible niveau d'investissement lié à des distorsions sur le marché du crédit et à l'état dégradé des finances publiques. La réforme de la sécurité sociale (dont le système de retraites) présentée par le gouvernement en février, en passe d'être votée au Parlement, permettrait d'endiguer en partie la dynamique haussière de la dette publique, ce qui jouerait positivement sur les décisions d'investissement en fin d'année 2019 et en 2020. Ainsi, la croissance en 2020 bénéficierait d'un retour de l'investissement, notamment dans le secteur industriel, ce qui lui permettrait de retrouver ses capacités de production.

En Inde, l'activité a ralenti au 1^{er} trimestre 2019, après sa forte accélération début 2018 en lien avec la dissipation plus rapide qu'anticipé des effets négatifs liés à la démonétisation (fin 2016) et à l'introduction d'une TVA unifiée (mi-2017). Au second semestre 2019, la croissance devrait bénéficier de la levée des incertitudes politiques avec la réélection du Premier ministre Modi, de l'important assouplissement monétaire en cours (4 baisses du taux directeur depuis janvier) et du stimulus budgétaire. L'activité accélérerait en 2020 grâce à la pleine matérialisation des effets de ces politiques de relance.

En Russie, la croissance du PIB diminuerait en 2019, sous l'effet de la hausse de TVA et de la baisse des prix du pétrole. Après un pic au mois de mars (5,2 % sur un an), l'inflation ralentirait progressivement au cours de l'année mais la consommation des ménages resterait timide. En 2020, la montée en puissance progressive des investissements publics dans le cadre des « projets nationaux » permettrait à l'activité d'accélérer légèrement.

En Chine, l'activité poursuivrait son ralentissement en 2019 et en 2020, sous l'effet des tensions commerciales avec les États-Unis et du maintien affiché de la politique de désendettement structurel. Le commerce extérieur chinois serait particulièrement touché. Dans ce contexte, les autorités augmenteraient à nouveau leur soutien budgétaire et monétaire à l'économie afin de limiter le ralentissement, à l'image des mesures de soutien annoncées fin 2018 et renforcées en mars 2019, mais celles-ci ne seraient pas suffisantes pour faire rebondir l'activité.

En Turquie, la croissance serait négative sur l'ensemble de l'année 2019. La consommation et l'investissement privés restent fortement pénalisés par l'inflation toujours élevée, quoiqu'en recul progressif, et par la politique monétaire restrictive mise en place depuis la crise de change de l'été 2018. L'activité serait néanmoins soutenue par la dépense publique, alors que le gouvernement dispose de marges de manœuvre budgétaires (la dette publique était de 30,4 % du PIB en 2018). En 2020, le ralentissement de l'inflation et l'assouplissement attendu de la politique monétaire permettraient à la demande interne de rebondir et à la croissance du PIB de se rapprocher de son potentiel (estimé à environ 3-4 %).

Encadré 3 : Baisse de l'inflation sur longue période dans les pays émergents

L'inflation dans les pays émergents a remarquablement baissé au cours des dernières décennies, passant de 17,3 % en 1974 à environ 3,5 % en 2018, comme le soulignent de récents rapports de la Banque Mondiale^a. En variant les échantillons de pays, l'intervalle temporel et les méthodes de calcul, nous parvenons au même constat : l'inflation moyenne est divisée par près de deux entre 2000 et 2018, à la fois pour les BRICS^b, passant d'environ 9 % à près de 5 %, et pour un échantillon de 40 pays émergents^c, passant de 6,0 % à 4,4 % en pondérant l'inflation de chaque pays par son poids dans l'économie mondiale (cf. graphique 6). L'inflation dans les pays émergents a néanmoins récemment subi un regain de volatilité au gré des changements de politiques commerciale et monétaire dans les pays développés. En moyenne sur 40 pays émergents, elle atteint un point haut en octobre 2018 à 6,25 % (cf. graphique 7), en raison du resserrement monétaire de la Fed (générant des sorties de capitaux et des pressions à la baisse sur les devises émergentes) et des tensions protectionnistes (tensions sur les devises et inflation importée), rapidement suivi d'un point bas à 4,1 % en janvier 2019 en lien avec l'arrêt du resserrement monétaire et la trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine.

