

Point de conjoncture mensuel du MEDEF (avril 2018) :

Croissance toujours dynamique en France et dans les économies avancées

Résumé :

- En 2017 la croissance française a atteint +2,0%, un rythme inédit depuis 2011. Le taux de marge des entreprises non financières s'est élevé à 31,7% de la valeur ajoutée, en léger retrait par rapport à 2016 (31,8%). L'accélération de la croissance a contribué à la réduction du déficit public via une hausse des recettes fiscales, mais les dépenses publiques ont continué d'accélérer et la dette publique à s'alourdir. En 2018, le rythme de croissance devrait se maintenir près de 2 %.
- Après avoir enregistré une croissance de +2,5% en 2017, la zone euro devrait ralentir en 2018 et en 2019 pour revenir à sa tendance. Même si les pressions inflationnistes demeurent contenues, la BCE est entrée dans un processus de normalisation de sa politique monétaire. En parallèle, les discussions autour du futur Brexit progressent mais de nombreuses incertitudes persistent. En 2018 et 2019, le Royaume-Uni connaît un fort ralentissement après une bonne année 2017.
- La croissance américaine a accéléré en 2017, mouvement qui devrait s'amplifier en 2018 grâce au stimulus budgétaire. La plupart des indicateurs conjoncturels sont au vert, ce qui laisse penser que l'économie américaine se dirige vers un cycle de croissance record. Néanmoins des premiers signes d'inquiétudes apparaissent sous fond de tensions commerciales croissantes.
- La Chine poursuit son atterrissage en douceur, l'économie indienne devrait nettement accélérer en 2018 et en 2019, le Brésil reste fragile et la Russie bénéficierait de la bonne tenue des cours des matières premières.

France : croissance économique au plus haut depuis 2011, léger repli du taux de marge des entreprises, assainissement des finances publiques en trompe l'œil, rythme de croissance maintenu en 2018

- En 2017, la croissance annuelle du PIB de la France a atteint +2,0%, soit plus du double de la croissance annuelle moyenne de ces cinq dernières années (+0,8 % par an en moyenne de 2012 à 2016). La France n'avait plus connu un tel rythme de croissance depuis les années 2010 et 2011 (respectivement +2,0% et +2,1%). **La demande intérieure a été particulièrement dynamique** avec une accélération de l'investissement des entreprises (+4,4% après +3,4% en 2016) et un ralentissement des dépenses de consommation des ménages (+1,3% après +2,1%) ; **le commerce extérieur est demeuré le talon d'Achille de l'économie française**, sa contribution à la croissance étant une nouvelle fois négative, tout en pesant moins sur la croissance qu'en 2016 (-0,3 point après -0,8 point).
- Selon la première estimation des comptes nationaux de l'INSEE, la valeur ajoutée des entreprises non financières se serait accrue de +4,3% en 2017 après +1,6% en 2016. **Leur taux de marge se serait établi à 31,7% de la valeur ajoutée** après 31,8% en 2016 et resterait encore inférieur de -1,9 point à celui de 2007. Son évolution aurait été hétérogène en fonction des branches : 37,9% de la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière (nettement au-dessus de son niveau de 2007 à 35,0%), 37,2% dans la construction (niveau similaire à celui de 2007), 26,5% dans le commerce (en-dessous du niveau de 2007 à 33,2%) et 31,8% dans les services hors finance et immobilier (en-dessous du niveau de 2007 à 36,1%).
- L'accélération de la croissance économique en 2017 a permis à la France de **faire passer son déficit public en dessous du seuil des 3,0% du PIB (à 2,6% du PIB)** exigé par le Pacte de stabilité et de croissance européen, une première depuis 2007. La France serait ainsi « *sur la voie de sortie de la procédure de déficit excessif* » selon le Commissaire européen aux Affaires économiques et financières Pierre Moscovici. Cette réduction du déficit public s'explique principalement par **l'accélération des recettes publiques** (+4,0% en 2017 après +1,4% en

2016) qui pèsent désormais pour 53,9% du PIB dont **45,4% au titre des prélèvements obligatoires, soit un niveau historiquement haut**. S'agissant de **la dépense publique, elle a continué de s'accroître en 2017** (+2,5% après +1,0% en 2016) et constitue désormais 56,5% du PIB. La dette publique au sens de Maastricht s'élève à 2 218 milliards d'euros (+66 milliards d'euros par rapport à 2016) et représente 97,0% du PIB.

