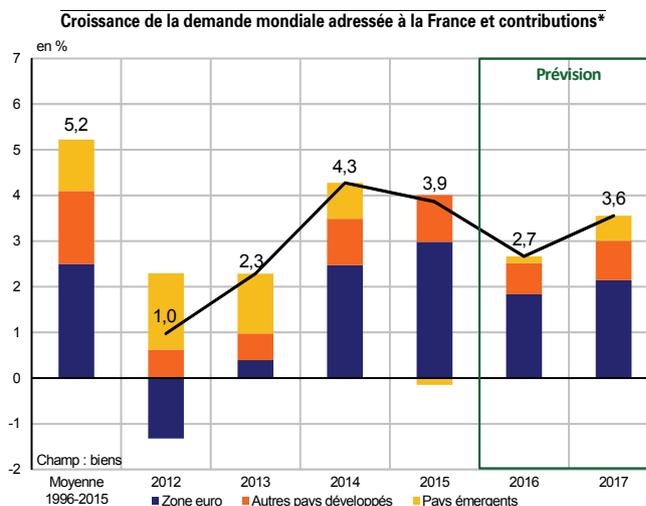


## La situation économique à l'été 2016 : une croissance modérée gagnant graduellement en dynamisme

- Après avoir baissé en 2015 dans le sillage des économies émergentes, la croissance mondiale montre de nouveaux signes de fragilité en 2016. L'activité mondiale est notamment pénalisée par un trou d'air aux États-Unis au 1<sup>er</sup> semestre. Elle devrait accélérer en 2017 portée par un regain de dynamisme américain et les sorties graduelles de récession au Brésil et en Russie.
- L'incertitude consécutive au référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne (UE) pénaliserait la croissance britannique d'environ un point au total en 2016 et 2017. À cet horizon, l'impact proviendrait essentiellement d'une détérioration de la confiance des entreprises et des ménages, d'une dégradation des conditions financières et d'une hausse possible de la volatilité sur les marchés. Ce ralentissement britannique affecterait de façon limitée la croissance en zone euro. Ainsi, la croissance qui s'est encore renforcée début 2016 n'augmenterait plus en 2017 en lien avec la dissipation progressive de facteurs externes positifs (baisse des prix du pétrole et dépréciation de l'euro) et l'effet du *Brexit*.
- Aux États-Unis, l'activité devrait accélérer en 2017 après la dissipation du trou d'air de 2016, lui-même lié à l'appréciation passée du dollar et à la difficulté du secteur pétrolier pénalisé par la faiblesse des prix du pétrole. De même, l'activité japonaise accélérerait en 2017, portée par un plan de relance massif. Dans les économies émergentes, la croissance serait globalement un peu plus dynamique en 2017 qu'en 2016 malgré une poursuite du ralentissement en Chine et un freinage attendu en Turquie. Cela s'expliquerait principalement par les sorties de récession en Russie et au Brésil.
- Le commerce mondial poursuivrait son ralentissement en 2016, du fait d'importations décevantes en zone euro et en Chine au 1<sup>er</sup> semestre et du ralentissement de la demande intérieure des pays anglo-saxons. Il accélérerait graduellement en 2017, grâce notamment au plus grand dynamisme de l'activité. La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil similaire, tout en gardant un rythme de croissance supérieur à celui du commerce mondial, les exportations françaises dépendant moins des économies émergentes que le commerce mondial.
- L'ampleur des effets du référendum britannique reste incertaine. La croissance du Royaume-Uni sera sensible aux avancées des négociations sur la sortie de l'UE, tandis que le *policy-mix* britannique pourrait être modifié pour davantage soutenir la croissance. Les orientations de politique budgétaire représentent également un aléa important, notamment au Japon où le *timing* et l'ampleur du plan de relance sont incertains. Dans les économies émergentes, des tensions politiques et financières subsistent et le rééquilibrage chinois reste associé à des risques importants. À l'inverse, la reprise attendue au Brésil et en Russie en 2017 pourrait être plus forte que prévu au vu des récents signaux conjoncturels encourageants. Les aléas pesant sur ce scénario économique international apparaissent équilibrés.

Source : DG Trésor.

\* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 23 août 2016.

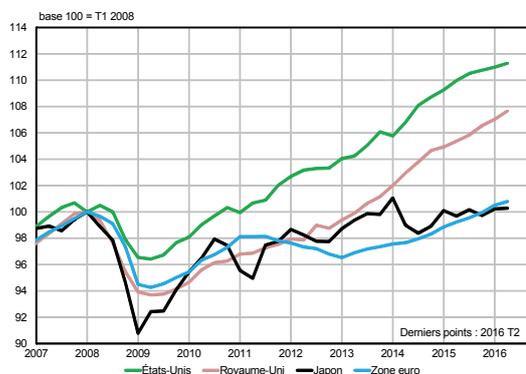


# 1. La croissance mondiale a faibli au premier semestre 2016, dans le sillage des États-Unis et de la Chine

**Début 2016, l'activité mondiale a montré des signes de ralentissement.** Cela s'explique principalement par le net ralentissement des États-Unis, et par une situation toujours dégradée dans certains pays émergents. Dans le

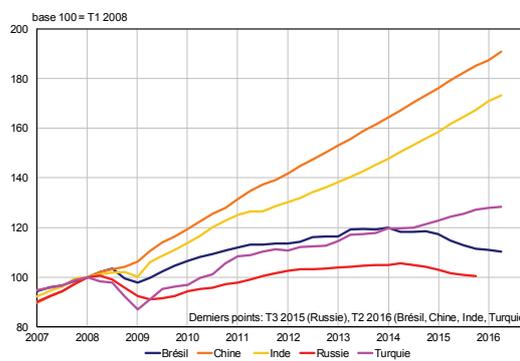
même temps, la reprise a continué de s'affirmer en zone euro, alors que l'économie britannique est apparue assez résiliente à l'approche du référendum sur son maintien dans l'Union européenne (cf. graphiques 1 et 2).

