

Document de travail n°67

Perspectives de l'économie mondiale 2018-2022

Le retour du cycle économique



Coe-Rexecode

MARS 2018

**Ce document de travail a été réalisé
par L'équipe de Coe-Rexecode**



Perspectives de l'économie mondiale 2018-2022

Le retour du cycle économique

La problématique macroéconomique des prochaines années	7
Présentation générale des perspectives.	13
Perspectives mondiales	26
Perspectives de l'économie française	31

Perspectives de l'économie mondiale 2018-2022

Le retour du cycle économique

La croissance mondiale s'est renforcée en 2017. Elle est aussi un peu plus équilibrée. Par rapport à 2016, la croissance mondiale a gagné 0,6 point (de 3,1 % en 2016 à 3,7 % en 2017), les pays émergents (ensemble des pays hors OCDE) ont gagné 0,3 point (4,4 % à 4,7 %), les Etats-Unis 0,8 point (1,5 à 2,3 %) et la zone euro 0,3 point (1,9 % à 2,2 %). La principale cause, commune à la plupart des pays, est la forte baisse des prix du pétrole de 2014 à 2016, qui représente une impulsion de pouvoir d'achat de plus d'un point de PIB.

Les taux de croissance des pays développés restent modérés au regard du passé. Ils butent cependant d'ores et déjà sur les capacités d'offre. Le risque de tensions apparaît alors que les politiques monétaires continuent d'injecter des liquidités dans le monde.

Nous privilégions un scénario dans lequel le ralentissement de la croissance de 2019-2020 atténue les tensions et autorise une poursuite de la croissance à un rythme proche de la croissance potentielle.

Le présent document de travail présente la problématique macroéconomique actuelle, le scénario de référence privilégié et les perspectives chiffrées pour l'environnement mondial et pour la France.

Les prix du pétrole seraient à peu près stables entre 65 et 70 dollars le baril. L'euro poursuivrait sa hausse en dollars pour atteindre à moyen terme un peu plus de 1,35 dollar. Les taux d'intérêt à dix ans se stabiliseraient au voisinage de 3,5 % aux Etats-Unis en 2020, et 2 % en Allemagne.

La croissance mondiale retomberait de 3,8 % en 2018 à 3,5 % en 2019 et 3,2 % en 2020. Le ralentissement serait plus marqué aux Etats-Unis (1,6 % en 2019 et 1,0 % en 2020). La croissance de la zone euro reviendrait à 1,7 % en 2019 et 1,3 % en 2020.

La France s'inscrirait dans le mouvement général, toujours au-dessous de la moyenne européenne. Le taux de croissance proche de 2 % en 2018, reviendrait à 1,5 % en 2019 et 1,0 % en 2020, puis remonterait légèrement au-delà.

La problématique macroéconomique des prochaines années

L'économie mondiale a connu au cours des quinze dernières années des bouleversements majeurs. Nous en retiendrons trois.

1. L'extraordinaire envolée de la croissance chinoise, à plus de 8 % l'an pendant trente ans. C'est probablement l'événement le plus spectaculaire de l'histoire économique du monde. Cette croissance a été largement fondée sur un gigantesque effort d'investissement. Le taux d'investissement (part de l'investissement dans le PIB) a atteint 46 % en Chine, taux qu'aucun pays n'avait atteint antérieurement. Ce taux a à peine commencé à baisser. Le Japon n'avait pas dépassé 36 % (en 1973), la Corée du Sud 39 % (en 1991).

2. Le deuxième événement majeur a été la crise financière de 2008-2009. C'est une crise de « surproduction », non pas au sens de la surproduction de biens, mais plutôt de « surproduction financière ». Les excès auraient pu se résorber progressivement. Cependant, la forte croissance chinoise avait entraîné une très forte pression sur les prix des produits de base, matières premières et pétrole. Il en est résulté en 2007 un choc brutal de hausse des prix des commodités. Ce choc de coût sur des économies au plein-emploi et déjà en excès de crédit bancaire, notamment aux États-Unis, a fait basculer le monde développé en 2007-2008 dans une récession brutale et une purge financière massive.

3. Enfin, le troisième événement, relativement moins important à l'échelle mondiale, mais crucial pour l'Europe, a été la crise de la zone euro.

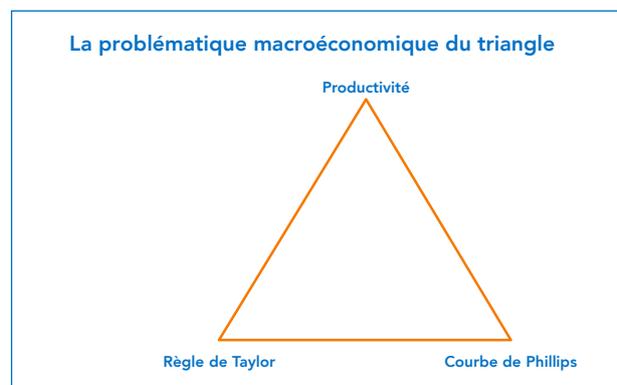
Tout cela appartient désormais au passé. La croissance de la Chine est revenue à des niveaux plus soutenables. Le crédit a repris, à un rythme relativement modéré. Le prix du pétrole est remonté, mais il est loin des sommets antérieurs

et il est pour l'instant relativement stabilisé. Les menaces sur la zone euro ont été écartées par la politique d'argent gratuit en quantité illimitée. La croissance mondiale est un peu plus forte et plus équilibrée.

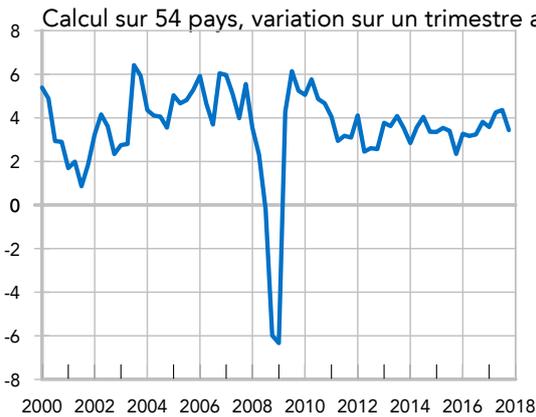
Cependant, le rapprochement des taux de croissance des pays développés et des pays émergents ne doit pas faire oublier qu'il y a toujours deux mondes, qui ont des comportements et des logiques différentes. D'une part, le monde émergent, dont la Chine mais aussi l'Inde et d'autres vastes pays, où le principal moteur est la dynamique de l'offre. D'autre part, le monde développé, dans lequel le jeu des marchés conduit toujours à des cycles économiques. La situation actuelle est une phase favorable du cycle. Mais la période d'expansion est déjà l'une des plus longues depuis les Trente Glorieuses, notamment aux États-Unis. Et si l'économie reste cyclique, il faut commencer à s'interroger sur le moment de l'inversion du cycle.

La problématique du « triangle »

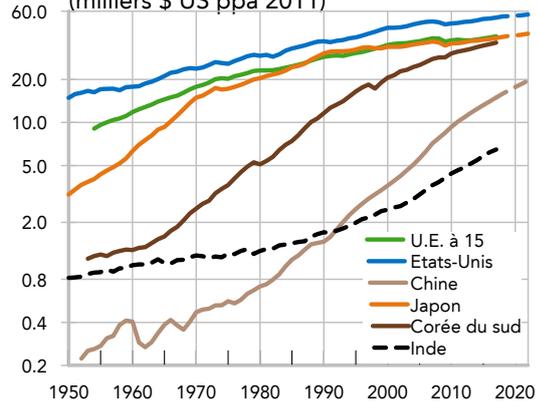
Nous résumerons la problématique en nous appuyant sur l'image du triangle. Trois types de mécanismes sont en interactions entre eux, illustrés par les trois sommets du triangle.



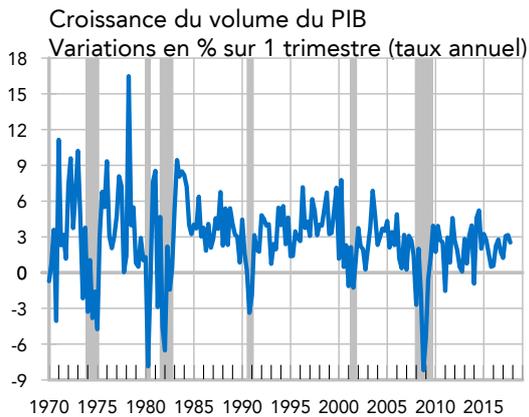
1. La croissance mondiale s'est renforcée en 2017



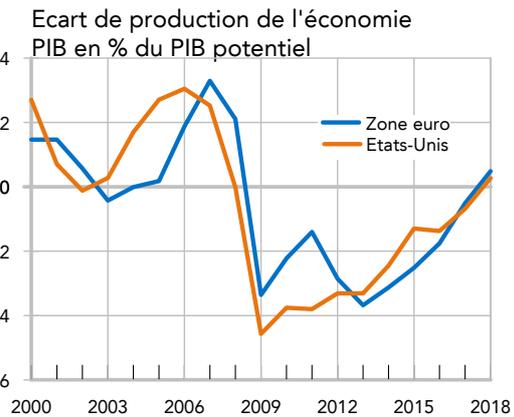
2. Les vagues successives de croissance
Produit intérieur brut par habitant en volume (milliers \$ US ppa 2011)



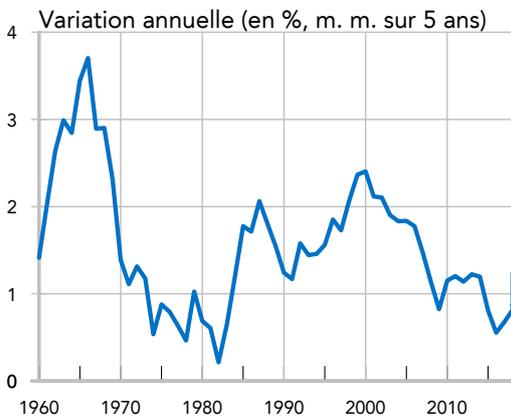
3. Des cycles d'une durée de l'ordre de 8 ans (ici les Etats-Unis)



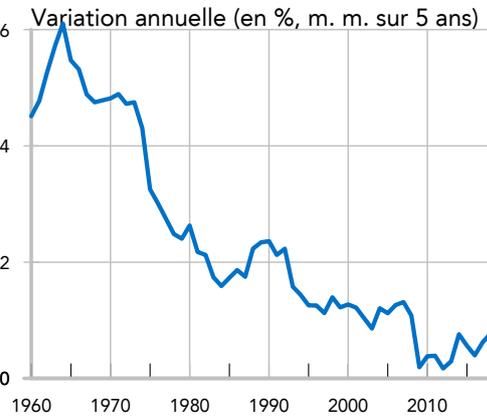
4. Les output gap seraient désormais fermés en zone euro comme aux Etats-Unis selon l'OCDE



5. La productivité apparente du travail aux Etats-Unis



6. La productivité apparente du travail en France



1. **La courbe de Phillips**, qui décrit le lien entre les tensions sur les facteurs de production et le couple prix-salaires.

2. **La règle de Taylor**, qui relie plus ou moins le couple prix-salaires et le taux d'intérêt (et plus généralement, la politique monétaire).

3. Enfin, **la productivité**, qui relie la croissance et les tensions sur les facteurs de production.

Les interactions entre ces relations 1 et 2 expliquent plutôt le cycle économique. La relation 3 détermine plutôt la tendance, mais elle a aussi des liens forts avec la conjoncture car elle influence les tensions sur les facteurs de production. Les années récentes nous ont fait découvrir une situation inédite : des gains de productivité historiquement faibles, voire très faibles ; une règle de Taylor désamorcée ; et une apparente disparition de la courbe de Phillips. Mais s'agit-il là d'un nouvel état durable du monde, ou bien d'une situation temporaire qui toucherait peut-être à sa fin ? Les perspectives des prochaines années dépendront largement des réponses à cette question.

Les tensions sur les facteurs de production

Le rythme d'expansion actuel est supérieur au taux de croissance du PIB potentiel, particulièrement dans l'ensemble des pays développés. Cela pose deux questions : 1. Où en est exactement aujourd'hui le PIB effectif par rapport au PIB potentiel, c'est la question de l'*output gap*. 2. Quel sera le « taux de croissance potentiel » des prochaines années ?