L'inflation dans les pays émergents apparaît de plus en plus synchronisée et guidée par des cycles mondiaux, actuellement en phase baissière. Depuis les années 1990, deux tendances mondiales structurelles expliquent ce phénomène : un cadre de politique monétaire plus strict, notamment via des cibles d'évolution des prix (Brésil en 1999, Afrique du Sud en 2000), limitant ainsi la dispersion des taux d'inflation, et la mondialisation, c'est-à-dire le renforcement de l'intégration commerciale (la part du commerce dans le PIB des pays émergents est passée de 50 à 75 % entre 1970 et 2017) et financière. La

a. Global Economic Prospects of January 2019, Darkening Skies et Ha, Jongrim; Kose, M. Ayhan; Ohnsorge, Franziska. 2019. Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers and Policies. Washington, DC: World Bank.

b. Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud.

c. Regroupant la quasi-totalité des pays classés dans les catégories Économies émergentes et autres économies émergentes du FMI.

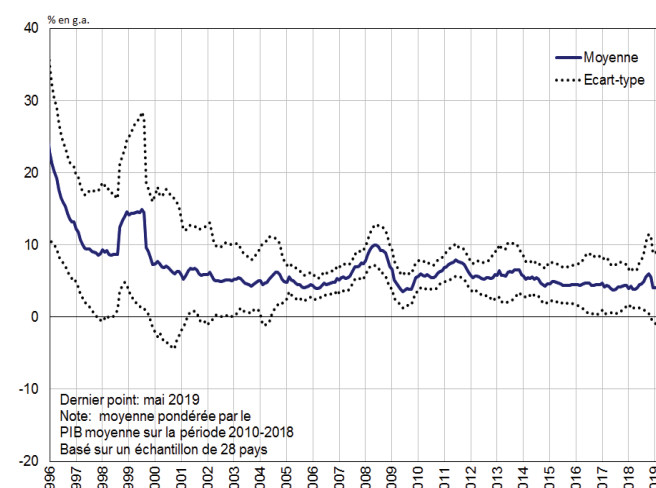
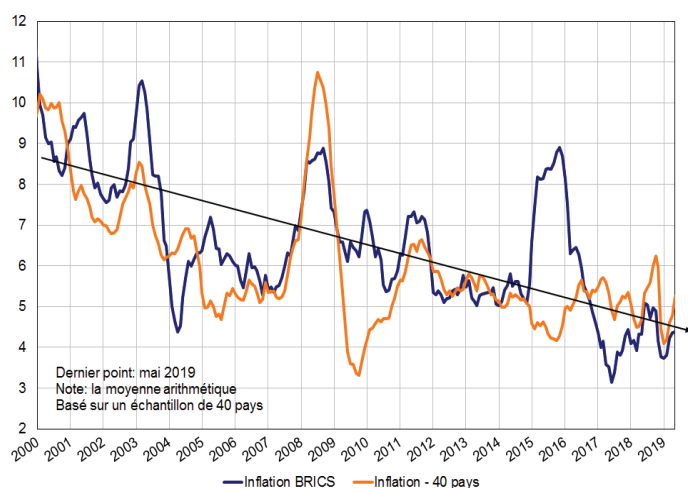
baisse des coûts de transport et de communication ainsi que la concurrence étrangère accrue par le développement rapide du commerce international s'est traduite par une pression à la baisse sur les prix.