Graphique 1 : évolution du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 2 : évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

## 1.1 La croissance reste faible dans les économies émergentes mais des signaux plus favorables sont apparus

**L'activité dans les économies émergentes reste pénalisée par la persistance de facteurs externes et internes défavorables.** Les économies émergentes sont affectées par la poursuite du ralentissement de l'économie chinoise, le resserrement progressif des conditions de financement internationales et la faiblesse des prix des matières premières qui touche en particulier les pays exportateurs peu diversifiés (notamment Moyen-Orient, Russie, Venezuela). Ces facteurs externes exacerbent les vulnérabilités structurelles des économies émergentes et les risques associés au haut niveau d'endettement du secteur privé. Les incertitudes politiques (Afrique du sud, Brésil, Turquie, Venezuela) et géopolitiques (Moyen-Orient, Russie) pèsent sur l'activité et l'investissement privé. L'ensemble de ces facteurs amoindrit les marges de manœuvre budgétaire et monétaire pour soutenir l'activité.

**La situation des principales économies émergentes demeure contrastée.** Le rythme de récession s'amoindrit au Brésil et en Russie en raison notamment de la stabilisation des prix des matières premières et des gains de compétitivité permis par les dépréciations passées. En Chine, les autorités soutiennent budgétairement et monétairement l'activité ce qui modère le rythme de ralentissement dans un contexte de rééquilibrage de l'économie vers la consommation et les services. L'Inde se distingue favorablement avec une croissance dynamique, tandis qu'en Turquie la croissance s'est montrée résiliente jusqu'ici malgré des vulnérabilités sous-jacentes et des incertitudes politiques croissantes.

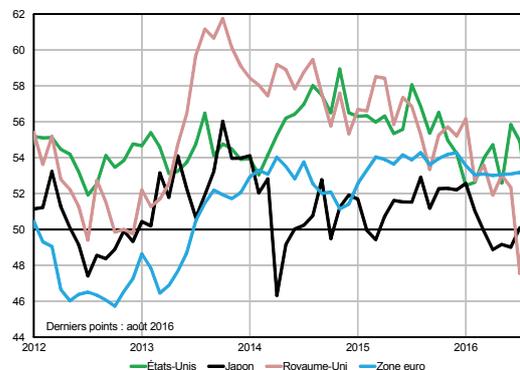
## 1.2 La croissance s'affermir début 2016 dans les principales économies avancées mais diminue nettement aux États-Unis

**Dans les économies avancées, les évolutions du premier semestre ont été inégales.** En zone euro, la reprise s'est affermie (+1,8 % en rythme annualisé, après

+1,4 % en rythme annualisé au 2<sup>nd</sup> semestre 2015), conduisant à un acquis de croissance de +1,3 % pour 2016. De même, au Royaume-Uni, après une croissance en léger recul au 1<sup>er</sup> trimestre, le 2<sup>e</sup> trimestre a surpris par son dynamisme en amont du référendum sur l'appartenance à l'Union européenne. Dans le même temps, la croissance de l'activité a déçu aux États-Unis : l'industrie américaine a souffert de l'appréciation du dollar et – dans le secteur extractif – de la faiblesse du prix du pétrole. Au Japon, alors que la reprise semblait se confirmer en début d'année, l'activité a stagné au 2<sup>e</sup> trimestre.

**Les indicateurs conjoncturels disponibles mi-2016 suggèrent des situations contrastées parmi les économies avancées** (cf. graphique 3). Les enquêtes auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière et dans les services rebondissent nettement au Royaume-Uni en août après s'être brusquement dégradées en juillet suite au référendum. De même au Japon, après s'être dégradées depuis le début de l'année, les enquêtes se redressent depuis juillet après l'annonce d'un plan de relance. Aux États-Unis, l'indice ISM composite semble suivre une dynamique baissière depuis la mi-2015 malgré quelques à-coups. En zone euro, les enquêtes indiquent un climat des affaires stable.

Graphique 3 : enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière et des services dans les économies avancées



Sources : ISM, Markit

## Encadré 1 : Impact macroéconomique du référendum britannique à horizon 2017

L'issue du référendum britannique sur l'appartenance à l'UE a entraîné une réaction brutale et rapide des marchés : les principaux indices boursiers européens ont chuté –en particulier les valeurs bancaires–, la livre s'est fortement dépréciée et la volatilité a augmenté sur le marché des changes. Les investisseurs ont privilégié les actifs sûrs, ce qui a entraîné une forte baisse des taux souverains à 10 ans allemand, français et américain. Deux mois après l'issue du référendum britannique, les marchés semblent toutefois s'être stabilisés. Cependant, les valeurs bancaires restaient à fin août loin de leur niveau d'avant référendum et de celui de début d'année.

**Le Royaume-Uni devrait connaître un ralentissement de l'activité en lien avec les incertitudes sur la procédure de sortie de l'Union européenne.** Une possible dégradation de la confiance des entreprises et du climat des affaires (cf. graphique 4) pourrait conduire à des reports ou des annulations d'investissements (intérieurs et investissements directs étrangers). Les créations d'emploi seraient alors également affectées (en raison des incertitudes et de la baisse des perspectives de croissance). La baisse de la confiance des ménages et de leur pouvoir d'achat (suite à la dépréciation de la livre) pourrait pénaliser leur consommation et leurs investissements. Par ailleurs si le cadre institutionnel des relations commerciales ne sera pas modifié à court terme, il est possible que les échanges pâtissent d'un certain effet d'anticipation et de l'incertitude quant à leur évolution future. Des tensions sur la balance courante pourraient également apparaître en lien avec la baisse des flux de capitaux entrants. Certains éléments viendraient atténuer l'ampleur du choc attendu : les gains de compétitivité de l'économie britannique liés à la dépréciation de la livre et l'assouplissement de la politique monétaire par la BoE.