- Au regard du tassement récent des indicateurs issus des dernières enquêtes de conjoncture, **la croissance du PIB français mesurée en rythme trimestriel devrait ralentir au premier trimestre 2018** (autour de +0,4% selon la Banque de France après +0,7% au quatrième trimestre 2017). Dans sa note de conjoncture du mois de mars dernier, l'INSEE indique que « *le pouvoir d'achat des ménages marque temporairement le pas en ce début d'année* ». Des goulots d'étranglements sont apparus dans l'appareil productif et les entreprises déclarent avoir des difficultés à recruter. Les grèves actuelles pourraient encore davantage contraindre les capacités de production (via notamment les freins à la mobilité) dans certains secteurs. Leur effet à court terme serait modéré (en 1995, le conflit social avait coûté de 0,3 à 0,5 point de PIB à la croissance au quatrième trimestre selon Coe-Rexecode), alors que les risques à long terme d'un manque d'ambition dans la réforme pourraient être très importants. **En 2018 la croissance française devrait néanmoins demeurer soutenue** même si les prévisions sont différentes en fonction des institutions : +1,9% selon la Banque de France (mars), +2,0% selon la Commission européenne (février) et +2,2% selon l'OCDE (mars).

Europe : retour progressif à la tendance pour la croissance de la zone euro dans un contexte de normalisation de la politique monétaire et ralentissement à venir de la croissance britannique à un an de la date effective du Brexit

- **En 2017, la zone euro a enregistré une croissance économique de +2,5%**. A la différence des années dites de « sortie de crise » (2014 et 2015), l'embellie conjoncturelle s'est répartie plutôt harmonieusement au sein des Etats membres : +3,1% en Espagne, +2,5% en Allemagne, +2,0% en France et +1,5% en Italie. **Selon les prévisions de l'OCDE, la croissance de la zone euro ralentirait progressivement en 2018 et 2019** (respectivement +2,3% et +2,1%) pour revenir à sa tendance, sans pour autant qu'il y ait « *de motifs d'inquiétude sur cette croissance qui est très forte, très solide et très bien répartie* » selon Benoît Cœuré (membre du Directoire de la Banque centrale européenne).
- Dans ce contexte de reprise économique, **la Banque Centrale Européenne (BCE) a amorcé en janvier dernier la normalisation de sa politique monétaire** en réduisant ses rachats nets d'actifs mensuels (*quantitative easing ou QE*) de 60 à 30 milliards d'euros même si les pressions inflationnistes demeurent limitées (taux d'inflation annuelle en mars de +1,4% et de +1,0% pour l'inflation sous-jacente). Lors de la réunion de politique monétaire du 8 mars dernier, la BCE a acté le processus de normalisation en retirant de son communiqué officiel la mention faisant référence à la possibilité pour l'institution « *d'augmenter les rachats en cas de besoin* » d'ici à septembre 2018 (date programmée de la fin du QE). La BCE continue d'avancer avec prudence comme en atteste l'effort de pédagogie de Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 8 mars dernier pour minimiser l'importance de ce retrait.
- Après avoir beaucoup décéléré en 2016 après l'annonce du vote en faveur du *Brexit*, **la croissance du PIB britannique a moins ralenti que prévu en 2017** (+1,7% après +1,8% en 2016 et +2,2% en 2015). A un peu moins d'un an de la date effective du *Brexit*, l'OCDE juge que la croissance britannique devrait fortement ralentir en 2018 et 2019 (respectivement +1,3% et +1,1%) dans le sillage d'une chute à prévoir de la livre qui devrait renchérir les prix des biens importés et ainsi pénaliser le pouvoir d'achat des ménages (en décembre 2017, le principal indice de confiance des consommateurs calculé par l'agence GfK est tombé à son plus bas niveau depuis quatre ans). Si le Royaume-Uni et l'Union européenne sont parvenus après d'âpres discussions à certains progrès sur quelques-uns des points sensibles de la rupture (notamment « *chèque de sortie* »), de nombreuses incertitudes demeurent notamment sur la nature des futures relations commerciales. A ce stade, les modalités du *Brexit* ne sont pas fixées et le scénario d'un *Brexit* dur, au 29 mars 2019, sans transition ni accord commercial préférentiel, ne peut pas être écarté.

Etats-Unis : vers un cycle de croissance record, indicateurs conjoncturels bien orientés, taux de chômage au plus bas depuis décembre 2000 mais premières inquiétudes liées à l'introduction de droits de douanes

- **En 2017 la croissance du PIB américain s'est élevée à +2,3%**, mieux qu'en 2016 (+1,5%) mais moins bien qu'en 2015 (+2,6%). Le cycle de croissance est actuellement âgé de 106 mois soit le deuxième plus long après celui de 1991-2001 (120 mois). A en croire les derniers indicateurs conjoncturels et les prévisions des instituts internationaux, le cycle de croissance américain semble se diriger vers un record de longévité. Dans ses

prévisions de mars en effet, l'OCDE table sur une croissance de +2,9% en 2018 et de +2,8% en 2019 (rythme inédit depuis 2005) dans le sillage de la réforme fiscale de l'Administration Trump et de la hausse des dépenses publiques qui ne manqueront pas de renforcer le *momentum* de l'économie américaine.