Un retour brutal d'une inflation forte dans les pays émergents n'est toutefois pas à exclure et pourrait transiter par trois canaux : le change (inflation importée), le commerce, ou la gouvernance. D'abord, le récent renforcement des devises émergentes, permis par l'assouplissement monétaire dans les économies développées et lié à la recherche de rendement des investisseurs, pourrait s'inverser rapidement, si les investisseurs cherchaient des valeurs refuges face aux incertitudes. Ensuite, l'inflation importée pourrait repartir à la hausse avec le renforcement du protectionnisme. Enfin, les politiques monétaires dans les pays émergents pourraient pâtir de la vague de populisme actuelle, qui s'est déjà matérialisée ici ou là par des ingérences des autorités politiques dans la politique monétaire de la banque centrale.

Deux pays, l'Argentine et la Turquie, font figure d'exceptions dans cette tendance globale à la modération des prix : en mai 2019, l'inflation s'établissait à 57,3 % en Argentine et 18,7 % en Turquie (en g.a.), suite aux crises de change survenues à l'été 2018 puis aggravées par un contexte politique et institutionnel instable (élections générales prévues en octobre 2019 en Argentine et débats sur la continuité du programme FMI dans sa forme actuelle ; élections municipales perdues par le Président Erdoğan à Ankara et Istanbul fin mars et renvoi du gouverneur de la Banque centrale début juillet). Selon les prévisions du FMI, l'inflation devrait diminuer en 2020, mais rester à un niveau élevé, à 32,1 % en Argentine^d et 14,1 % en Turquie.

Graphique 6 : Inflation dans les émergents et les BRICS

Graphique 7 : Évolution de la dispersion de l'inflation dans les pays émergents



Sources : Reuters, DataInsight, calculs DG Trésor.

Sources : DataInsight, calculs DG Trésor.

d. Selon la 4^{ème} revue du programme FMI en Argentine (juillet 2019).

3. La demande mondiale adressée à la France ralentirait nettement en 2019 puis se redresserait en 2020

Après avoir connu en 2017 son plus haut niveau de croissance depuis 2011, le commerce mondial a décéléré tout au long de l'année 2018, mais conserve un rythme de croissance solide (+4,5 % en moyenne sur 2018). Les échanges mondiaux ont bénéficié au premier semestre de la forte progression des importations chinoises sous l'effet de la reprise du commerce asiatique amorcée dès 2017 et de l'anticipation des hausses des tarifs douaniers américains mi-2018. Au second semestre en revanche, les importations asiatiques ont très fortement ralenti avec l'entrée en vigueur des mesures tarifaires et l'atonie de la demande intérieure chinoise. Les importations de la zone euro ont également ralenti dans un contexte d'incertitudes politiques et commerciales, ainsi qu'au Royaume-Uni dans la perspective du *Brexit*.

Le commerce mondial freinerait sensiblement en 2019, à +1,8 %, puis se redresserait modestement en 2020, à +2,8 % (cf. graphique 8). Il serait pénalisé en 2019 par la faiblesse des importations : (i) en Chine dans le contexte de protectionnisme renforcé et de ralentissement de l'activité, (ii) dans le reste de l'Asie, exposées à la demande chinoise du fait de l'intégration commerciale de la zone et au retournement du cycle mondial des semi-conducteurs au cours de l'année, secteur intensif en échanges commerciaux, (iii) aux États-Unis, reflétant le protectionnisme accru et le moindre dynamisme attendu de la demande intérieure, et (iv) en zone euro, dans le sillage de la baisse de la croissance. En 2020, les importations rebondiraient très fortement en Turquie en contrecoup de la forte contraction actuelle, et retrouveraient de la vigueur en

Asie, soutenues par la fin du retournement du cycle des semi-conducteurs, le stimulus des autorités chinoises et la dissipation du choc de confiance lié aux tensions commerciales (sous hypothèse qu'il n'y ait pas d'escalade supplémentaire). Au total, l'élasticité du commerce mondial à l'activité serait inférieure à l'unité, en cohérence avec une croissance mondiale moins dynamique et le renforcement du protectionnisme.