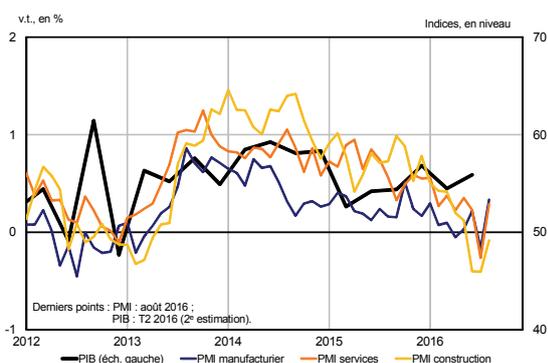
**Les perspectives de croissance pour le Royaume-Uni seraient dégradées de l'ordre de -1 pt au total sur deux ans, aboutissant à une prévision de +1,7 % et +1,2 % pour 2016 et 2017. Cette évaluation est proche du scénario modéré détaillé par la Commission européenne<sup>a</sup>.** À cela devrait s'ajouter à plus long terme le coût d'une sortie de l'UE dont l'ampleur dépendra des accords conclus entre le Royaume-Uni et l'Union européenne et de la durée de la période d'incertitude précédant leur signature, ainsi que de l'ampleur de la réaction des marchés.

**L'issue du référendum britannique affectera également les pays partenaires via trois principaux canaux : (i) le canal commercial, (ii) le canal de l'incertitude et (iii) le canal du change.** Si la majeure partie des partenaires du Royaume-Uni est exposée à ces trois canaux, l'ampleur de ces impacts diffère selon les liens commerciaux et les caractéristiques intrinsèques des pays considérés. Le graphique 5 illustre ainsi l'exposition respective des économies suivies à ces différents canaux. L'importance du canal commercial dépend essentiellement du poids des exports à destination du Royaume-Uni dans les exportations du pays considéré et plus globalement de l'ouverture commerciale du pays. L'importance des incertitudes et le canal du change sont illustrés par l'ampleur du choc subi par différentes variables en réaction au vote : la variation de l'indice boursier domestique, la variation du taux souverain et la variation du taux de change effectif nominal (TCEN)<sup>b</sup>. Est également considérée la variation de l'indice PMI entre le mois de juillet et le mois de juin (qui capture probablement aussi des facteurs indépendants du *Brexit*). Enfin, la montée des incertitudes pourrait dégrader les conditions d'octroi de crédit, d'autant plus dans les pays déjà fragilisés par une détention élevée de créances douteuses.

**Certains pays seraient plus touchés par les conséquences du référendum.** Le Japon serait le pays le plus durement affecté par le canal du change suite à la forte appréciation du yen (jouant le rôle de valeur refuge sur le marché des changes), mais est peu sensible aux autres canaux. Les États-Unis devraient être affectés de manière modérée par les différents canaux. En revanche, la zone euro devrait voir son activité économique plus affectée via le canal commercial d'une part et via la hausse des incertitudes et les craintes de contagion d'autre part.

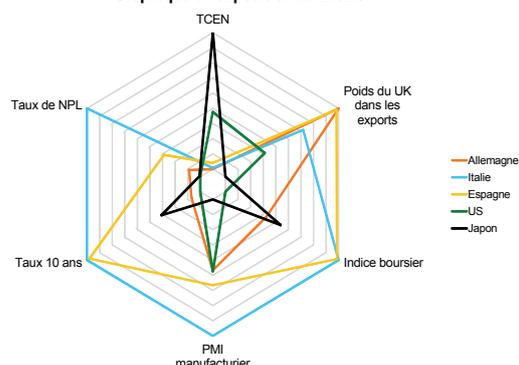
**Au final, le Brexit affecterait de manière différenciée les principales économies de la zone euro.** L'Allemagne souffrirait principalement de l'incertitude des investisseurs, qui pèserait sur l'investissement. L'Espagne serait davantage affectée, principalement via le tourisme et l'emploi. L'Italie serait la plus touchée, en particulier si le *Brexit* exacerbe les vulnérabilités bancaires, ce qui freinerait la reprise du crédit et l'investissement. Au total, la croissance de la zone euro serait amputée d'environ ¼ de point sur l'horizon de prévision, en cohérence avec l'évaluation de la Commission européenne dans son scénario modéré.

Graphique 4 : évolution du PIB britannique et indices PMI



Sources : ONS, Markit.

Graphique 5 : exposition au Brexit



Sources : Data Insight, Chelem, Banque Mondiale, Markit, ABE.

a. *The Economic Outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU*, juillet 2016.

b. Afin d'isoler les effets liés au résultat du référendum, les variations sont calculées entre le 23 juin (jour du vote) et le 24 juin (jour des résultats du vote).

**Les politiques monétaires des grands pays avancés restent accommodantes malgré une volonté affichée de normalisation de la part de la Fed.** Face aux risques de ralentissement économique consécutif au référendum, la *Bank of England* (BoE) a abaissé son taux directeur de 25 points de base (à 0,25 %) et augmenté massivement son

programme d'assouplissement quantitatif (de 375 Md£ à 545 Md£). Si la baisse des taux était anticipée par les marchés, les mesures quantitatives l'accompagnant ont surpris par leur ampleur. La Banque Centrale Européenne (BCE) a renforcé son programme de *Quantitative Easing* (QE)<sup>1</sup>, de manière plus importante qu'anticipé par les

(1) La BCE a augmenté ses achats mensuels de titres de 20 Md€ à 80 Md€ à partir d'avril 2016 et a commencé en juin 2016 à acheter des obligations corporate notées investment grade et émises en zone euro.

marchés afin d'assouplir les conditions de financement des entreprises et amplifier la reprise du crédit. De même, la *Bank of Japan* (BoJ) poursuit sa politique monétaire très accommodante. Outre les innovations introduites en début d'année (taux d'intérêt négatifs sur une partie des réserves), la BoJ s'est déclarée prête à assouplir de nouveau sa politique monétaire si besoin. La *Fed* poursuit également une politique accommodante : elle a maintenu ses taux inchangés lors des réunions de juin et de juillet compte tenu des incertitudes autour du référendum britannique. Elle est toutefois la seule grande banque centrale qui semble en passe de normaliser sa politique monétaire dans les trimestres à venir.