- **Les derniers indicateurs conjoncturels sont bien orientés.** Selon le *Conference Board*, le moral du consommateur américain est au plus haut depuis la fin des années 2000 dans un contexte où son pouvoir d'achat augmente en raison de l'amélioration continue du marché de l'emploi (qui tire les salaires vers le haut) et de la baisse de l'impôt sur le revenu. Pour rappel, les dépenses de consommation des ménages représentent structurellement un peu plus des deux tiers du PIB américain. S'agissant des entreprises, les enquêtes menées auprès des directeurs d'achats suggèrent une croissance soutenue de leur activité : dans le secteur manufacturier, l'indicateur avancé ISM a atteint en février son plus haut niveau depuis mai 2004.
- Après avoir créé plus de 2,1 millions d'emplois privés dans le secteur non agricole en 2017, ***l'économie américaine a créé +605 000 postes au premier trimestre 2018.*** A ***4,1% de la population active, le taux de chômage est depuis six mois à son plus bas niveau depuis décembre 2000.*** Enfin, l'évolution des salaires est globalement compatible avec la cible d'inflation « proche mais inférieure à 2,0% » de la banque centrale américaine (Fed). Dans ce contexte, la Fed devrait poursuivre son resserrement monétaire graduel comme l'a indiqué le Président Jérôme Powell dans une allocution le 06 avril dernier à Chicago (« *tant que l'économie demeure globalement sur sa trajectoire actuelle, de nouvelles hausses progressives du taux des Fed funds seront le meilleur moyen d'assurer les objectifs* »).
- Si l'économie américaine se porte globalement bien, ***l'escalade des tensions commerciales fait néanmoins peser des risques.*** C'est ce qu'indiquait l'OCDE dans ses prévisions de mars (« *les tensions commerciales sont dommageables pour la croissance et l'emploi (...) et il est indispensable de préserver le système commercial international fondé sur les règles* »). C'est ce qu'a confirmé le FMI le 10 avril par l'intermédiaire de sa directrice générale Christine Lagarde qui a indiqué que « *des nuages plus sombres* » commençaient à faire leur apparition en raison « *de pratiques déloyales qui doivent être éliminées et qui peuvent laisser des traces sur les balances commerciales entre les pays* » avant d'ajouter que « *la meilleure façon de s'attaquer aux déséquilibres macroéconomiques n'est pas d'imposer des droits de douane mais d'avoir recours (...) à des outils budgétaires ou des réformes structurelles* ». Enfin dans l'enquête ISM de mars, de nombreux chefs d'entreprises américains (issus du secteur des machines et équipements, de celui de la métallurgie et produits métalliques ou encore de la chimie) ont fait part de leurs inquiétudes concernant la guerre commerciale qui se profile entre Etats-Unis et Chine avec l'introduction de droits de douanes sur les importations.

Economies émergentes : poursuite de l'atterrissement en douceur de la Chine, accélération de l'économie indienne à un rythme élevé, sortie de récession pour la Russie et le Brésil

- ***Après avoir connu un ralentissement continu de sa croissance entre 2011 et 2016, le PIB chinois a accéléré en 2017 (+6,9% après +6,7% en 2016)*** notamment du fait des mesures de relance et du rebond de la demande mondiale. La tendance au ralentissement devrait néanmoins être de retour en 2018 et 2019 (respectivement +6,7% et +6,4% selon l'OCDE) du fait de causes structurelles : épuisement des moteurs de croissance traditionnels, déclin de la population active, endettement des entreprises.
- ***Selon l'OCDE le PIB de l'Inde devrait croître de +7,2% en 2018 et de +7,5% en 2019*** (après +6,6% en 2016). Cette accélération correspondrait à un rebond, après le ralentissement subi par l'économie indienne en 2016 du fait de la démonétisation des billets de 500 et 1 000 roupies (qui a provoqué une pénurie de billets et une mini-crise de confiance) et de l'instauration d'une nouvelle taxe directe sur les produits et les services (qui, censée harmoniser et clarifier au niveau national le système complexe de taxes indirectes, a finalement pris de court de nombreuses entreprises mal préparées).
- ***Le Brésil est sorti en 2017 de l'une de ses récessions les plus profondes avec un taux de croissance de +1,0%.*** La croissance devrait accélérer en 2018 et 2019 (respectivement +2,2% et +2,4%). Cette reprise serait le fruit d'un retour de la confiance lié notamment au renforcement institutionnel en matière de transparence après les affaires de corruption. Pour autant, reprise n'est pas synonyme de sortie de crise et la situation politique demeure fragile (arrestations récentes de personnes proches du Président Michel Temer).
- Après deux années de récession, ***la Russie a renoué avec la croissance en 2017 (+1,5%)***. Son PIB devrait accélérer en 2018 (+1,8%) du fait notamment de la bonne tenue des cours des matières premières.