Il n'existe pas de mesure incontestable du PIB potentiel et par conséquent de l'*output gap*. Tout simplement parce que le PIB potentiel n'est pas une limite physique. C'est une zone du niveau d'activité et de production qui entraîne des tensions sur les facteurs de production, et qui crée par conséquent des conditions propices à des hausses de prix et de salaires un peu plus rapides, et nécessite une politique monétaire plus restrictive. Selon les calculs de l'OCDE, l'*output*

gap est désormais refermé aux Etats-Unis et dans la zone euro. Ce qui est sûr aujourd'hui, c'est que l'accélération de la croissance, pourtant modérée, entraîne déjà des tensions sur les facteurs de production dans la plupart des pays développés. La poursuite de la croissance à son niveau actuel ne ferait qu'accroître les tensions sur les facteurs et par conséquent le risque d'amorcer une spirale de Phillips, c'est-à-dire une accélération des salaires et plus d'inflation. Mais il y a une échappatoire aux tensions. C'est la productivité.

La productivité

Il y a un mystère de la productivité. Les gains de productivité du travail ont baissé dans les pays de l'OCDE. De plus de 2 % par an il y a une vingtaine d'années, ils sont revenus à 0,5 % par an après 2010. Plusieurs explications ont été proposées. Nous en évoquerons trois.

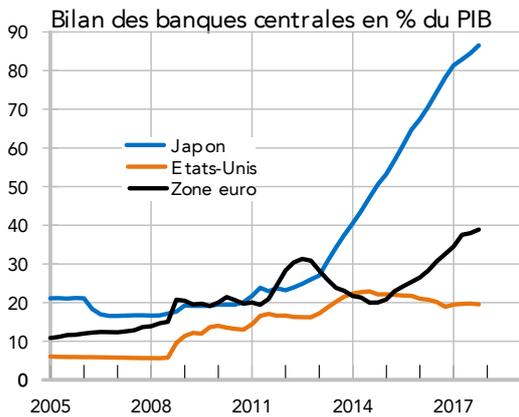
a. Première explication : l'explication par la demande. La crise financière a entraîné une période de stagnation de la demande et de faible expansion. Or, une croissance faible limite les économies d'échelle et le rythme d'incorporation des progrès techniques. Elle affaiblit donc les gains de productivité.

b. Deuxième explication : le milieu des années 2000 marquerait la fin d'une vague de diffusion de la micro-informatique et des technologies de la communication dans les entreprises. D'où un tassement des gains de productivité.

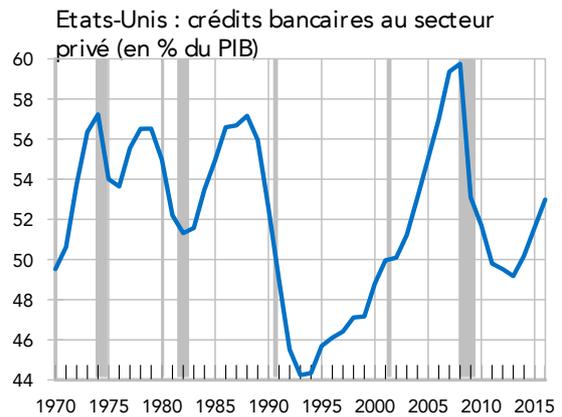
c. Troisième explication : le changement de génération des nouvelles technologies n'est pas la fin du progrès du digital. Au contraire, une nouvelle vague de transformation digitale serait amorcée, mais ses bénéfices n'ont pas encore pu se matérialiser.

Il y a sans doute du vrai dans chacun des arguments. Mais, et on peut aussi les retourner et les interpréter dans un sens inverse, et même trouver dans chacun d'eux des raisons d'optimisme pour l'avenir.

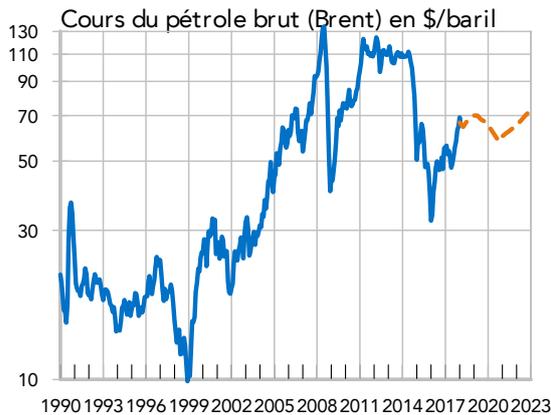
7. Les politiques monétaire quantitatives



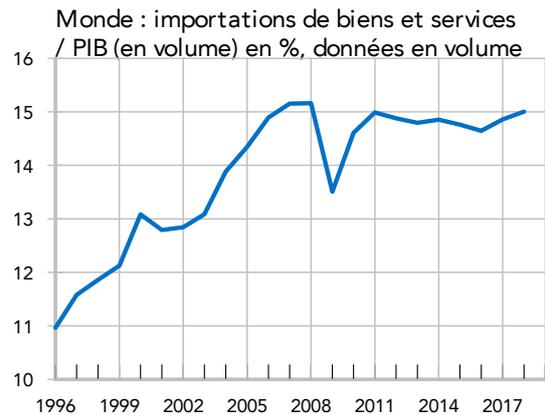
8. La reprise du crédit au secteur privé reste modérée



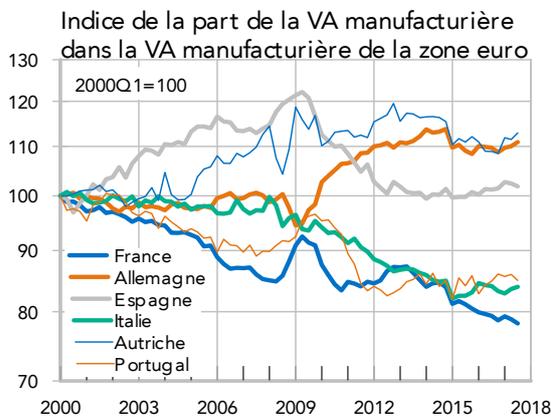
9. Choc et contre-choc pétrolier



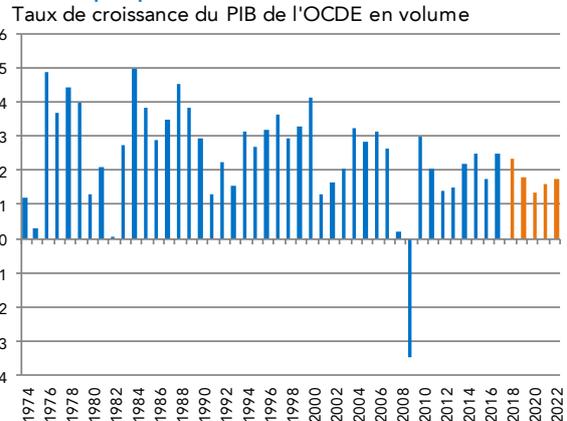
10. L'élasticité du commerce à la croissance remonte à peine



11. Forte divergence des bases industrielles entre pays de la zone euro



12. Nos perspectives de croissance



1. L'argument demande. Si la croissance faible écrase les gains de productivité, quelles qu'en soient les causes, la demande un peu plus forte, ce qui est le cas aujourd'hui, peut entraîner, et elle entraîne déjà, une augmentation des gains de productivité.

2. Pour les deux autres arguments, il est difficile de se prononcer. Mais on peut observer qu'une sorte de fièvre digitale s'est emparée de beaucoup de grandes entreprises. Cette transformation commence à toucher les services logistiques, commerciaux administratifs et bien sûr de production. Les observateurs de l'entreprise voient arriver une véritable révolution des process qui ouvrirait des possibilités de gains de productivité et de rentabilité considérables.

Pour ce qui nous concerne, nous avons privilégié dans ces perspectives l'hypothèse d'une remontée très progressive des gains de productivité du travail au cours des prochaines années.

Les politiques monétaires

Une autre inconnue pour les prochaines années concerne les politiques monétaires. Les *forward guidance* des Banques centrales suggèrent une « normalisation » progressive des quantités de monnaie centrale et des taux, déjà avancée aux Etats-Unis, amorcée en zone euro, encore à venir pour la Banque du Japon. Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale est engagée vers la sortie très progressive de la situation atypique. La Banque Centrale Européenne avance à pas de loup. Elle freine les rachats de titres et renvoie à plus tard les hausses de taux.

Cependant, dans le contexte de croissance, l'alimentation monétaire mondiale, qui continue, facilite l'apparition de bulles périphériques : bulles sur les cryptomonnaies, sur certaines valeurs technologiques, sur le *private equity*, qui est peut-être entré dans un début de fuite en avant qui rappelle celle des années 2000, comme nous l'avons déjà souligné dans notre Analyse et diagnostic n° 44 du 18 janvier [La lune de miel entre l'économie réelle et les marchés financiers peut-elle durer ?](#)

Cependant, pour qu'une véritable bulle financière générale se crée et se développe, il faut des conditions qui ne sont que très partiellement remplies aujourd'hui. La première est que les anticipations de hausse des valeurs des actifs s'installent et s'auto-entretiennent jusqu'à devenir « hors sol ». Cette condition n'était pas très loin d'être remplie. Les à-coups des marchés financiers traduisent de fortes hésitations. 2. La deuxième condition est que l'on mette suffisamment d'essence dans le moteur. L'essence, c'est l'argent. L'argent central coule encore à flot. Mais contrairement à la situation des années 2000, il n'y a pas aujourd'hui de véritables excès de crédit bancaire. Les bilans des banques centrales se sont gonflés démesurément, mais le crédit bancaire au secteur privé reste maîtrisé.

Voilà pour les mécanismes endogènes qui concernent surtout les pays développés. Du côté des variables ou des facteurs exogènes qui pourraient perturber le cours spontané de l'économie, on peut en citer trois : le pétrole, les politiques commerciales et l'Europe.

Trois interrogations majeures

Trois facteurs « exogènes » peuvent faire basculer le scénario présenté ci-après dans un sens moins favorable.

a. Le pétrole d'abord

Après la crise financière de 2008 puis la crise de la zone euro de 2011, 2012, l'événement majeur des années récentes a été l'effondrement du prix du pétrole de 2014-2015. Cette forte baisse a dans un premier temps perturbé les marchés financiers, car elle a entraîné un arrêt de l'investissement pétrolier et même une mini-récession industrielle mondiale. Mais la forte chute du prix du pétrole de 2014 à 2016 a surtout donné un net coup d'accélérateur au pouvoir d'achat et à la croissance des pays consommateurs, notamment à l'Europe. Par exemple pour la France, la facture pétrolière a diminué de 70 à 40 milliards de dollars, ce qui représente 1,5 point de croissance supplémentaire. C'est à peu de choses près l'accélération que l'on a observée. Or, cette impulsion s'estom-

pera avec le temps. Sauf événement politique majeur concernant l'OPEP, nous ne retenons pas dans notre scénario de nouveau choc pétrolier car il reste en effet des réserves d'offre de pétrole, qui devraient « coiffer » les prix.

b. Le protectionnisme

Un nouveau risque est apparu avec la montée du protectionnisme et la menace de guerres commerciales. Or, la tendance du commerce mondial s'était déjà fortement infléchie depuis dix ans (voir graphique 10). Depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, le mantra était la libéralisation de la politique commerciale, particulièrement au travers des arrangements multilatéraux, le Nafta et, pendant les années 90, le marché commun européen. Aux alentours des années 2000, on a vu monter une addition d'obstacles au commerce mondial. Dans un premier temps l'expansion du commerce mondial est restée soutenue par l'insertion de la Chine dans l'économie mondiale et, surtout, par le développement des chaînes de valeur mondiales (les *Global Value Chains* ou GVC).

Pour donner des ordres de grandeur des différents facteurs, l'OCDE a calculé, à partir d'une régression économétrique sur vingt-cinq ans, le poids des différents facteurs dans le ralentissement du commerce mondial, afin d'« expliquer » le changement de tendance observé. La conclusion est que sur un ralentissement de 2,4 points par an entre avant et après la crise (qui correspond à une inflexion de 3,7 % à 1,3 %), le facteur conjoncturel explique 0,9 point, le frein de la libéralisation du commerce 0,6 point et la contraction des GVC 1,2 point, l'effet Chine étant relativement second¹.