**L'abondance de l'offre de pétrole, conséquence des décisions de l'OPEP et de la production de pétrole non-conventionnel notamment, alimente la faiblesse des prix du pétrole, qui bénéficie au pouvoir d'achat des ménages des économies avancées<sup>2</sup>.** Un léger rebond a toutefois été observé ces derniers mois, le prix du baril

s'étant approché des 50 \$ en juin, alors que la production canadienne était touchée par les incendies de Fort McMurray et que de violents incidents avaient lieu dans le Golfe du Niger.

### 1.3 Le référendum britannique a contribué à accroître les incertitudes sur les marchés

**L'issue du référendum a agité les marchés financiers, alimentant un climat d'incertitude qui est malgré tout resté contenu au cours de l'été.** Les valeurs boursières ont connu un recul marqué à l'annonce du résultat du référendum britannique, avant de se reprendre dans les semaines suivantes. Le résultat du référendum a également été accompagné d'une forte dépréciation de la livre, et d'une baisse marquée des taux souverains des principaux émetteurs jugés sûrs (y compris le Royaume-Uni). Les incertitudes sur les résultats des stress-tests bancaires publiés fin juillet ont également contribué à une certaine volatilité même s'ils ont été globalement bien accueillis par les marchés.

## 2. La croissance mondiale diminuerait légèrement en 2016 avant d'augmenter en 2017, portée par le regain de dynamisme américain et certaines économies émergentes

Sur l'ensemble de l'année 2016, la croissance mondiale serait en léger repli par rapport à 2015, affectée par les mauvaises performances de début d'année. Malgré l'impact du référendum britannique, la dissipation du trou d'air qu'ont connu les États-Unis et l'amélioration de la situation en Russie et au Brésil permettraient à l'activité mondiale d'accélérer en 2017.

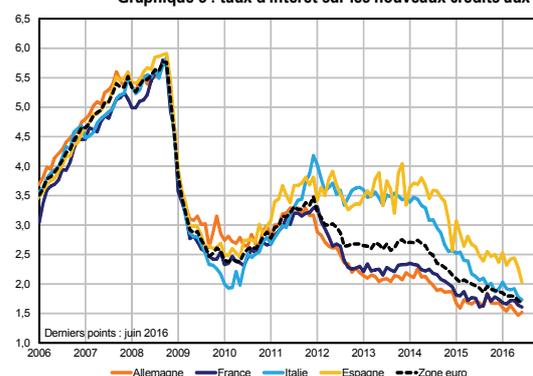
### 2.1 Au Royaume-Uni et en zone euro, l'activité n'accélérerait plus, affectée par les effets du référendum britannique

**Au Royaume-Uni, l'activité continuerait à ralentir** (+2,2 % en 2015, après +3,1 % en 2014, puis +1,7 % et +1,2 % en 2016 et 2017 respectivement). En effet, l'issue du référendum sur la sortie de l'Union européenne a ouvert une période d'incertitudes entravant la croissance de l'activité (cf. encadré 1). Toutefois, l'environnement extérieur, qui avait pesé sur la croissance en 2014 et 2015, viendrait la soutenir à l'horizon 2017. La forte dépréciation de la livre depuis le référendum et l'accélération de la demande mondiale devraient soutenir les exportations quand les importations ralentiraient en ligne avec la demande intérieure. En outre, dans notre scénario, la BoE s'orienterait vers une nouvelle baisse des taux entre fin 2016 et début 2017, potentiellement associée à de nouvelles mesures quantitatives.

**Les conséquences du référendum britannique pénaliseraient la zone euro, dont l'activité n'accélérerait plus.** Les facteurs externes qui ont stimulé la croissance en 2015 (baisse des prix du pétrole et dépréciation de l'euro) se dissiperaient progressivement. Le dynamisme de l'emploi soutiendrait la consommation des ménages, dans un contexte d'inflation toujours modérée. L'investissement des entreprises serait pénalisé par l'incertitude accrue liée au référendum, malgré une amélioration notable des conditions de financement dans les pays périphériques (cf. graphique 6). La reprise du crédit, favorisée par les mesures mises en œuvre par la BCE, pourrait toutefois être contrainte par la vulnérabilité du système bancaire dans certains pays. Par ailleurs, les exportations seraient soutenues par l'accélération de la demande mondiale, portée par le redressement de la

demande dans les pays émergents, mais pâtiraient toutefois du *Brexit*.

Graphique 6 : taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux SNF



Source : BCE.

**En Allemagne,** l'activité devrait accélérer en 2016 (+1,8 %), avant de ralentir en 2017 (+1,4 %). Malgré l'amélioration de l'emploi, le taux de chômage pourrait cependant augmenter légèrement en 2017 avec l'intégration progressive des migrants sur le marché du travail, même si le nombre des nouveaux arrivants devrait décliner à l'horizon de la prévision après avoir bondi à 1,1 million en 2015. En réponse à cela, la consommation publique resterait dynamique ; les finances publiques resteraient toutefois très excédentaires, ce qui conduirait à une baisse rapide de la dette.

**En Italie,** la croissance se stabiliserait en 2016 et 2017 (+0,8 % comme en 2015). La reconduction partielle en 2016 des exonérations de cotisations sociales sur les embauches en CDI soutiendrait les créations d'emploi, dans un contexte de faible dynamisme de la productivité. Bien qu'allant, le rythme de reprise de l'investissement en équipement reste incertain dans la mesure où l'ampleur de l'accélération dépendrait de l'amélioration de la situation financière des entreprises italiennes et de la reprise du crédit, freinée par les fragilités du système bancaire.