La demande mondiale adressée à la France ralentirait également à +2,0 % en 2019 (après +3,8 % en 2018) et se redresserait à +2,6 % en 2020. Elle pâtirait plus fortement que le commerce mondial du ralentissement économique en zone euro, conformément à l'orientation moyenne des exportations françaises, mais serait moins exposée au ralentissement des échanges asiatiques en 2019 et à leur redressement en 2020. En outre, elle bénéficierait du redressement de la demande turque en 2020.

Graphique 8 : Commerce mondial et contributions par zone

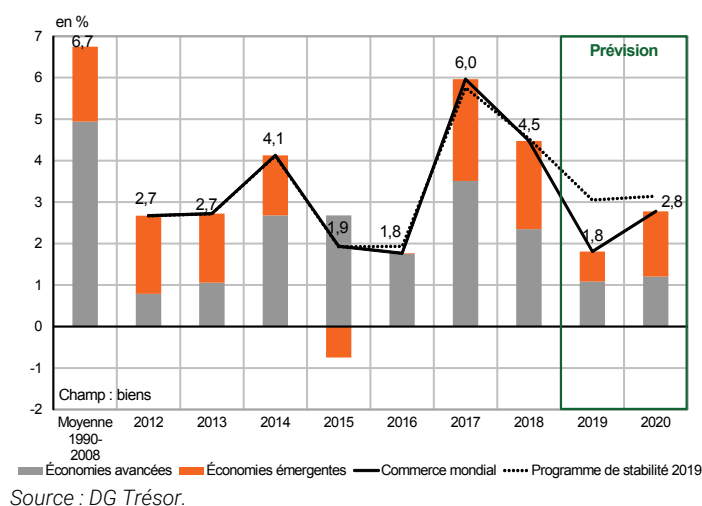


Tableau 1 : Prévisions de croissance*

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

- 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 21 août 2019.

** Les prévisions sont présentées en année fiscale sur l'exercice budgétaire courant d'avril n à mars n+1.

Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, juillet 2019 ; Commission européenne, juillet 2019 ; Calculs et prévisions : DG Trésor.

Ce tableau est disponible sous le lien <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/995d6cda-27c1-4643-9ea9-8eb1cafe189e/files/9a84ffda-4b87-4f06-aa01-1bfa8015bdfc>

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

Les aléas autour du scénario de prévision sont nombreux :

- Le commerce mondial pâtirait d'une intensification des tensions protectionnistes, en particulier entre les États-Unis et la Chine ou l'Union européenne. Il serait dans ce cas pénalisé aussi par la faiblesse corrélative des échanges asiatiques.
- L'ampleur des effets du *Brexit* est particulièrement incertaine. Elle reste liée à l'éventualité d'un *no deal* fin octobre mais aussi, dans le scénario d'une sortie avec accord, aux négociations sur la relation future. La réaction des marchés et le *policy-mix* adopté seront clés.
- L'industrie allemande, qui souffre depuis l'année passée de l'atonie du commerce mondial et des difficultés du secteur automobile, pourrait rebondir plus nettement qu'anticipé avec le redémarrage du commerce mondial.
- La situation politique et budgétaire en Italie demeure source d'aléas. Une dégradation marquée de l'économie pourrait affecter ses partenaires par le canal commercial, financier, ou par celui des incertitudes. À l'inverse, une bonne lisibilité des politiques mises en place et une absence de tensions avec la Commission européenne sur le budget 2020 favoriseraient la dissipation des incertitudes.
- Les déséquilibres en Chine et un échec des négociations commerciales avec les États-Unis pourraient entraîner un freinage plus brutal de l'économie. À l'inverse, la croissance pourrait bénéficier d'un soutien budgétaire et monétaire plus important de la part des autorités.
- Les pays émergents demeurent vulnérables à l'évolution des tensions commerciales, comme en témoigne la volatilité des devises émergentes depuis mai 2019. Cependant, l'assouplissement monétaire américain devrait limiter la pression sur les sorties de capitaux, y compris pour les pays les plus fragilisés (Turquie, Argentine notamment).
- Les prix du pétrole pourraient de nouveau chuter si les craintes sur la croissance mondiale se renforcent ou si la production de pétrole non-OPEP reste dynamique. À *contrario*, les cours pourraient être soutenus par une décision de l'OPEP et ses alliés de limiter davantage leurs exportations de pétrole brut ou par des tensions géopolitiques.
- Les incertitudes sur les marchés financiers demeurent fortes, en particulier concernant l'orientation de la politique de la Fed, dans un contexte de valorisation élevée des actions.