L'amélioration conjoncturelle récente n'a pas pour l'instant modifié la relation croissance-commerce, comme le montre le graphique. On devrait espérer un petit rebond en 2017 et 2018, à condition qu'on ne vienne pas casser ce rebond de manière intempestive.

¹ Haugh, D., et al. (2016), « Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is World Trade So Weak and What can Policy Do About It? », OECD Economic Policy Papers, no. 18 <http://dx.doi.org/10.1787/5jl2h45q532-en>.

Pour les annonces américaines récentes, l'impact mécanique, par le jeu des élasticités-prix, d'un simple relèvement des tarifs douaniers sur les importations américaines d'acier et d'aluminium est assez marginal. Mais il faut dépasser les simples effets mécaniques. Les cinq premiers partenaires commerciaux des Etats-Unis détiennent plus de la moitié de la dette extérieure américaine. Comment réagiraient-ils ? Comment réagiraient aussi les marchés des changes ? La seule chose qui soit à peu près assurée, c'est qu'une montée des protectionnismes serait un frein à la croissance mondiale. Au total, nous n'avons pas retenu dans notre scénario un effet significatif qui pourrait être lié au risque protectionniste.

c. L'Europe

Enfin, une dernière incertitude nous concerne directement car elle est européenne. L'Union commerciale et monétaire dans la zone euro est d'abord un projet politique, et un enjeu historique majeur, mais la zone euro n'est pas pour l'instant une zone optimale, ni sur le plan monétaire, ni même sur le plan économique. On constate depuis 1999, le retard d'adaptation des économies nationales alors que les taux de changes sont fixés de façon à conduire à des divergences profondes entre les territoires. Divergence des parts de marché, divergences des bases industrielles, divergences des niveaux de vie (graphique 11). Des pare-feux aux risques financiers, plus ou moins efficaces, ont été mis en place. Mais il n'y a pas de pare-feu aux risques politiques. Il faut donc être attentif à la polarisation croissante des opinions publiques entre les pros et les anti-globalisation et, au sein de l'Europe, entre les différentes visions de l'Union, voire de la zone euro. Nous ne prenons pas parti sur l'évolution institutionnelle probable de l'Europe, mais nous écartons par principe dans notre scénario l'éventualité de nouvelles tensions financières extrêmes dans la zone euro.

* *

Ces raisonnements et ces paris étant posés, le scénario de référence privilégié est présenté dans les pages suivantes.

Présentation générale des perspectives

Le scénario que nous retenons pour les perspectives à cinq ans de l'économie mondiale décline notre conviction que les économies, au moins pour les plus développées d'entre elles, restent sujettes au cycle économique. Des tensions étant apparues avant même que le plan de relance fiscale adopté fin 2017 aux Etats-Unis ne donne sa pleine mesure, nous retenons que cette stimulation accentuera les tensions et débouchera sur l'atténuation de la longue phase de croissance que connaît l'économie américaine. La croissance américaine reviendrait de 2,5 % en 2018 à 1 % en 2020 avant de retrouver une croissance potentielle affaiblie. A nouveau, l'économie américaine dicterait son tempo à l'Europe et aux économies émergentes.

Le scénario, les paris et les risques

La problématique exposée dans les pages précédentes met l'accent sur les interactions possibles entre trois mécanismes pour les prochaines années : la courbe de Phillips, la règle de Taylor, les gains de productivité.

Le rythme d'expansion actuel est supérieur au taux de croissance du PIB potentiel dans l'ensemble des pays développés. La récente accélération de croissance entraîne déjà des tensions sur les facteurs de production. Les conditions propices à des hausses de prix et de salaires qui nécessiteraient une politique monétaire moins accommodante se réunissent. La poursuite de la croissance à son niveau actuel ne ferait donc qu'accroître ces tensions et par conséquent le risque d'amorcer une spirale de Phillips.

Nous tenons compte toutefois d'une remontée progressive des gains de productivité dans notre scénario. Ses grandes lignes sont alors une

quasi-stabilité des prix mondiaux, une accélération temporaire de l'inflation aux Etats-Unis, au-delà de 2 % en 2018, qui conduirait à une hausse vers 3,5 % des taux longs américaine et vers 2 % pour les taux longs allemands. Le dollar poursuivrait sa dépréciation contre l'euro. La croissance ralentirait d'un point d'ici 2020 aux Etats-Unis et en zone euro avant de réaccélérer modestement par la suite.

L'empreinte du cycle économique

La croissance mondiale a atteint son pic. L'activité excédant désormais les niveaux potentiels de production aux Etats-Unis et en zone euro, les conditions propices à une petite bouffée d'inflation se réunissent. Les politiques monétaires ne resteront pas inertes. Elles amplifieront leur normalisation. La phase d'accélération du cycle se terminera bien que des politiques budgétaires un peu plus expansionnistes tentent de la prolonger. Au-delà du cycle, la plupart des économies rejoindraient des rythmes de croissance potentielle affaiblis par rapport aux référentiels antérieurs à la récession de 2008-2009. Cette situation contribue à motiver des mesures protectionnistes aux effets délétères pour la croissance tout autant qu'inflationnistes.

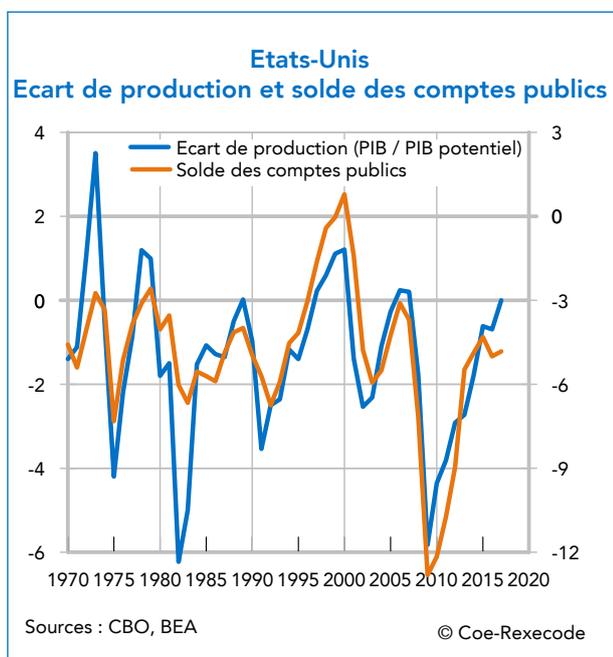
Nous détaillons ci-dessous la trajectoire de l'économie mondiale que nous anticipons comme la plus probable pour la période 2018-2022, avant de préciser les hypothèses que nous privilégions pour les évolutions du prix du pétrole, des changes et des taux d'intérêt. Nous décrivons ensuite notre anticipation de croissance à cinq ans pour l'économie française.

* *

Les chiffres clés de nos perspectives : Scénario de référence

Variations annuelles, en % (sauf autre indication)	00-07 % l'an	07-17 % l'an	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	17-22 % l'an
1 - Taux de croissance de la population active										
Etats-Unis	1,0	0,4	1,3	0,7	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4	0,6
Japon	-0,2	-0,1	0,7	0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
Zone euro	0,9	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5	0,2	0,2	0,0	0,3
2 - Taux de croissance du PIB en volume										
Monde	4,1	3,2	3,1	3,7	3,8	3,5	3,2	3,4	3,5	3,5
Pays OCDE	2,4	1,3	1,7	2,5	2,4	1,8	1,3	1,6	1,8	1,8
Etats-Unis	2,4	1,4	1,5	2,3	2,5	1,6	1,0	1,6	1,9	1,7
Japon	1,3	0,5	0,9	1,7	1,4	1,4	0,5	0,9	1,1	1,1
Zone euro	2,0	0,6	1,8	2,5	2,2	1,7	1,3	1,2	1,2	1,5
Allemagne	1,4	1,2	1,9	2,2	2,3	1,8	1,3	1,2	1,2	1,6
France	1,9	0,7	1,1	2,0	1,9	1,5	1,0	1,1	1,3	1,3
Italie	1,2	-0,6	0,9	1,5	1,4	1,1	0,7	0,6	0,6	0,9
Espagne	3,6	0,3	3,3	3,1	2,8	2,2	1,7	1,5	1,4	1,9
Royaume-Uni	2,7	1,1	1,9	1,8	1,4	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1
Pays hors OCDE	6,8	5,2	4,4	4,7	5,1	5,1	4,8	4,8	4,9	4,9
Chine	10,8	8,3	6,7	6,9	6,4	6,2	5,8	5,6	5,5	5,9
Inde	7,5	7,3	7,5	5,8	7,3	7,6	7,2	7,2	7,2	7,3
Russie	6,8	0,9	-0,4	1,5	2,1	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Brésil	3,5	1,5	-3,6	1,1	2,7	3,0	2,4	2,5	2,6	2,6
Afrique	4,9	3,4	1,4	2,5	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	3,4
Moyen-Orient	5,6	2,8	5,8	1,2	2,9	3,1	2,5	3,0	3,0	2,9
3 - Marchés mondiaux										
Commerce mondial (en volume)	6,5	2,7	2,1	5,2	4,5	3,6	3,0	3,5	3,7	3,7
Importations de l'OCDE	5,3	2,0	2,8	4,6	4,4	3,2	2,6	3,0	3,2	3,3
Importations des pays hors OCDE	10,7	4,8	0,4	6,5	4,8	4,5	4,1	4,6	4,8	4,5
Prix du pétrole (dollar/baril de Brent) *	-	-	45	55	66	69	62	62	68	-
Prix des matières premières en dollar **	-	-	171	184	202	208	199	203	215	-
Prix des matières premières en euro **	-	-	184	195	195	195	180	179	188	-
4 - Taux de change										
1 \$ = ... euro	-	-	0,90	0,89	0,81	0,79	0,76	0,74	0,74	-
= ... yen	-	-	109	112	108	107	105	103	102	-
1 € = ... dollar	-	-	1,11	1,13	1,24	1,27	1,32	1,35	1,36	-
= ... yen	-	-	120	127	134	136	138	139	138	-
1 £ = ... dollar	-	-	1,36	1,29	1,37	1,38	1,46	1,46	1,46	-
5 - Taux d'intérêt à 3 mois										
Etats-Unis (euro-dollar)	-	-	0,7	1,3	2,0	2,8	3,2	3,2	3,2	-
Japon (euro-yen)	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Zone euro (euro-euro)	-	-	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	0,5	0,9	1,0	-
6 - Taux d'intérêt à 10 ans										
Etats-Unis	-	-	1,8	2,3	2,8	3,3	3,6	3,6	3,6	-
Japon	-	-	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	-
Allemagne	-	-	0,1	0,3	0,8	1,2	1,7	2,1	2,2	-
7 - Taux d'inflation										
Etats-Unis	2,7	1,7	1,3	2,1	2,7	2,2	1,9	2,0	2,1	2,1
Japon	-0,3	0,3	-0,1	0,5	0,7	1,3	1,8	1,1	1,2	1,2
Zone euro	2,2	1,4	0,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
Chine	1,9	2,6	1,6	2,3	2,2	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2

* moyenne annuelle, ** hors énergie et métaux précieux



L'année 2018 sera probablement la neuvième année consécutive de croissance du PIB mondial à plus de 3 %. Une progression aussi régulière aussi longtemps n'a jamais été observée depuis le début des années 1970. Elle a été atteinte malgré la récession européenne des années 2012-2013 et malgré celle subie par la Russie et le Brésil en 2015 et 2016. Ce cycle économique exceptionnellement long n'a pas causé d'emballement des cours des matières premières, notamment énergétiques, comme cela avait été le cas à la fin des années 1990 ou en 2007-2008. Sa phase de croissance peut se prolonger à court terme au regard de la tonalité toujours positive des enquêtes de conjoncture s'il n'y avait la réapparition d'un risque inflationniste. La phase d'accélération du cycle économique nous paraît toutefois désormais révolue.