**En Espagne,** la croissance resterait robuste malgré une décélération en 2016 (+3,0 % après +3,2 % en 2015) et,

(2) Cf. Camatte H., Darnet-Cucchiari M., Gillet T., Masson E., Meslin O., Padieu Y. et Tavin A. (2016), « Baisse du prix du pétrole : quelles conséquences pour l'économie mondiale et pour la France ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 168, Avril.

surtout, en 2017 (+2,1 %), compte tenu de l'atténuation de la dynamique de rattrapage. L'évolution modérée des coûts salariaux et l'amélioration de sa compétitivité hors-prix depuis la crise devraient continuer de soutenir les exportations et permettre à l'Espagne de consolider les gains de parts de marché enregistrés ces dernières années.

## 2.2 L'activité accélérerait en 2017 au Japon et aux États-Unis

**Aux États-Unis**, la croissance devrait diminuer en 2016 (+1,5 % après +2,6 % en 2015), puis progresser en 2017 (+2,1 %). Le fléchissement de l'activité en 2016 s'expliquerait par l'effet de plusieurs chocs externes : baisse des prix de l'énergie, appréciation du dollar et moindre demande mondiale qui ont fortement touché les secteurs manufacturier et des hydrocarbures. La dissipation de ces chocs sur l'horizon de prévision devrait permettre un rebond de l'investissement des entreprises, malgré la perspective de remontée des taux directeurs, et des exportations en 2017 entraînant ainsi une accélération de l'activité. Le marché du travail afficherait une orientation favorable avec le passage du taux de chômage sous son taux naturel contribuant à un plus grand dynamisme des salaires.

**Au Japon**, après une année 2016 marquée par le renchérissement du yen, la croissance accélérerait en 2017, soutenue par une politique budgétaire favorable. En effet, la hausse de TVA prévue en avril 2017 a été repoussée à octobre 2019 et un plan de relance budgétaire massif a été annoncé au 2<sup>nd</sup> semestre 2016. Ce soutien budgétaire permettrait à l'économie d'accélérer. L'appréciation du yen pénaliserait néanmoins les exports, mais surtout les marges des entreprises, ce qui se traduirait par des salaires moins dynamiques.

## 2.3 L'activité dans les économies émergentes accélérerait graduellement dans le sillage du Brésil et de la Russie

**La croissance des économies émergentes augmenterait progressivement en 2016 et 2017, notamment grâce à la sortie de récession anticipée au Brésil et en Russie.** Le ralentissement de la Chine, la faiblesse des prix des matières premières et le durcissement des conditions de financement internationales continuent de peser sur les économies émergentes. En particulier, l'activité des pays exportateurs de matières premières (notamment au Moyen-Orient) est pénalisée par les mesures de consolidation des finances publiques rendues nécessaires par la faiblesse des prix. L'horizon s'est toutefois quelque peu éclairci depuis début 2016 grâce aux mesures de soutien à l'activité en Chine, à un léger rebond des prix des matières premières et à une

remontée plus graduelle que prévu des taux directeurs américains. Ces facteurs, ainsi que les gains de compétitivité liés aux dépréciations passées du taux de change, permettent d'anticiper une sortie de récession en Russie et au Brésil, où la clarification de la situation politique a rassuré les investisseurs.

**En Chine**, le ralentissement de l'activité se poursuivrait en 2016 et en 2017 en raison de facteurs structurels tels que le rééquilibrage du modèle de croissance et de facteurs conjoncturels liés notamment au ralentissement de l'investissement privé. L'économie chinoise reste fragilisée par les surcapacités industrielles et immobilières, la progression rapide de la dette des entreprises et la hausse des créances douteuses. Néanmoins, le ralentissement serait atténué à court terme par un stimulus monétaire et budgétaire qui semble important même si son ampleur exacte reste difficile à évaluer.

**Au Brésil**, le rythme de la récession se réduirait graduellement, dans la continuité des signaux moins négatifs observés depuis début 2016. La croissance trimestrielle pourrait redevenir positive courant 2017, bénéficiant notamment d'un regain de confiance des investisseurs suite à la clarification de la situation politique. L'activité resterait néanmoins pénalisée par la consolidation budgétaire, une politique monétaire contrainte par l'inflation élevée (bien que globalement en baisse depuis le début d'année) et des vulnérabilités structurelles (déficit d'infrastructures, productivité faible).

**En Inde**, la croissance resterait soutenue en 2016 et 2017, principalement alimentée par la consommation tandis que l'investissement pâtirait du ralentissement de l'investissement public prévu dans le cadre du budget pour l'année fiscale 2016/2017. Toutefois, l'investissement privé pourrait bénéficier des nouvelles opportunités offertes par l'instauration de la TVA unique (*Goods and Services Tax*) et de la politique d'ouverture de différents secteurs d'activité aux investissements directs étrangers.

**En Russie**, une sortie de récession semble possible d'ici le début 2017 malgré la prorogation des sanctions internationales, l'économie bénéficiant de la stabilisation du prix du pétrole et de la dépréciation passée du rouble. Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir l'activité étant limitées, notamment sur le plan budgétaire, la croissance resterait inférieure à son potentiel en 2017.

**En Turquie**, la croissance diminuerait sensiblement en 2017, l'effet négatif de la tentative de coup d'Etat et du regain d'insécurité sur le tourisme et les entrées de capitaux exacerbant les problèmes structurels existants (cf. encadré 2).

### Encadré 2 : Hausse des risques en Turquie

**L'activité de l'économie turque est restée relativement dynamique en début d'année 2016.** Au 1<sup>er</sup> trimestre, le PIB a progressé de 4,7 % en glissement annuel (après une croissance annuelle de 4,0 % en 2015), grâce notamment au dynamisme de la consommation privée (contribution à la croissance de 4,9 points). La consommation a notamment bénéficié de la faiblesse des prix des matières premières (premier poste d'importation), de la forte hausse du salaire minimum (+30 % en janvier) et de la demande d'environ 3 millions de réfugiés (4 % de la population). La consommation publique a été le second moteur de la croissance (contribution de 1,2 point) tandis que l'investissement privé et le commerce extérieur ont contribué négativement à la croissance.