Encadré 4 : Principales révisions par rapport au Programme de Stabilité (Pstab) de 2019 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

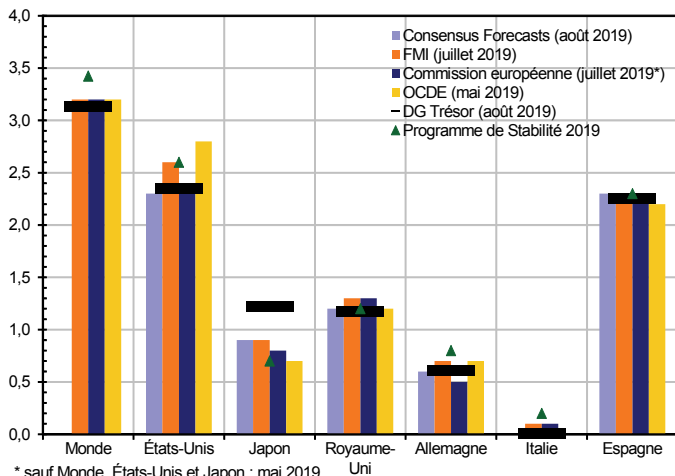
Depuis le scénario établi dans le cadre du Programme de stabilité, les prévisions de croissance sont revues en baisse, dans les économies avancées comme dans les économies émergentes.

Dans les économies avancées, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse en zone euro en raison d'exportations décevantes, d'une production industrielle en berne au premier semestre et de l'accroissement des incertitudes. Aux États-Unis, la prévision de croissance est également dégradée en lien avec le renforcement des tensions commerciales depuis le Programme de stabilité.

Dans les économies émergentes, la croissance chinoise ralentirait également plus fortement qu'anticipé sous l'effet de l'escalade des tensions commerciales. Les perspectives au Brésil et en Inde sont également révisées à la baisse en raison du ralentissement inattendu de l'activité au premier semestre.

Ce scénario d'un ralentissement global à horizon 2020, par rapport à 2018, dû à l'accroissement des incertitudes, est largement consensuel (cf. graphiques 9 et 10). 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.

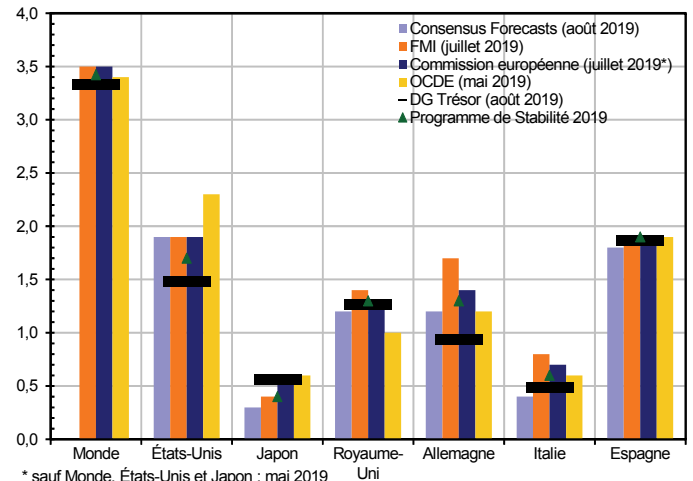
Graphique 9 : Prévisions de croissance pour 2019