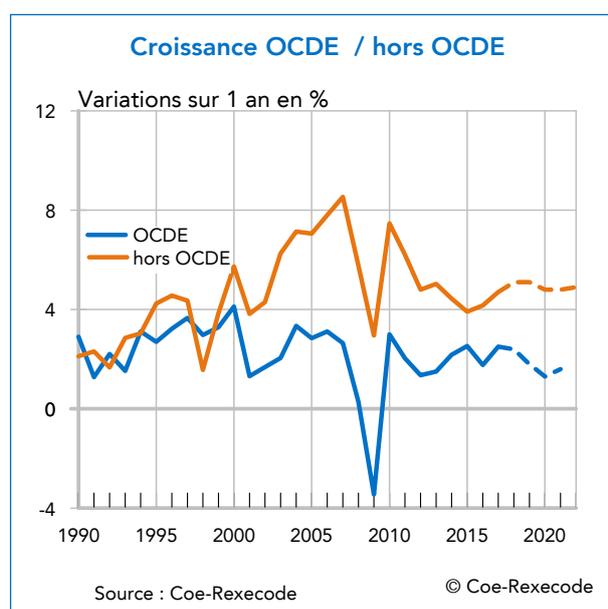
Le basculement du policy-mix

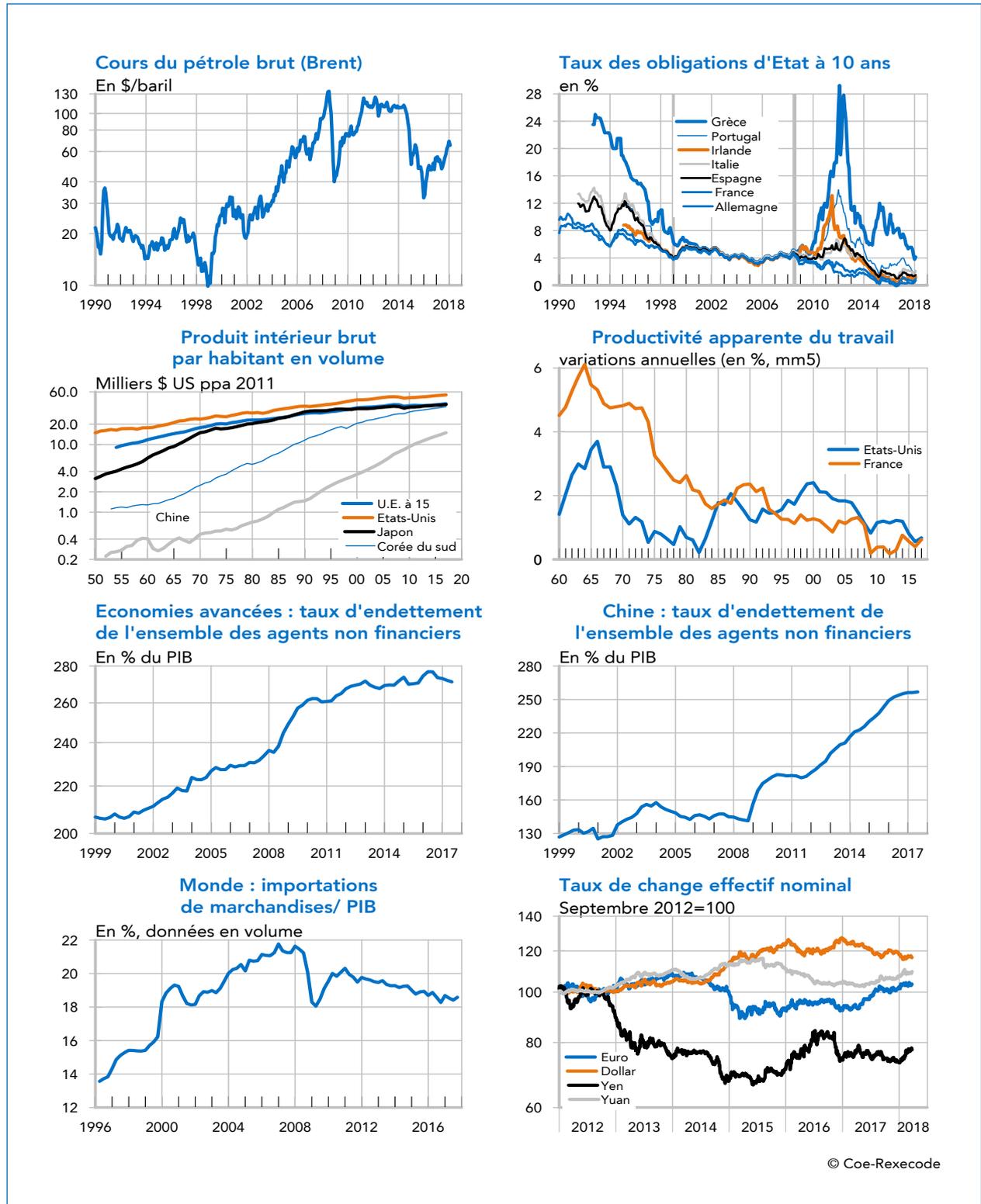
Les feux de la politique monétaire ont été poussés très au-delà des limites de l'orthodoxie via l'explosion de la taille des bilans des banques centrales américaine, japonaise et européenne à partir du

début des années 2010. Cette opération est intervenue au moment où les Etats s'engageaient dans un processus de réduction graduelle de leurs déficits publics fortement dégradés lors de la grande récession de 2008-2009. Cette combinaison d'une politique monétaire ultra-souple et d'une politique budgétaire plus rigoureuse est désormais intervertie, surtout dans le cas américain.

L'impératif de réduction du déficit public s'est progressivement estompé. Il a même disparu du radar aux Etats-Unis qui se sont engagés dans une course débridée de relance fiscale au rendement bien incertain alors même que le solde des comptes publics affiche encore un niveau proche de -5 % du PIB. Un tel niveau est totalement inédit à ce moment précis du déroulement du cycle économique marqué par la fermeture de l'écart de production.

C'est bien parce que la relance américaine s'opère à un point haut du cycle économique qu'elle pourrait déboucher sur un surcroît d'inflation à même de hâter l'orientation un peu plus restrictive des politiques monétaires. Cette réapparition de l'inflation, que les politiques monétaires exceptionnelles n'ont pas été en mesure de réaliser, pourrait désormais être atteinte par





la forte stimulation budgétaire américaine, ne serait-ce que parce que le contexte international a changé, et faire ainsi flancher la croissance non seulement américaine, mais également mondiale.

Vers des tensions contenues sur les prix

Le risque d'un emballement inflationniste reste toutefois faible. Les transformations technologiques liées au déploiement du numérique créent un effet majeur de discipline des prix à l'échelle macroéconomique tout autant que le haut niveau d'ouverture des économies qui a amplifié l'intensité de la concurrence internationale. Le contingentement de la production de pétrole réalisée par les pays membres de l'OPEP n'a pas débouché sur un emballement des cours et nous anticipons qu'il en irait encore de même sur l'horizon de notre prévision, ne serait-ce que parce que le producteur marginal a désormais la nationalité américaine.

Toutefois, le contexte s'est modifié sous plusieurs aspects. Tout d'abord, alors qu'elle tempère son endettement débridé source de formation de capacités productives excédentaires, la Chine est désormais bien moins exportatrice de désinflation à l'échelle mondiale que lors des vingt dernières années. Ensuite, depuis dix ans, les échanges mondiaux n'ont plus progressé relativement au PIB. Si les penchants protectionnistes qui se sont affirmés durant la décennie 2010 venaient à se renforcer encore, c'est une perte d'efficacité productive mondiale et un germe de hausse de prix qui s'accroîtraient.

Enfin, la durée de cette phase d'expansion a déjà porté le niveau d'activité aux Etats-Unis comme en zone euro et probablement aussi dans plusieurs économies émergentes à des hauteurs proches de leur potentiel de production. Les niveaux bas atteints par les taux de chômage et l'allongement des délais de livraison attestent de la proximité de zones de tensions propices à des

hausse de coûts et de prix face auxquelles les banques centrales ne resteront pas inertes.

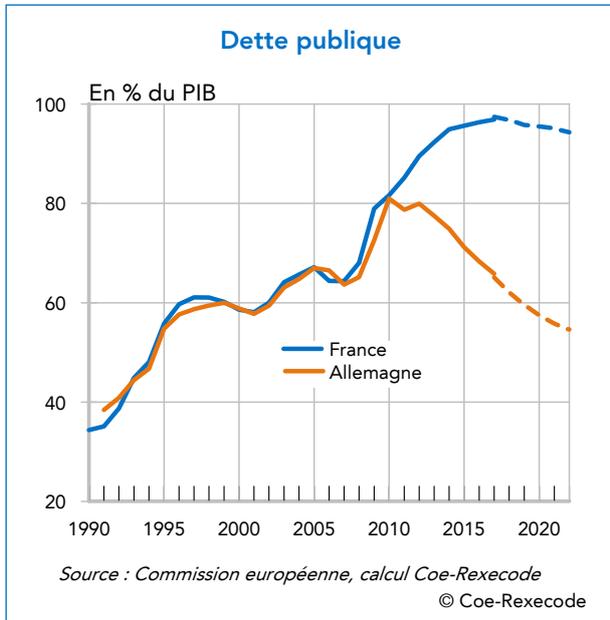
Les étapes de la normalisation des politiques monétaires

Les politiques monétaires mutent en différentes étapes et la Fed a tracé le chemin que pourrait emprunter la BCE à partir de 2019. Ces étapes sont successivement la réduction des achats d'actifs, puis l'amorce d'une remontée des taux avant le pilotage de la réduction de la taille du bilan au moyen de l'absence de réinvestissement des titres venus à échéance. Une dernière étape de la normalisation des politiques monétaires est celle qui vient réintroduire de l'incertitude dans les décisions des banques centrales à rebours des politiques de communications très anticipatrices des niveaux de taux directeurs. Ce faisant, c'est un retour vers un peu plus de volatilité qui pourrait s'effectuer sur les marchés financiers. L'avance prise par la Fed dans la sortie des politiques monétaires exceptionnelles serait cependant progressivement réduite, une circonstance qui plaidera pour la poursuite de la vague de dépréciation du taux de change effectif du dollar amorcée début 2017.

Les déséquilibres de 2018 ne sont pas ceux de 2006

Le ralentissement de la croissance américaine et mondiale que nous anticipons à partir de 2019 pourrait-il prendre des accents plus prononcés que ceux que nous retenons ? C'est l'examen des déséquilibres sur lesquels s'échafaude la phase actuelle de croissance qu'il convient alors d'effectuer. Une référence utile est alors la période 2005-2006 marquée également par la fermeture des écarts de production dans les principales économies.

En comparaison avec cette précédente période, trois sources majeures de déséquilibre sont absentes aujourd'hui. Tout d'abord, nous ne



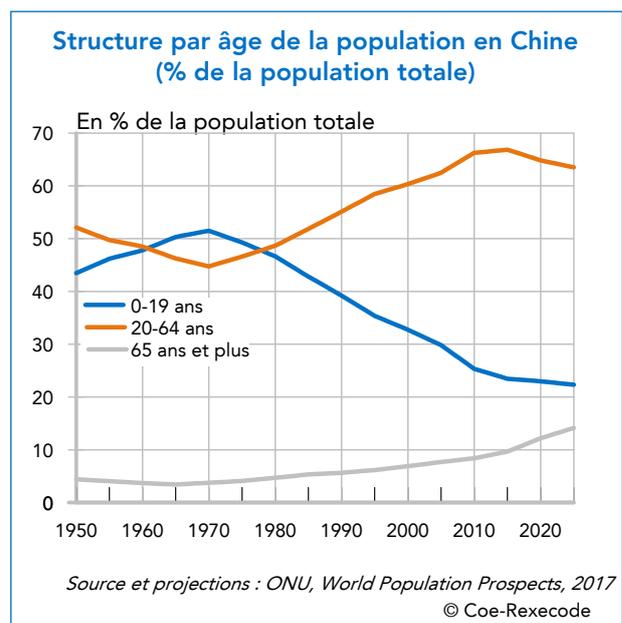
voions pas d'irruption dans l'économie mondiale d'un acteur aussi majeur que la Chine d'ici 2022, un acteur qui viendrait apporter une demande additionnelle déséquilibrante pour les marchés de matières premières notamment et qui accaparerait d'amples parts du marché mondial pour ses biens et services. Ensuite, les risques de solvabilité d'agents privés surendettés paraissent moins prononcés qu'en 2006 quand les défauts sur la dette hypothécaire américaine s'orientaient à la hausse sur fond de retournement du marché immobilier. Retenons toutefois qu'aux Etats-Unis, les hausses de prix sur les logements ont déjà dégradé la capacité des ménages à contracter un emprunt et ce avant même la remontée récente des taux d'intérêt hypothécaires. Enfin, les déséquilibres globaux des soldes courants sont aujourd'hui bien moins accusés qu'ils ne l'étaient en 2006 quand la Chine affichait un excédent courant de 8 % de PIB et les Etats-Unis un déficit courant de 5,8 %.