**Le modèle de croissance de l'économie turque est vulnérable en raison de sa dépendance aux capitaux étrangers.** La consommation privée est en partie financée à crédit par le reste du monde en raison de l'insuffisance de l'épargne domestique (16 % du PIB contre 20 % pour l'investissement). L'accumulation de déficits courants (4 % du PIB en 2015) et de dette extérieure a accru la dépendance aux capitaux étrangers : la Turquie a dû rechercher près de 200 Mds USD (plus du quart du PIB) de financement externe en 2015 pour financer son déficit courant et amortir sa dette extérieure.

**Les tensions géopolitiques et internes pèsent sur les entrées de capitaux et de touristes étrangers.** Le regain de tensions politiques à la suite de la tentative de coup d'Etat risque de réduire les recettes liées au tourisme international, déjà affectées par les problèmes sécuritaires liés à la situation géopolitique dégradée de la région. Pour les mêmes raisons, les investisseurs étrangers pourraient être amenés à réduire leur présence en Turquie, ce qui pèserait sur le potentiel de croissance et exacerberait les problèmes de financement externe<sup>a</sup>. Ces différents facteurs devraient peser sur l'activité, d'où l'hypothèse d'une baisse marquée de la croissance, à 2,5 % en 2017 (après +3,4 % prévu pour 2016).

a. Cf. Gillet T. et Morin Wang M. (2016), « Quelle évolution de la dette extérieure dans cinq grands pays émergents en cas de tensions financières ? », *Lettre Trésor-Éco* n°176, Août.

### Encadré 3 : Principales révisions par rapport au Programme de Stabilité de 2016 et comparaison avec les prévisions des organisations internationales

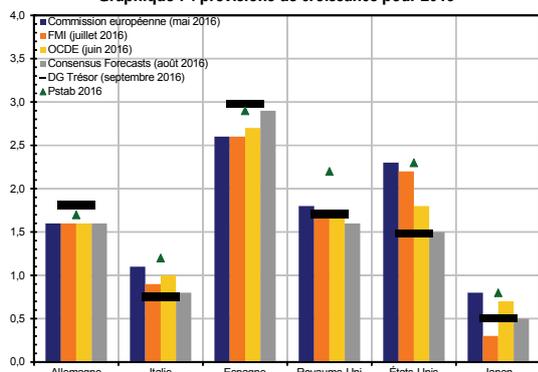
Depuis le scénario établi dans le cadre du Programme de Stabilité, l'environnement international s'est dégradé dans les économies avancées et, dans une moindre mesure dans certaines économies émergentes, conduisant à une révision de nos prévisions de croissance mondiale de -0,3 pt en 2016 et -0,2 pt en 2017.

Dans les économies avancées, la révision pour 2016 s'explique en grande partie par le creux de croissance des États-Unis au 1<sup>er</sup> semestre, qui auraient plus souffert qu'anticipé de la baisse des prix du pétrole et de l'appréciation du dollar. La révision pour 2017 est essentiellement imputable au vote des Britanniques en faveur du *Brexit*, qui nous a conduits à réduire nos prévisions de croissance pour le Royaume-Uni et la zone euro. La croissance japonaise est nettement révisée à la hausse en 2017 en raison du report de la hausse de TVA prévue initialement en avril 2017 à octobre 2019 et de l'annonce d'un plan de relance de grande ampleur.

Du côté des économies émergentes, si les perspectives se sont moins assombries dans les BRIC, la tentative de coup d'État de mi-juillet devrait peser sur les perspectives de croissance en Turquie et la croissance des pays d'Afrique sub-saharienne a été nettement revue à la baisse.

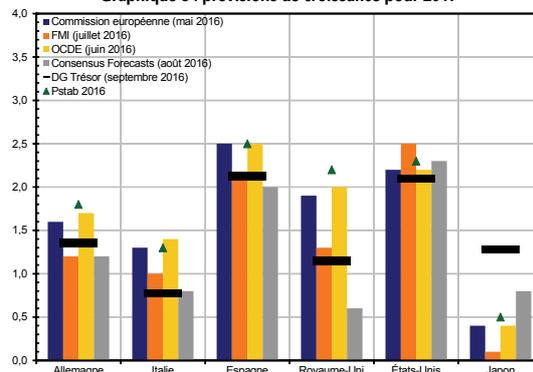
Ce scénario d'une accélération de la croissance à partir de 2017, portée par les économies émergentes essentiellement, est globalement consensuel (cf. graphiques 7 et 8). Il est proche de celui présenté par la Commission européenne dans ses prévisions de mai et de l'OCDE dans ses perspectives économiques de juin, ces deux organismes n'ayant pas intégré le vote des Britanniques en faveur d'une sortie de l'Union européenne. Il est également en ligne avec le scénario présenté par le FMI dans le WEO *update* de juillet. Il est en revanche plus optimiste que le *Consensus Forecasts* du mois d'août sur 2017, qui intègre un ralentissement de l'activité au Royaume-Uni et en zone euro en lien avec le *Brexit* plus prononcé.

Graphique 7 : prévisions de croissance pour 2016



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

Graphique 8 : prévisions de croissance pour 2017



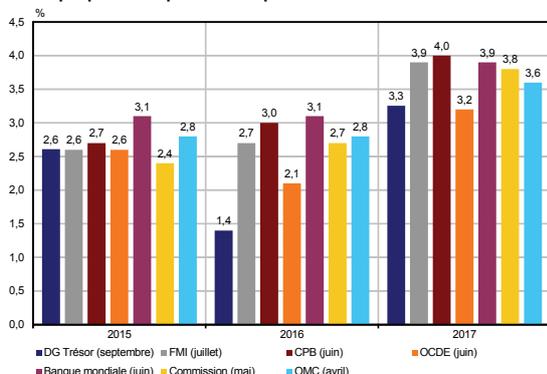
Sources : FMI, OCDE, Commission européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor.