* sauf Monde, États-Unis et Japon : mai 2019

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

Graphique 10 : Prévisions de croissance pour 2020



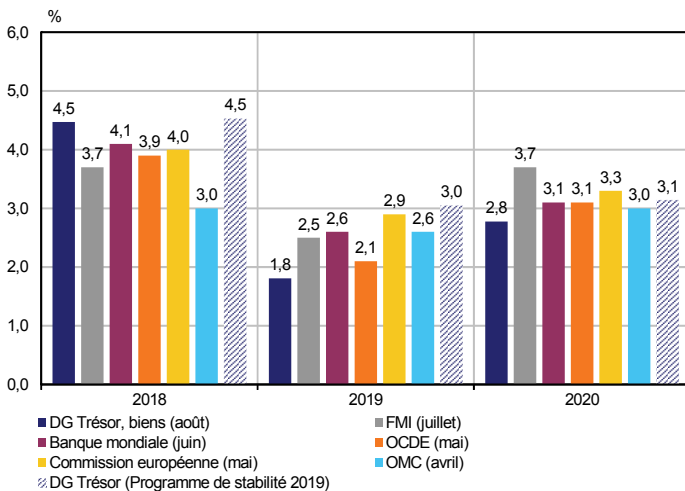
* sauf Monde, États-Unis et Japon : mai 2019

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 +0,4 pt sur la croissance.

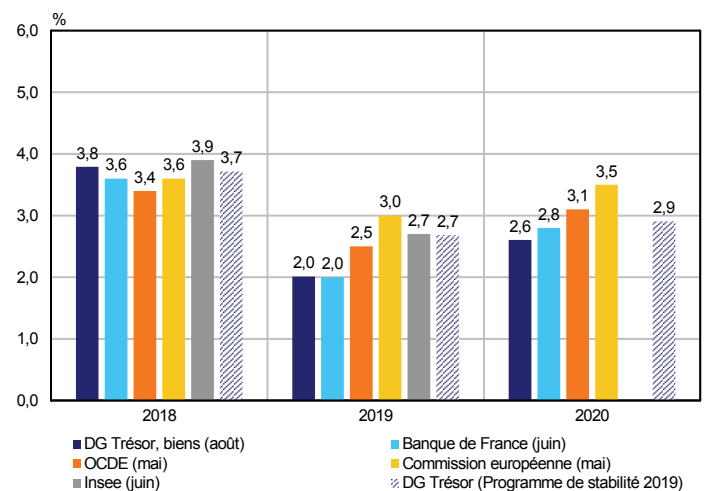
Le scénario de commerce mondial est révisé en nette baisse depuis le Programme de stabilité (de -1,2 pt en 2019 et -0,4 pt en 2020). La croissance a été moins riche en commerce dans l'ensemble des économies, essentiellement aux États-Unis et en Chine sous l'effet de l'accroissement des mesures protectionnistes, ainsi que dans le reste de l'Asie pénalisée par la baisse de la demande chinoise. La demande mondiale adressée à la France est quant à elle révisée de -0,7 pt en 2019 et -0,3 pt en 2020, affectée par la baisse des échanges européens. Le scénario de freinage du commerce mondial est consensuel, mais son ampleur diffère selon les institutions (cf. graphiques 11 et 12).

Graphique 11 : Comparaison des prévisions de commerce mondial



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

Graphique 12 : Comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



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

Jean-Alain ANDRIVON, Célia COLIN, Diane DE WAZIERS, Carole HENTZGEN, Corentin PONTON

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**Août 2019**

N° 242 La transition démographique en Afrique subsaharienne
Abdenor Brahmi, Célia Cossu, Malgorzata Nedjam

Juillet 2019

N° 241 Les marchés du travail des pays nordiques
Pierre-Alexandre Miquel, Romain Saudrais

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

 **Direction générale du Trésor**

 **@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.