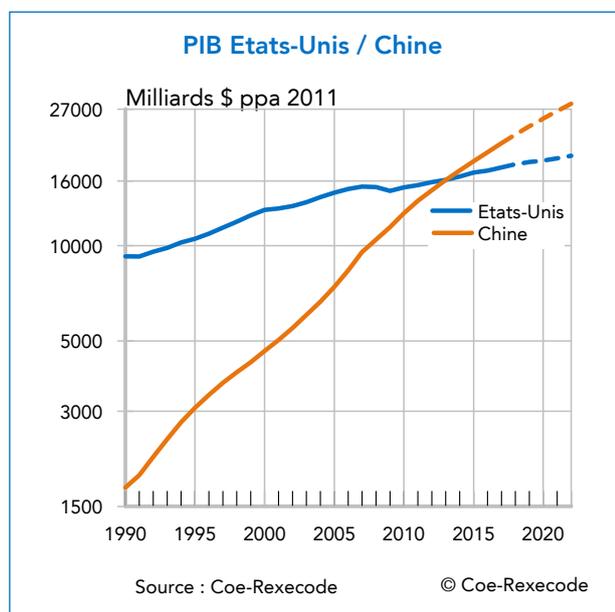
Dettes publiques et dette chinoise en question

Les risques n'ont pas pour autant disparu. Ils ont changé de nature ou plutôt de porteurs. La ques-

tion de la soutenabilité de la dette est probablement moins prégnante pour les ménages et les entreprises américains et européens qu'en 2006. Elle se pose en revanche toujours avec acuité pour ce qui concerne le niveau des dettes publiques ou celui de l'économie chinoise. La sphère publique dans les économies développées et la Chine avaient pris le relais à partir de 2009 à l'échelle mondiale de l'endettement précédemment débridé des agents privés pour soutenir l'activité. Concernant la dette publique, bien que les banques centrales seront désormais bien moins acheteuses de titres d'Etat, la remontée des taux sur obligations d'Etat resterait contenue, ce qui éviterait ainsi un alourdissement marqué de la charge d'intérêt sur la dette publique d'ici 2022. Une volatilité un peu accrue sur les marchés financiers serait en effet plutôt à même de soutenir la demande de titres publics réputés peu risqués.

Le risque porté par l'endettement chinois est pour sa part à apprécier par rapport au contexte de transition fondamentale de cette économie. Celle-ci fait muter son mode d'insertion internationale : d'exportatrice de biens, elle s'affirme de plus en plus comme une exportatrice de





capital afin d'organiser et structurer des réseaux commerciaux d'approvisionnement et de débouchés dont elle serait le centre.

C'est la réussite ou non de ce redéploiement de l'économie chinoise qui fera la soutenabilité de

cet endettement porté pour l'essentiel par les acteurs locaux et dont le potentiel de conflagration à l'échelle mondiale nous apparaît tempéré. La seconde transition chinoise majeure est celle de sa démographie marquée par un vieillissement accéléré de sa population, attesté par le recul de la population en âge de travailler à partir du milieu de la décennie actuelle. Sa croissance ne pourra que fléchir sans compter les impasses environnementales de son développement antérieurement débridé.

Le risque d'en faire trop pour relever le potentiel de croissance

Un autre type de risque est lié au fléchissement dans toutes les économies des rythmes de croissance potentielle. Face aux insatisfactions que génère cette situation, la tentation est grande d'un soutien, notamment public, débridé à l'investissement. Parce que cette circonstance est globale, le risque est grand de voir s'effectuer des choix d'investissement non coordonnés qui ne dégageraient aucunement les conditions de leur solvabilité créant ainsi une zone de fragilité. Enfin, les déséquilibres intra-européens n'ont pas disparu notamment entre les deux principaux

**PIB par habitant en volume (dollars PPA 2011)
Taux de croissance annuel moyen (en %)**

	1990-2000	2000-2010	2010-2017	2017-2022
Etats-Unis	2,2	0,7	1,4	1,0
Japon	1,1	0,5	1,3	1,4
Zone euro	1,9	0,7	1,0	1,4
France	1,7	0,6	0,6	1,0
Allemagne	1,7	1,0	1,3	1,4
Royaume-Uni	2,2	0,9	1,3	0,5
Asie émergente (10 pays)	5,6	6,8	5,6	5,0
Chine	9,4	9,9	7,0	5,6
Amérique latine (11 pays)	1,6	1,8	0,6	1,5
Europe PECO (15 pays)	-1,8	4,3	2,4	2,5
Afrique (45 pays)	0,3	2,7	0,9	1,2
Monde	1,6	2,4	2,2	2,4

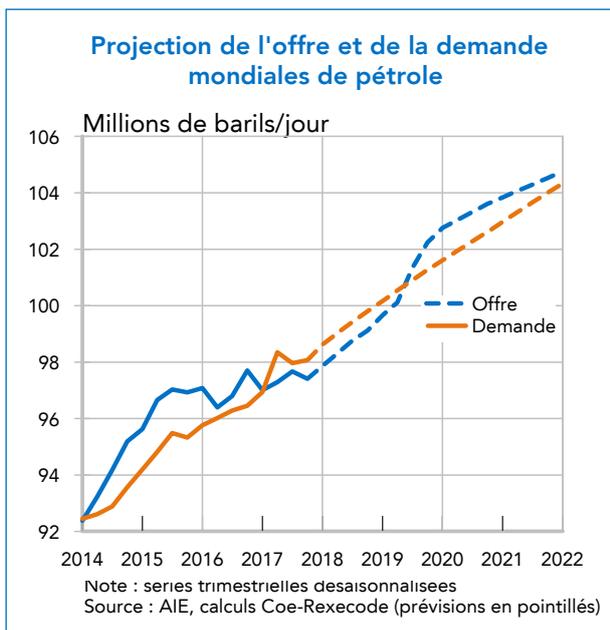
Source : Calculs et projections Coe-Rexecode, Banque Mondiale pour les projections de population.

acteurs de la construction européenne. Ils ont simplement été mis en sommeil par l'intervention de la BCE. Nés de divergences de compétitivité qui ne sont toujours pas résolues, ils ont mué désormais en divergences des trajectoires de finances publiques. D'ici 2022, l'écart entre le poids de la dette publique en France et en Allemagne sera de 40 points de PIB. Il était inexistant en 2010. Seule une lente réduction de l'excédent courant allemand interviendrait alors que le déficit courant en France refluerait à peine. L'Italie est également le creuset de nombreux déséquilibres (soutenabilité de la dette publique, question sensibilité aux mouvements de taux, absence de gains de productivité, compétitivité dégradée) qu'une instabilité politique récurrente ne vient qu'amplifier.

* *
*

En résumé, les croissances nationales seront tendanciellement plus faibles pendant les cinq prochaines années relativement aux cinq dernières années, à l'exception des économies qui ont subi une profonde récession durant cette période (zone euro, Russie, Brésil).

Elles s'opéreront dans un environnement international très tendu, et dans un contexte un peu plus



inflationniste propice à une remontée des taux se généralisant. Le cycle économique se déroulerait ainsi sans verser dans un retour en récession mais tout en cheminant sur une corde raide.

Pétrole

Les cours pétroliers ont plus que doublé depuis le point bas de janvier 2016, à tel point qu'ils sont repassés au-dessus de leur moyenne de long terme en prix réels. Leur orientation devrait rester haussière tant que l'accord OPEP-Russie se prolongera. L'expiration de cet accord, quand elle se matérialisera, devrait toutefois provoquer un nouveau décrochage des cours. Le principal aléa autour de ce scénario consiste en l'éventualité d'un rétablissement des sanctions américaines contre les exportations de pétrole de l'Iran.

Un marché d'offre

Après avoir dégringolé jusqu'à 27 dollars en janvier 2016, le Brent s'est repris, oscillant autour de 65 dollars depuis début mars. Nous anticipons qu'il restera orienté à la hausse jusqu'à ce que l'accord liant l'OPEP et la Russie prenne fin. Une fois cet accord dissout, le Brent pourrait connaître une rechute et passer temporairement sous les 60 dollars, avant de remonter peu à peu à plus long terme. N'oublions pas cependant le scénario alternatif haussier d'un rétablissement des sanctions américaines limitant les exportations de pétrole de l'Iran.

L'équilibre du marché pétrolier mondial nous paraît toujours dépendant de l'offre davantage que de la demande. Cette dernière évolue en effet sur une ligne de tendance assez inerte depuis 2011, respectant peu ou prou une élasticité de 0,4 par rapport à la croissance du PIB mondial en volume. Dès lors, la faible volatilité de la croissance mondiale sur notre horizon de projection (entre 3,8 % en 2018 et 3,2 % en 2020) devrait occasionner des déviations d'ampleur limitée par rapport à cette ligne de tendance. A l'inverse, la trajectoire de l'offre connaît des mouvements saccadés (irruption du schiste américain, retour des exportations iraniennes, accord OPEP-Russie...), lesquels ont été les faits générateurs des situations de sur- ou sous-approvisionnement mondial. Seuls des

chocs de demande massifs tels que la montée en puissance de la Chine dans les années 2000 et la crise de 2008 sont susceptibles de provoquer des mouvements comparables. Nous n'en prévoyons pas en scénario central à horizon 2022.

L'impact de l'accord OPEP-Russie

L'accord de limitation de production conclu par l'OPEP fin 2016, puis rejoint par la Russie, a largement contribué à la remontée des cours pétroliers. La demande mondiale de pétrole dépasse l'offre depuis désormais trois trimestres, ce qui n'était pas arrivé depuis début 2014, juste avant l'effondrement des cours. Les stocks américains de pétrole brut exprimés en jours de consommation sont revenus à proximité de leur niveau moyen de la période précédant cet effondrement. Dès lors, nous anticipons que les cours pétroliers continueront d'évoluer à la hausse tant que l'accord tiendra, pouvant même de nouveau franchir le cap des 70 dollars. Nous supposons que la Russie quittera l'accord début 2019, et que les pays de l'OPEP s'en exonéreront mi-2019.

Le surapprovisionnement reviendra

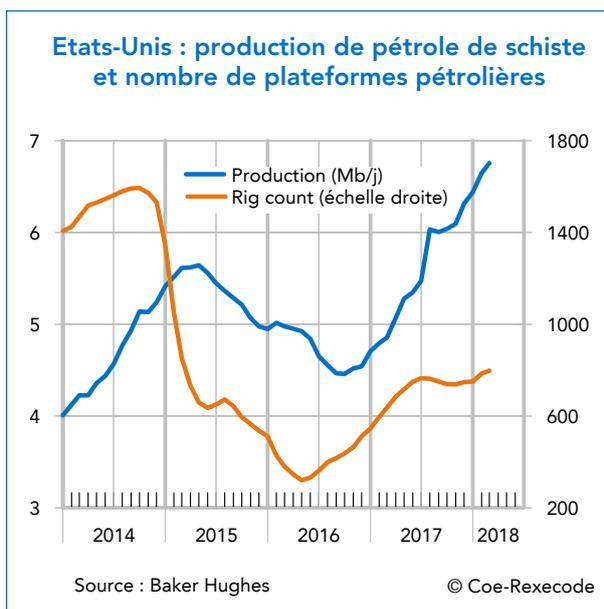
L'accord OPEP-Russie ne pourra pas se prolonger indéfiniment en raison des pertes de parts du marché mondial qu'il inflige aux pays y participant. Celles de l'Arabie Saoudite ont ainsi fléchi de 11,0 % à l'été 2016 à 10,2 % aujourd'hui. Le principal bénéficiaire de ce jeu de vases communicants est évidemment le secteur du schiste américain, dont la production a rebondi de plus de 2 millions de barils/j depuis l'été 2016. Les cours actuels rendant un nombre accru de puits profitables, la production continue d'augmenter à un rythme accéléré. Une fois l'accord OPEP-Russie rompu, ce sont toutefois plus d'1 million de barils/j d'offre qui pourraient faire leur retour sur le marché mondial, générant de nouveau une situation de surapprovisionnement et créant les conditions d'une rechute des cours. Nous avons retenu l'hypothèse que le Brent pourrait alors repasser en-dessous de 60 dollars en 2020. Il faudra attendre quelques trimestres avant que le marché mondial ne retrouve l'équilibre, et les cours une orientation plus haussière.