La dégradation de l'environnement international nous a conduits à revoir à la baisse nos prévisions de commerce mondial par rapport au Programme de Stabilité. Nos prévisions sont abaissées de -1,8 pt en 2016, en raison de l'intégration de nouvelles données essentiellement. En particulier, les importations ont été décevantes en Chine et en Inde au 1<sup>er</sup> trimestre, et aux États-Unis sur l'ensemble du 1<sup>er</sup> semestre. En 2017, le commerce est révisé de -1,2 pt en raison de la révision à la baisse des prévisions d'importations du Royaume-Uni et de ses partenaires commerciaux d'une part, et du fait d'un discours des organisations internationales plus pessimiste sur le commerce des pays non suivis d'autre part.

Notre scénario d'un net ralentissement du commerce mondial en 2016 est prudent. Nos prévisions sont inférieures à celles des principales organisations internationales en 2016. Notre scénario d'une accélération du commerce mondial en 2017 est consensuel. Nos prévisions se situent toutefois dans la fourchette basse des prévisions des principales organisations internationales en 2017, la plupart n'ayant toutefois pas actualisé leur scénario de commerce mondial après le référendum sur le *Brexit* (cf. graphique 9).

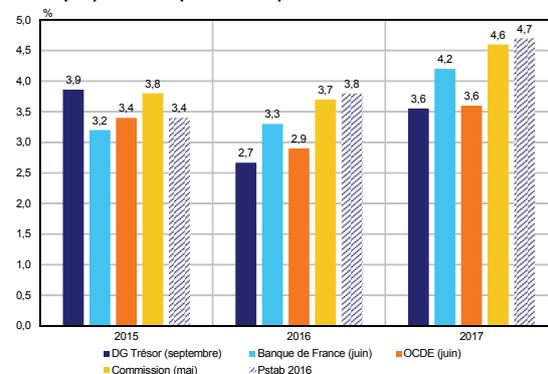
La demande mondiale adressée à la France a été révisée plus modérément à la baisse en 2016 (-1,1 pt en 2016) en raison de la structure géographique des exportations françaises, relativement moins orientées vers les économies émergentes et les États-Unis que les exportations mondiales. En 2017, la demande mondiale est révisée de -1,2 pt, comme le commerce mondial. Nos prévisions sont dans la fourchette basse des prévisions des organisations internationales (cf. graphique 10).

Graphique 9 : comparaison des prévisions de commerce mondial



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

Graphique 10 : comparaison des prévisions de demande mondiale



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

**Tableau 1 : prévisions de croissance**

PIB (moyenne annuelle en %)	Moyenne	2014	2015	2016	2017
	2000-2007			(prévisions, CJO)	
<b>Croissance mondiale</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>
<b>Économies avancées*</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	2,1	2,4	2,6	1,5	2,1
Japon	1,1	-0,1	0,6	0,5	1,3
Royaume-Uni <sup>1</sup>	2,3	3,1	2,2	1,7	1,2
Zone euro*	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Allemagne <sup>1</sup>	1,3	1,6	1,5	1,8	1,4
Italie	0,9	-0,3	0,8	0,8	0,8
Espagne <sup>1</sup>	3,3	1,4	3,2	3,0	2,1
<b>Économies émergentes*</b>	<b>6,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>
Brésil	3,6	0,1	-3,8	-3,5	0,0
Chine	10,5	7,3	6,9	6,6	6,2
Inde	7,1	7,2	7,3	7,4	7,3
Russie	7,2	0,7	-3,7	-1,0	0,8
Turquie	5,2	2,9	4,0	3,4	2,5
<b>Demande mondiale - France**</b>		<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>
<b>Commerce mondial***</b>		<b>4,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,3</b>

<sup>1</sup> CJO sur le passé.

\* La croissance mondiale est estimée à partir des prévisions du FMI, corrigées des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus ainsi que la France.

\*\* La demande mondiale couvre 39 pays (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni, Opep, Pays-Bas, Chine, Suisse, Japon, Russie, Pologne, Turquie, Brésil, Suède, Corée, Hong-Kong, Singapour, Canada, Maroc, Portugal, Autriche, République Tchèque, Hongrie, Australie, Inde, Malaisie, Mexique, Thaïlande, Irlande, Danemark, Grèce, Slovaquie, Norvège, Taïwan, Finlande, Philippines et Argentine), destinataires de 90 % des exportations françaises.

\*\*\* Le commerce mondial couvre 40 pays (les 39 listés ci-dessus et la France), destinataires de 85 % des exportations mondiales.

Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, mise à jour de juillet 2016 ; calculs et prévisions : DG Trésor.

### 3. La demande mondiale adressée à la France poursuivrait son ralentissement en 2016 avant de se redresser en 2017

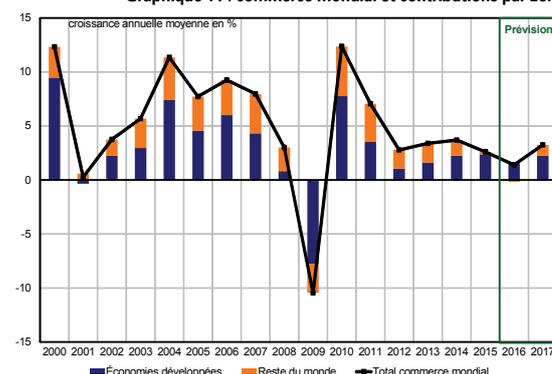
**Le commerce mondial<sup>3</sup> a nettement ralenti en 2015 (+2,6 % après +4,1 %) en lien avec la contraction des importations dans les économies émergentes**, plus forte que ce qu'aurait suggéré l'évolution de la demande intérieure de ces pays.