Des déterminants à plus long terme

D'autres facteurs de plus long terme ont été intégrés à notre scénario. D'une part, rappelons que les sous-investissements des années 2015-2016 pèseront sur le rendement des champs conventionnels à horizon 2020. Cet effet, que l'AIE a estimé à 0,5 million de barils/j en 2020, contribuera à rééquilibrer alors offre et demande mondiales. D'autre part, l'émergence du véhicule électrique constitue une évolution susceptible d'infléchir la demande mondiale de pétrole, le transport routier représentant à lui seul la moitié de la consommation finale de pétrole dans le monde. D'après nos estimations, la demande mondiale de pétrole pourrait dès 2022 se trouver inférieure d'1 million de barils/j à ce qu'elle aurait été dans un scénario 100 % moteur thermique.

L'inconnue géopolitique

Enfin, on ne saurait oublier de mentionner le scénario alternatif d'un rétablissement des sanctions américaines contre l'Iran, dont la menace est brandie par D. Trump pour le printemps 2018. De telles sanctions ont par le passé impacté les importations de la plupart des économies mondiales, en vertu du principe d'extra-territorialité imposé par les autorités américaines. Un



tel scénario aurait le potentiel de faire bondir brutalement les cours mondiaux.

Taux de change

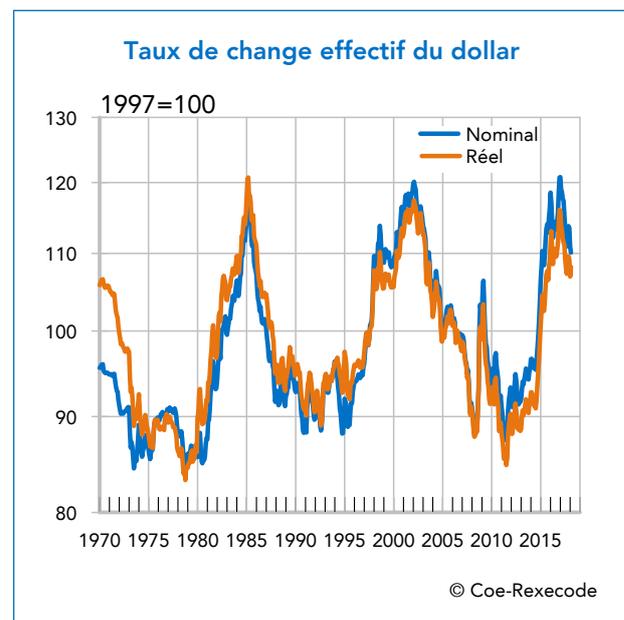
Nous avons anticipé lors des prévisions de moyen terme de mars 2017 que le dollar resterait ferme en 2017 et 2018 au voisinage de 1 euro pour 1,05 dollar avant de se déprécier par la suite. Les faits ont été plus rapides que nos anticipations et une dépréciation du taux de change effectif du dollar s'est manifestée dès le printemps dernier. L'écart de taux entre les placements en dollar et en euro notamment se réduirait en défaveur des premiers et le solde courant se dégraderait aux Etats-Unis conduisant tous deux à une dépréciation continue du billet vert. Ce mouvement, marqué contre l'euro, s'opérerait plus encore vis-à-vis du yuan dont nous anticipons qu'il est désormais placé sur une trajectoire d'appréciation qui sert les intérêts de l'économie chinoise.

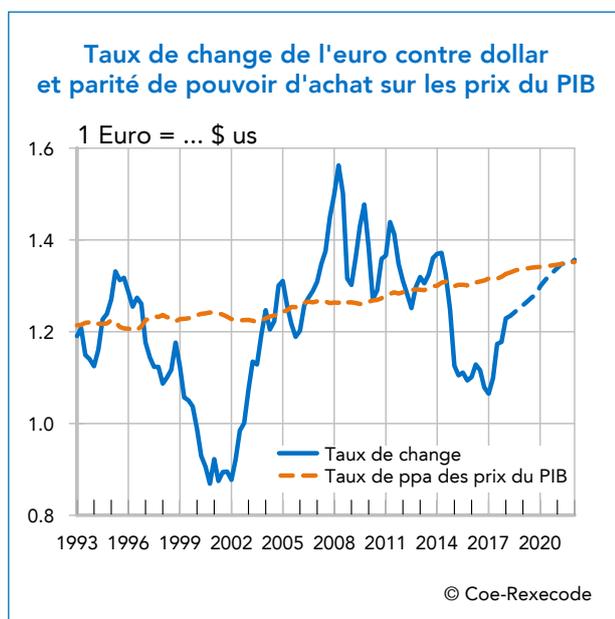
Une quatrième grande vague de dépréciation du dollar a débuté

Le taux de change effectif du dollar a atteint un pic à la fin de l'année 2016. Il s'est depuis déprécié de 8 % en termes nominaux. Pourtant, les anticipations d'une croissance plus forte aux Etats-Unis avec le programme de relance budgétaire et fiscale annoncé par D. Trump et avec la normalisation de la politique monétaire de la Fed étaient propices à une appréciation du dollar contre la plupart des devises. Le rendement accru des titres américains en a renforcé l'attractivité, d'une part. Le moindre activisme de la Fed dans ses achats d'actifs crée un appel d'air pour des investisseurs en recherche de titres d'Etat américain réputés sans risque, d'autre part. Deux circonstances qui auraient dû se révéler favorables au dollar.

De fait, les engagements du reste du monde sur les Etats-Unis se sont sensiblement accrus en 2017. Avec 1 400 milliards de dollars d'acquisitions nettes d'actifs américains par les non-résidents, les entrées nettes de capitaux ont

retrouvé un niveau qui n'avait été franchi qu'en 2007. L'attraction exercée par l'économie américaine s'est donc renforcée. Mais les flux sortants de capitaux ont eux aussi bondi. A 960 milliards de dollars, ils restent inférieurs aux flux entrants, mais ils ont été multipliés par 3 par rapport aux niveaux de 2015 et 2016. L'attractivité des placements aux Etats-Unis pour les non-résidents demeure mais la recherche de diversification des actifs par les résidents américains a pu contribuer en 2017 à l'affaiblissement du dollar contre toutes devises. De plus, si l'écart de taux sur les échéances courtes, vis-à-vis notamment de titres publics de la zone euro, a évolué depuis fin 2016 dans un sens favorable aux placements en dollar, en revanche l'observation est moins claire en ce qui concerne les titres d'une échéance supérieure à cinq ans ; l'écart de rémunération ayant cessé de s'accroître. Nous anticipons que ce dernier mouvement va se prolonger, les taux longs américains ayant pris un peu d'avance dans le processus de remontée par rapport aux taux européens. Par ailleurs, s'il s'est stabilisé en 2017, le solde de la balance des paiements courants américains pourrait se dégrader désormais avec la relance de haut de cycle initiée par





l'administration Trump, soutenant ainsi l'offre de dollar. Ces deux circonstances plaident pour un affaiblissement de ce dernier.

Quelle a été la hauteur des précédentes vagues ?

Les trois précédentes vagues de dépréciation du taux de change effectif réel du dollar avaient débuté en mai 1970, en mars 1985 et en février 2002. Elles avaient mis en moyenne un peu moins de huit ans pour atteindre leur point bas. La dépréciation du taux de change effectif réel du dollar avait été en moyenne de 24,5 % entre les points hauts et les points bas. La quatrième vague amorcée en décembre 2016 n'a que 14 mois d'historique mais elle a déjà occasionné une dépréciation du dollar de 6,8 % en termes réels. Si l'on reproduit l'ampleur moyenne des vagues précédentes, c'est encore une dépréciation de près de 18 points qui pourrait intervenir. A titre d'illustration, le taux de change euro-dollar ressortirait alors à hauteur de 1 euro pour 1,45 dollar contre 1 euro pour 1,23 dollar actuellement et un record à 1 euro pour 1,57 dollar touché en avril 2008. Il serait ainsi très supérieur

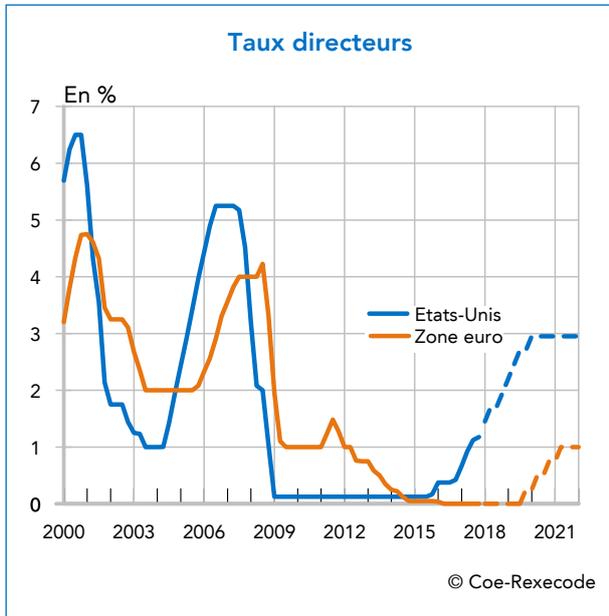
à la parité qui égalise les pouvoirs d'achat sur chaque rive de l'Atlantique et dont nous anticipons qu'elle ressortirait à 1 euro pour 1,36 dollar en 2022. La parité des coûts salariaux horaires dans l'industrie manufacturière ressort pour sa part à 1 euro pour 1,19 dollar. Nous ne retenons pas une marque aussi abrupte et anticipons que le taux de change euro-dollar convergerait vers sa parité de pouvoir d'achat d'ici 2021 avant de s'y stabiliser.

Le mouvement de fond d'appréciation du yuan

Le dollar se déprécierait en revanche un peu plus contre le yuan chinois voire contre la plupart des devises asiatiques, yen excepté. Le yuan a renoué avec une trajectoire d'appréciation contre le dollar depuis un an et il s'est stabilisé contre l'euro. L'enjeu pour les autorités chinoises est d'éviter une appréciation trop rapide de leur monnaie qui viendrait fragiliser la compétitivité des exportations. Pour autant, l'économie chinoise est engagée dans une mutation de son modèle économique qui passe notamment par le développement de flux sortants d'investissement à même d'organiser des réseaux commerciaux structurés autour de la Chine. Une monnaie dont la valeur extérieure s'apprécie est de ce point de vue de l'intérêt des autorités d'autant plus qu'elle permettrait de limiter l'inflation importée. Au-delà des mouvements des parités, c'est aussi le développement du rôle international des différentes monnaies qui sera à surveiller lors des prochains trimestres.

Taux d'intérêt

La normalisation de la politique monétaire se poursuit à la Fed, cependant que la BCE s'engage dans un mouvement analogue. Elle est dans les deux cas envisagée comme un processus très progressif afin de ne pas déstabiliser les marchés obligataires. Cependant, dans la très favorable conjoncture mondiale actuelle, le retour de l'inflation cyclique pourrait prendre ces anticipations à contre-pied en imposant aux autorités monétaires



un durcissement de leurs politiques plus rapide qu'escompté. Dès lors, l'approche très graduelle des politiques monétaires à laquelle les dernières années nous ont habitués ne serait plus de mise.

Une normalisation monétaire qui se poursuit

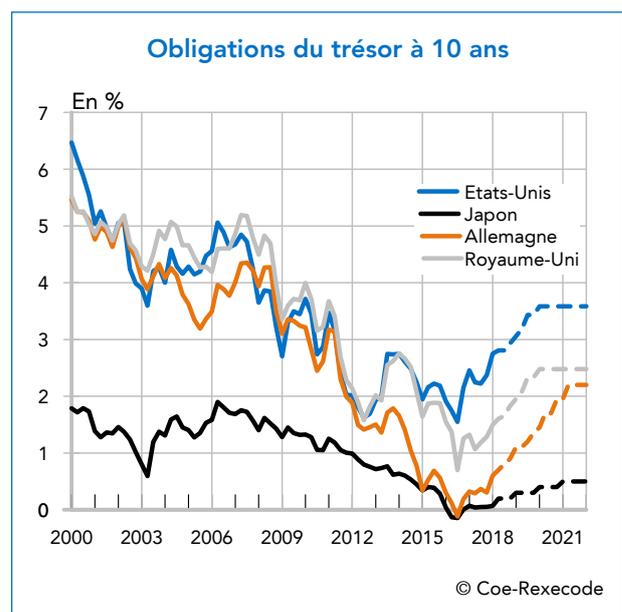
La normalisation des politiques monétaires entamée fin 2015 aux Etats-Unis continue, dans un contexte macroéconomique mondial favorable et alors que les rendements obligataires restent très bas. Confrontée depuis l'élection de Donald Trump à une politique budgétaire expansionniste menée en haut de cycle, la Fed poursuit un durcissement très relatif et graduel de sa politique monétaire : ses taux directeurs ont ainsi été remontés à trois reprises en 2017, cependant que s'engageait en octobre la réduction de son bilan. Celle-ci s'est d'ailleurs accélérée depuis janvier 2018. La BCE, de son côté, est venue elle aussi, avec un retard imputable au décalage des cycles, à un début de normalisation de sa politique monétaire. Son programme de rachat d'actifs devrait durer au moins jusqu'en septembre 2018, mais sa quotité a été ajustée à la baisse, en avril 2017 puis en janvier 2018, avec d'ailleurs une réorientation vers davantage de titres de

dettes d'entreprises. L'évolution de la politique monétaire de la BCE reste donc très progressive.

D'autres banques centrales ont opéré une réorientation de leur politique monétaire. Confrontée à des tensions inflationnistes dues à la dépréciation de la livre consécutive au Brexit, la Banque d'Angleterre a procédé à une hausse de son taux directeur début novembre. La Banque de Corée a pris, en novembre pour la première fois depuis six ans, une décision analogue. Pour autant, les conditions monétaires restent globalement très accommodantes, aux Etats-Unis comme dans la zone euro, au Japon où dans les émergents. Cela exerce une contrainte particulière pour de petites économies ouvertes comme le Canada, la Suède ou l'Australie, qui connaissent des déséquilibres financiers mais maintiennent une politique monétaire expansionniste par crainte de voir leur devise s'apprécier.

Face à un retour de l'inflation cyclique

Le début de l'année 2018 marque cependant un retour des tensions inflationnistes, notamment aux Etats-Unis où les marchés ont été surpris par les chiffres de l'inflation et de l'augmentation salariale. Les politiques publiques mises en



œuvre par l'administration actuelle poussent d'ailleurs également en ce sens. Outre l'augmentation des dépenses publiques et les dispositions fiscales de soutien à l'activité, les mesures visant à limiter l'immigration risquent de pousser à la hausse les coûts salariaux. L'imposition de nouvelles barrières tarifaires sur l'acier, notamment, en renchérissant le coût de la construction, peut affecter les prix de production dans l'ensemble de l'économie. Dès lors, le durcissement monétaire pourrait être plus rapide qu'escompté. Dans les projections établies en mars 2018 par la Fed, le taux médian passerait à 2,1 % fin 2018, et monterait à 2,9 % fin 2019 puis 3,3 % fin 2020, légèrement au-dessus de son niveau médian de long terme évalué à 2,85 %.

Ainsi pour l'année 2018, le consensus envisageait encore récemment trois hausses du taux des Fed funds, mais la possibilité d'une quatrième hausse commence à être sérieusement envisagée. Le taux naturel réel pour les Etats-Unis est considéré aujourd'hui comme bas et stable, du fait de l'évolution encore peu dynamique de l'emploi, des faibles gains de productivité apparente du travail et d'une demande forte d'actifs sans risques. Néanmoins, si l'on se fie à la règle de Taylor, l'écart d'inflation et l'écart de production, en s'accroissant, vont entraîner dans les prochaines

années des hausses de taux. Le retour de l'inflation rend donc la politique monétaire moins prévisible. En Europe aussi, la *forward guidance* pourrait être prise en défaut par l'accélération de l'inflation. Celle-ci reste néanmoins modeste pour l'heure, et notre scénario demeure celui d'une hausse des taux directeurs très progressive.

Différents rythmes de hausses

Dans ce contexte, notre scénario central envisage pour les Etats-Unis un aplatissement de la courbe des taux, résultant d'une augmentation des taux courts plus rapide que celle des taux souverains à long terme, en lien avec l'accélération de l'inflation. Inversement, en Europe ou au Japon, les taux longs pourraient s'accroître davantage que les taux courts, aboutissant à une repente de la courbe des taux à l'horizon de nos prévisions. L'écart de taux à 10 ans entre les Etats-Unis et l'Allemagne pourrait se tendre en 2019-2020 du fait des chocs survenant dans notre scénario macroéconomique mondial, mais se détendrait ensuite à l'horizon de la fin de la projection. Enfin, dans ce scénario, les taux longs réels pourraient redevenir positifs dès 2019 aux Etats-Unis, mais pas avant 2020 en France et 2021 en Allemagne.

Perspectives mondiales

Etats-Unis

Le retour de bâton du cycle économique

Le déploiement d'une relance budgétaire et surtout fiscale en phase haute du cycle économique, sans parler des tentations protectionnistes, accentuera les tensions sur l'économie américaine. La Fed réagirait ainsi à la bouffée d'inflation en durcissant sa politique monétaire un peu plus vivement que prévu. La relance capoterait avant que l'économie ne renoue avec une croissance potentielle affaiblie.

Au-delà des à-coups liés au pilotage budgétaire, la croissance américaine afficherait une croissance en ligne avec un potentiel qui s'est affaibli. Les raisons de ce fléchissement sont à rechercher tout autant dans la modération des gains de productivité apparente du travail (que nous attendons à 1,2 % par an) que dans l'abaissement du taux de participation de la population âgée de 25 à 54 ans ou une moindre plasticité de l'économie. Par rapport aux précédents points hauts du cycle économique, il « manque » encore deux points de taux d'activité du cœur de la population active. Ce sont 2,5 millions de personnes qui sont sorties de l'activité et dont un éventuel retour est crucial pour une restauration du potentiel de croissance.

Chine

Décélération sans heurts

Sous l'impulsion des autorités, l'économie chinoise prend le chemin d'un ralentissement. Malgré cela, la Chine sera tout de même en mesure d'atteindre son objectif de doublement de son PIB par tête de 2010 d'ici 2020. A long

terme, un potentiel de croissance moins favorable implique une mise en œuvre de mesures phares afin d'inverser la tendance récente de la productivité.

Dans le long terme, les perspectives démographiques deviennent moins favorables pour la Chine. D'ailleurs, la progression de la population active est déjà devenue négative en 2017 et le taux de dépendance va inévitablement augmenter avec le vieillissement de la population. Quant à la productivité du travail, si elle est restée vive jusqu'à présent, elle s'inscrit en net ralentissement depuis le début des années 2000. Les gains liés à la réallocation sectorielle de la main d'œuvre s'atténueront encore. Le taux d'investissement devrait baisser compte tenu des efforts de rééquilibrage vers une société de consommation et des efforts pour résorber les surcapacités. Des mesures phares seront nécessaires, à savoir notamment une levée des restrictions sur la mobilité des travailleurs (système du Hukou) et un renforcement du capital humain pour augmenter la productivité.

Japon

Ralentissement en 2020

Pour le huitième trimestre consécutif, le Japon a enregistré une croissance positive, du jamais vu depuis 1989. A l'avenir, la croissance devrait rester relativement stable jusqu'en 2019. L'impact de la prochaine hausse de la TVA se fera sentir en 2020. Toutefois, l'effet sera plus limité qu'en 2014 car cet événement est très largement anticipé. A long terme, l'accroissement de la croissance potentielle nécessite une productivité plus forte pour pouvoir amortir les effets du vieillissement de la population.

Asie

Ralentissement graduel

L'Asie continue de se démarquer des autres régions. En 2017, elle a surtout profité de l'amélioration conjoncturelle mondiale et de la vigueur des échanges qui s'est ensuivie. Les trois années qui viennent seront néanmoins marquées par une décélération graduelle avant que la croissance ne reparte lentement. A long terme, il faudra adopter une stratégie efficace pour contenir la perte de vitesse de la productivité.

Amérique latine

Sous l'emprise des Etats-Unis

Les économies latino-américaines, et en premier lieu le Brésil, ont surmonté les chocs majeurs qui les avaient précipitées dans une récession profonde au milieu de la décennie 2010. En l'absence de hausse marquée des cours des matières premières et alors que la croissance de l'économie des Etats-Unis flancherait, leur potentiel d'accélération paraît réduit. Au total, la période 2018-2022 ressemblerait à une phase de convalescence prolongée de ces économies. Elle les verrait corriger progressivement leurs déséquilibres internes avant de se donner les moyens d'une insertion plus maîtrisée dans l'économie mondiale. Elles resteraient ainsi particulièrement vulnérables à toute évolution des conditions financières (taux, change).

Afrique

Redressement partiel en vue

L'Afrique sub-saharienne devrait afficher une meilleure performance économique à court terme. Toutefois, il sera très difficile d'atteindre le rythme

des années 2010-2013 (5,4 %) compte tenu de faibles hausses des cours des matières premières que nous attendons. La croissance potentielle, quant à elle, s'inscrit en hausse sur la période récente grâce à des perspectives démographiques favorables et à l'investissement public.

Moyen-Orient

Au gré de l'OPEP et des sanctions contre l'Iran

2017 a encore été une année de vaches maigres pour les pays pétroliers du Golfe et une année faste pour l'Iran. La croissance régionale devrait toutefois reprendre peu à peu de l'altitude, si toutefois le recul des cours pétroliers consécutif à la fin de l'accord de l'OPEP ne s'avère pas trop prononcé. La menace d'un retour des sanctions américaines reste une épée de Damoclès pesante qui plane sur les perspectives iraniennes.

Zone euro

Vers un retour au potentiel

La croissance de la zone euro a pris de l'ampleur en 2017 et devrait se maintenir en 2018. Par la suite, elle devrait toutefois fléchir en raison d'une contagion américaine, de l'avancée dans le cycle et d'un frein démographique inexorable. La fin du QE de la BCE représentera un test sérieux. Des avancées institutionnelles rapides apparaissent indispensables pour augmenter les chances qu'il soit franchi avec succès. Nous anticipons au total que la croissance de la zone euro se maintiendra au-dessus de 2 % en 2018, avant de décélérer progressivement vers un rythme légèrement supérieur à 1 % plus conforme à son véritable potentiel de croissance.

Allemagne

La croissance devrait fléchir

L'économie allemande bénéficie d'une phase d'expansion remarquable, qui peut encore se prolonger quelque peu. Mais les signes de tensions sur le marché du travail et dans l'utilisation du capital productif se multiplient. De plus, le déclin démographique annoncé mordrait inexorablement sur la croissance dès 2020. La population allemande a connu en 2015 sa plus forte progression annuelle depuis l'introduction de l'euro (+1,2 %), grâce notamment à l'afflux de réfugiés en provenance du Moyen-Orient. Mais cette source s'est tarie et la population allemande n'a plus progressé que de 0,4 % en 2016. La très forte hausse de l'emploi en 2017 a été permise par un bond de 0,8 point du taux d'activité, mais là aussi cette évolution ne nous paraît pas extrapolable. Les projections démographiques que nous retenons anticipent un recul de la population totale dès 2022 et un recul de la population en âge de travailler dès 2020, en dépit d'une immigration toujours soutenue. Le potentiel de croissance de l'économie allemande paraît par conséquent amené à se tasser. La Bundesbank estime ainsi que la croissance potentielle passera de 1,25 % en moyenne annuelle de 2011 à 2016 à « nettement en-dessous de 1 % par an » au cours de la prochaine décennie.

Italie

Ephémère amélioration

La croissance italienne a surpris positivement en 2017. L'année 2018 profiterait de cette impulsion, mais la croissance se tasserait progressivement les années suivantes. Deux faiblesses structurelles majeures demeurent : l'atonie de la productivité, qui continue de pénaliser la croissance, ainsi que le niveau d'endettement très élevé, qui fragilise l'économie du pays.