**Le commerce mondial poursuivrait son ralentissement en 2016, affichant une croissance de +1,4 %** (cf. graphique 11). Ce ralentissement est imputable en partie à la zone euro, dont les importations sont restées contenues au 1<sup>er</sup> trimestre (+0,7 %) après une année 2015 particulièrement dynamique (+6,1 %). En particulier, les importations italiennes et espagnoles ont été nettement inférieures à ce que suggérerait leur activité, conduisant à un ralentissement de l'élasticité des importations au PIB en zone euro en 2016. Il est également imputable aux pays anglo-saxons, dont la demande intérieure décélérerait. De plus, le ralentissement de la demande mondiale de pétrole pèse sur les exportations des pays producteurs et freine ainsi leurs importations. Après de mauvaises performances en 2015, les importations des économies émergentes seraient de nouveau peu dynamiques au regard des évolutions de la demande intérieure : en particulier, les importations reculeraient légèrement en Chine et en Inde malgré la forte croissance de l'activité, et se contracteraient de nouveau fortement au Brésil et dans une moindre mesure en Russie.

**Le commerce mondial accélérerait à +3,3 % en 2017, porté à la fois par le rebond américain et les économies émergentes.** Les importations des économies émergentes accéléreraient en 2017 en lien avec les sorties de

récession progressives au Brésil et en Russie, et le redressement des importations chinoises et indiennes, qui évolueraient davantage en ligne avec leur demande intérieure. Le commerce mondial serait également soutenu par le rebond américain après le trou d'air de 2016, mais pénalisé par les moindres importations britanniques liées au ralentissement de l'activité. Le commerce de la zone euro n'accélérerait que faiblement en raison notamment des conséquences du référendum britannique. Au total, la croissance du commerce mondial resterait bien inférieure à son rythme d'avant-crise (+6,7 % par an entre 1990 et 2008) à la fois du fait de la relative faiblesse de la croissance de l'activité et de tendances plus structurelles à l'œuvre<sup>4</sup>.

**Graphique 11 : commerce mondial et contributions par zone**



Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, mise à jour de juillet 2016 ; Prévisions : DG Trésor

(3) Commerce mondial de biens, en volume.

(4) Cf. François L., Lecumberry J. et Shimi L. (2016), « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 166, Avril.

La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil similaire mais continuerait d'afficher une croissance plus forte que le commerce mondial. Elle bénéficie en effet d'avantage de la reprise du commerce de la zone euro depuis 2014,

grâce à la structure des exportations françaises<sup>5</sup>. Elle décélérerait à +2,7 % en 2016 (après +3,9 % en 2015) puis progresserait de +3,6 % en 2017 (cf. graphique page 1).

#### 4. Ce scénario central reste exposé à plusieurs incertitudes

- **L'ampleur des effets du référendum britannique reste incertaine.** La croissance du Royaume-Uni dans les années à venir sera sensible aux avancées des négociations sur la sortie de l'UE. *A contrario*, il n'est pas à exclure que le *policy-mix* britannique soit modifié, en particulier *via* une moindre consolidation budgétaire.
- **Une remontée des taux directeurs américains plus lente que prévue** pourrait affaiblir le dollar et ainsi peser sur l'activité dans les pays partenaires. À l'inverse, une remontée plus rapide pourrait être le signe d'une économie américaine plus dynamique que prévu. Elle conduirait probablement à une dépréciation des devises des pays partenaires ce qui favoriserait leur croissance, mais conduirait aussi à des sorties, potentiellement déstabilisatrices, de capitaux des économies émergentes.
- **Les économies émergentes restent exposées à des aléas majeurs.** Le nécessaire rééquilibrage économique chinois est associé à des risques importants, qui sont aggravés par le contexte d'endettement élevé des entreprises. La faiblesse des prix des matières premières pose des difficultés financières dans de nombreux pays producteurs. Les incertitudes politiques et géopolitiques, notamment en Afrique du Sud, au Moyen-Orient ou en Turquie constituent également un aléa négatif. À l'inverse, les signaux conjoncturels plus encourageants observés ces derniers mois en Russie et au Brésil laissent entrevoir la possibilité d'une reprise plus marquée qu'anticipé en 2017.
- **Les orientations de politique budgétaire sont marquées par de fortes incertitudes dans de nombreux pays.** L'issue incertaine du référendum sur la réforme constitutionnelle à venir en Italie et l'absence de gouvernement de plein exercice en Espagne pourraient compliquer l'exécution budgétaire. À l'inverse, outre une possible relance britannique, l'approche des élections américaines pourraient conduire à l'utilisation des ressources budgétaires supplémentaires adjudgées fin 2015 ; l'issue de ce scrutin constituant elle-même une incertitude. Parallèlement, le *timing* et l'ampleur du plan de relance japonais demeurent incertains.

Jean-Baptiste BERNARD, Laetitia FRANÇOIS, Thomas GILLET,  
Julien LECUMBERRY, Ysaline PADIEU, Alexandre TAVIN

(5) La moitié des exportations françaises sont à destination de la zone euro, contre un peu plus du quart des exportations mondiales.

#### 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-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

#### Derniers numéros parus

##### Septembre 2016

n°180. Lutte contre la corruption : des effets positifs sur l'activité économique y compris dans les pays développés

Jean-Baptiste Chauvel, Laura Le Saux

n°179. Obésité : quelles conséquences pour l'économie et comment les limiter ?

Daniel Cabry

##### Août 2016

n°178. L'accord Agirc-Arrco d'octobre 2015 améliore le solde du système de retraite de 0,3 point de PIB entre 2020 et 2060

Julia Cuvilliez, Thomas Laurent

n°177. Les aides à l'embauche : un outil efficace de soutien à l'emploi ?

Jonas Anne-Braun, Sophie Ozil

n°176. Quelle évolution de la dette extérieure dans cinq grands pays émergents en cas de tensions financières ?

Thomas Gillet, Myriam Morin Wang

n°175. La politique de soutien aux services à la personne

Jean-François Lebrun, Alain Fournier

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

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.