Espagne

Retour progressif à la norme

L'économie espagnole a bénéficié d'un effet de rattrapage ces trois dernières années, mais la croissance devrait se tasser et décélérer progressivement. Les défis majeurs à moyen terme sont le marché de l'emploi et l'évolution démographique. Le ralentissement de la croissance limiterait les effets bénéfiques sur l'emploi, et le recul de la population, aussi bien totale qu'active, pose la question du financement de l'économie et limite le potentiel de croissance.

Royaume-Uni

Résilient

L'économie britannique est restée soutenue en 2017 par une demande extérieure dynamique. Toutefois, l'incertitude entourant le futur cadre des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'Union européenne risque à court terme de peser sur l'investissement. Plus durablement, le Brexit devrait affecter le rythme de l'immigration et celui de l'investissement et, ce faisant, risque de peser sur la croissance potentielle.

PECO, Russie

Les facteurs exogènes dictent la croissance

Après un rebond synchronisé en 2017, la croissance dans les PECO au cours des prochaines années serait pénalisée par le ralentissement économique de la zone euro, tandis que le profil de croissance en Russie serait davantage déterminé par les fluctuations des prix du pétrole. En Turquie, la croissance a été exceptionnellement élevée en 2017 mais elle demeure déséquilibrée et ralentirait progressivement d'ici 2022.

France										
	00-07	07-17	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	17-22
	% l'an	% l'an								% l'an
Démographie et marché du travail										
Population totale (mio, France entière)	0,7	0,5	66,9	67,2	67,5	67,8	68,1	68,4	68,7	0,4
Population 15-64 ans (mio, France métrop.)	0,5	0,1	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	0,0
Population active disponible (mio, Fr. métrop.)	0,8	0,4	28,7	28,9	29,0	29,0	29,1	29,1	29,2	0,2
Taux d'activité * (% , France métrop.)	69,7	71,6	72,4	72,7	73,0	73,1	73,3	73,5	73,5	73,3
Taux d'emploi * (% , France entière)	67,8	68,1	69,5	70,2	70,8	71,2	71,3	71,3	71,5	71,2
Taux de chômage au sens du BIT * (%)	8,0	9,2	9,8	9,1	8,3	8,0	8,1	8,3	8,2	8,2
PIB et demande en volume										
PIB	1,9	0,7	1,1	2,0	1,9	1,5	1,0	1,1	1,3	1,3
Demande interne stocks compris	2,2	0,6	1,9	2,3	1,7	1,8	1,1	1,2	1,4	1,4
Demande interne hors stocks	2,2	0,9	2,0	1,9	2,2	1,8	1,1	1,2	1,4	1,5
Consommation des ménages	2,2	0,8	2,1	1,3	1,7	1,5	1,1	1,1	1,2	1,3
Consommation publique	1,7	1,4	1,2	1,6	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
Investissement total	3,1	3,4	2,7	3,7	4,3	3,3	1,4	1,6	2,1	2,5
logement	3,2	-1,5	2,4	5,4	3,6	2,4	1,6	1,6	1,6	2,2
productif	2,9	1,1	3,4	4,4	5,4	3,9	1,1	1,5	2,3	2,8
Exportations de biens et services	3,0	2,1	1,9	3,3	4,0	3,0	2,8	2,8	2,8	3,1
Importations de biens et services	4,1	2,8	4,2	4,1	3,3	3,6	3,0	3,0	3,0	3,2
Facteurs de production et productivité										
Actifs employés	0,8	0,2	0,7	1,0	0,8	0,5	0,1	0,0	0,2	0,3
Productivité horaire (SMNA)	1,6	0,3	0,3	0,6	0,7	0,8	0,8	1,0	0,9	0,9
Durée du travail des salariés (SMNA)	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Taux d'investissement productif en volume* (%)	11,4	12,1	12,4	12,7	13,2	13,5	13,5	13,6	13,7	13,5
Stock de capital net des branches marchandes	2,8	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	1,9	1,6	1,4	1,8
Prix et salaires										
Déflateur du PIB	2,4	0,8	0,4	0,8	1,3	1,7	1,3	1,3	1,3	1,4
Prix de détail	1,8	1,1	0,2	1,0	1,7	1,8	1,4	1,5	1,5	1,5
Taux de salaire horaire brut	2,6	1,8	1,2	1,3	2,1	2,5	2,1	2,1	2,2	2,0
Salaire mensuel de base	-	1,8	1,2	1,3	2,1	2,5	2,1	2,2	2,2	2,1
Principaux ratios des comptes d'agents										
Pouvoir d'achat du RDB des ménages**	2,2	0,7	1,5	1,5	1,1	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0
Taux d'épargne des ménages*	15,3	14,9	14,0	14,3	13,8	13,5	13,3	13,2	13,0	13,5
Taux de marge des SNF en %*	32,6	31,3	31,8	31,7	31,9	32,9	31,9	32,0	32,0	32,1
Solde du compte des adm. publiques (% du PIB)***	-2,8	-4,5	-3,4	-2,7	-2,4	-2,7	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1
Dettes publiques (% du PIB)***	62,0	87,7	97,5	97,4	96,7	96,3	95,9	95,3	94,4	96,3
Comptes extérieurs										
Balance courante (mrds €)	4,1	-20,1	-19,6	-27,1	-27,8	-24,6	-24,0	-27,2	-32,3	-27,2
Balance courante * (% du PIB)	0,3	-1,0	-0,9	-1,2	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1
Taux d'intérêt										
Taux de l'argent à 3 mois	3,1	1,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,1	0,5	0,9	1,0	0,3
Obligations d'Etat à 10 ans	4,2	2,5	0,5	0,8	1,0	1,6	2,2	2,6	2,7	1,8

* Moyenne sur la période
 ** Déflateur utilisé pour le pouvoir d'achat du RDB : Indice des prix à la consommation
 *** Au sens de la comptabilité européenne

Perspectives de l'économie française

Le rebond de la croissance qui s'est manifesté en 2017 devrait se prolonger cette année. Cependant, des contraintes d'offre et un environnement mondial moins favorable entraîneront un ralentissement de l'activité en 2019-2020. Toutefois, l'impact favorable sur le PIB potentiel des mesures prises par le nouvel exécutif depuis son arrivée au pouvoir commencerait à apparaître.

La croissance française a entamé tardivement, au quatrième trimestre de 2016, un rebond qui lui a permis de se rapprocher un peu de celle de la zone euro. Le taux de croissance de la France s'est établi à 2,0 % en 2017 et devrait se maintenir à un rythme comparable en 2018. Le contexte mondial favorable a contribué à cette évolution, mais celle-ci a surtout été soutenue par la bonne orientation de l'investissement. En outre, la consommation des ménages s'est maintenue, grâce à une évolution modérée des prix et à une baisse du chômage, et l'effet stock a été très favorable.

Butée sur des contraintes d'offre

La reprise reste limitée dans son ampleur car elle se heurte à des difficultés d'offre qui se sont accentuées depuis un an. L'insuffisance de capacités installées a stimulé l'investissement productif. Nous nous attendons à ce qu'il continue à tirer la croissance en 2018. Les entreprises font face par ailleurs à des goulots d'étranglement, notamment en termes de délais d'approvisionnement, qui contraignent leur capacité à tirer pleinement parti de la conjoncture favorable. Enfin, les difficultés de recrutement, manifestes dans de nombreux secteurs, vont probablement dans

les prochains trimestres nourrir une accélération des salaires. Le fait que le chômage reste élevé suggère une mauvaise adéquation entre offre et demande de travail. Au-delà des contraintes d'offre enfin, la France risque d'être affectée par le ralentissement de l'activité mondiale que nous anticipons à l'horizon 2020.

Une politique plus favorable à la croissance potentielle

A moyen terme, certaines réformes engagées par le gouvernement devraient permettre d'augmenter le PIB potentiel et le rythme de la croissance potentielle. C'est le cas notamment de la baisse de l'impôt sur les sociétés, ainsi que de la réforme de l'imposition du capital, qui devrait inciter à l'entrepreneuriat. Par ailleurs, les ordonnances modifiant le Code du travail devraient jouer en faveur d'une mobilité professionnelle accrue et soutenir la productivité.

Un problème persistant de compétitivité

Le document de travail n° 66 [La compétitivité en 2017](#), janvier 2018, de Coe-Rexecode montrait que la baisse des parts de marché de la France n'est toujours pas enrayée. La transformation du CICE en baisses de cotisations sociales se traduit par une hausse du coût du travail même si la coexistence des deux dispositifs en 2019 se traduira par une amélioration éphémère du taux de marge des sociétés non financières, et par une rechute temporaire du solde des administrations publiques. Le déficit de compétitivité risque donc de ne pas être comblé d'ici 2022. ■

PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

2018-2022

MARS 2018

Ce document de travail fait la synthèse du dossier annuel sur les **Perspectives de l'économie mondiale à 5 ans** présenté aux adhérents de Coe-Rexecode le 15 mars 2018

En savoir plus :

www.coe-rexecode.fr/Analyses-et-previsions/Perspectives-economiques-et-Bilan-de-l-annee/Perspectives-economiques-a-moyen-terme

Sommaire du dossier (80 p) :

● Scénario de référence

Le retour en majesté du cycle économique	p. 7
Pétrole : un surapprovisionnement gommé par l'OPEP	p. 14
Taux de change : le decrescendo du dollar	p. 16
Taux d'intérêt : vers des trajectoires moins balisées	p. 18

● Risques et opportunités

Le déroulement du cycle américain pourrait-il être plus abrupt ?	p. 22
La détection des retournements d'activité, un art délicat	p. 28
Les déséquilibres européens au révélateur de la fin du QE	p. 30
Où en sont les dettes publique et privée dans le monde ?	p. 34
La Chine vers un changement de régime de croissance à la japonaise ?	p. 36

● Perspectives détaillées

Etats-Unis : le retour de bâton du cycle économique	42-43
Chine : décélération sans heurts	44-45
Japon : ralentissement en 2020	46-47
Zone euro : vers un retour au potentiel	48-49
Allemagne : la croissance devrait fléchir	50-51
France : des réformes pour l'avenir	52-53
Italie : une éphémère amélioration	54-55
Espagne : un retour progressif à la norme	56-57
Royaume-Uni : résilient mais frappé d'incertitudes	58-59
Asie émergente : ralentissement graduel sur les trois prochaines années	60-61
Amérique Latine : sous l'emprise des Etats-Unis	62-63
Europe émergente : les facteurs exogènes dictent la croissance	64-65
Afrique : redressement partiel en vue	66-67
Moyen-Orient : au gré de l'OPEP et des sanctions contre l'Iran	68-69

Coe-Rexecode, l'analyse économique au service des entreprises

1

Un service d'études économiques dédié à l'entreprise

Coe-Rexecode offre à ses adhérents
en exclusivité :

- un **diagnostic** de la conjoncture mondiale
- des **prévisions** argumentées
- un **réseau** d'échanges avec les entreprises adhérentes et les économistes
- une **équipe** disponible (documentalistes, statisticiens, économistes)
- les **outils** de l'analyse économique (tableaux de bord, diapotheques, radars, etc.)

2

Un acteur du débat de politique économique

Coe-Rexecode met à la disposition du public :

- des **documents de travail, notes d'actualité, tableaux de bord, cahiers de graphiques** sur les enjeux majeurs de la politique économique : croissance, compétitivité, emploi, économie numérique, développement durable, finances publiques
- des **enquêtes originales** (trésorerie des entreprises françaises, compétitivité qualité et prix des produits des grands exportateurs mondiaux)

Pour en savoir plus sur le forfait
adhérent ou les études publiques,
contactez-nous :
contact@coe-rexecode.fr




Coe-Rexecode

29 avenue Hoche 75008 PARIS
Tél. (33) 01 53 89 20 89

www.coe-rexecode.fr

twitter @CoeRexecode



Coe-Rexecode

Centre d'Observation Économique et de Recherches pour
l'Expansion de l'Économie et le Développement des Entreprises

Siège social : 29 avenue Hoche • 75008 Paris • www.coe-rexecode.fr
Téléphone : +33 (0)1 53 89 20 89 • Fax : +33 (0)1 45 63 86 79

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 • APE 9412 Z • SIRET 784 361 164 00030 • TVA FR 80 784 361 164
www.coe-rexecode.fr • www.twitter.com/CoeRexecode

ISSN : 1956-0486