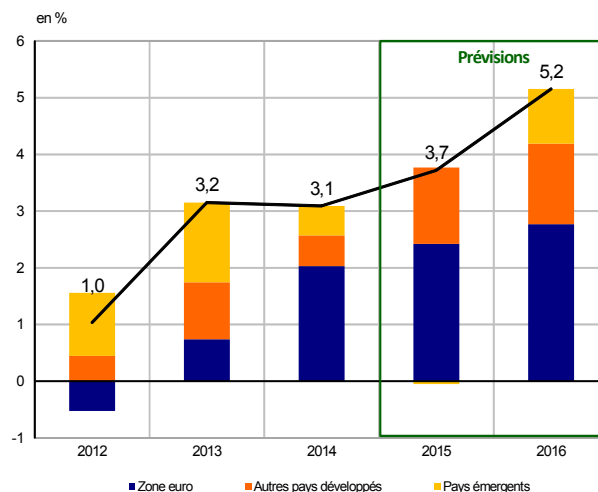


La situation économique mondiale à l'été 2015 : l'activité mondiale ralentirait en 2015, dans le sillage des économies émergentes

- Début 2015, l'activité économique a décéléré au niveau mondial, avec de fortes disparités selon les zones. Dans les économies avancées, l'activité a poursuivi son expansion, quoiqu'un peu moins rapidement que fin 2014, mais reste bien orientée. Dans les économies émergentes en revanche, le ralentissement a été plus marqué.
- Dans les pays anglo-saxons, au 2^e trimestre, l'activité a retrouvé son dynamisme après un ralentissement temporaire au 1^{er} trimestre. Ces bons résultats confortent le scénario d'économies anglo-saxonnes portées par une demande intérieure dynamique, et qui continueraient de croître au-delà de leur potentiel de croissance. Au Japon, l'activité rebondit au 1^{er} semestre, malgré un trou d'air au 2^e trimestre. La croissance japonaise se redresserait sur l'horizon de prévision, après le recul observé en 2014.
- En zone euro, la reprise se renforce, de manière plus ou moins marquée suivant les pays. La dépréciation de l'euro et la forte baisse des taux d'intérêt, favorisées par le programme de *Quantitative Easing* de la BCE, ainsi qu'une moindre consolidation budgétaire soutiendraient l'activité. En Allemagne, la croissance pourrait s'appuyer sur des moteurs internes solides, même si elle a déçu au 1^{er} semestre. En Espagne, l'activité a poursuivi son expansion au 1^{er} semestre plus rapidement qu'attendu, et continuerait à être soutenue par des facteurs internes, sur fond d'amélioration du marché du travail. En Italie, après trois années consécutives de recul de l'activité, la croissance est à nouveau positive depuis le 1^{er} trimestre, désormais tirée par la demande intérieure.
- Dans les économies émergentes, la croissance s'est avérée peu dynamique début 2015. Le ralentissement de l'activité est plus net que prévu en Chine tandis que le Brésil et la Russie connaissent d'importantes difficultés. Seule l'Inde se distingue favorablement parmi les BRIC avec une croissance relativement résiliente. Les économies émergentes accéléreraient légèrement en 2016, avec une situation moins défavorable au Brésil et en Russie faisant plus que compenser la poursuite du ralentissement économique chinois.
- Le commerce mondial décélérerait en 2015, reflet de la faiblesse des importations des économies émergentes au 1^{er} semestre, puis accélérerait en 2016, porté à la fois par le dynamisme de l'activité au sein des économies avancées et des importations des économies émergentes plus en ligne avec l'activité après le creux de 2015. La demande mondiale adressée à la France serait moins pénalisée par le creux de croissance des économies émergentes, compte tenu de la structure de ses échanges. Ainsi, elle accélérerait en 2015 et en 2016, soutenue par le regain de croissance au sein de l'union monétaire.
- Les aléas pesant sur ce scénario sont équilibrés. Les cours des matières premières - du pétrole notamment - et des changes sont soumis à de nombreux aléas, pouvant constituer, le cas échéant, un renfort ou un frein à l'activité des pays avancés et émergents. Le ralentissement de la demande chinoise lié au rééquilibrage de l'économie et l'impact des tensions boursières pourraient être plus importants que prévu, ce qui pourrait être contrebalancé par une réaction plus appuyée des autorités chinoises pour soutenir la demande. Finalement, une reprise plus importante que prévu de la zone euro améliorerait nettement les perspectives de croissance au niveau mondial.

Croissance de la demande mondiale adressée à la France et contributions



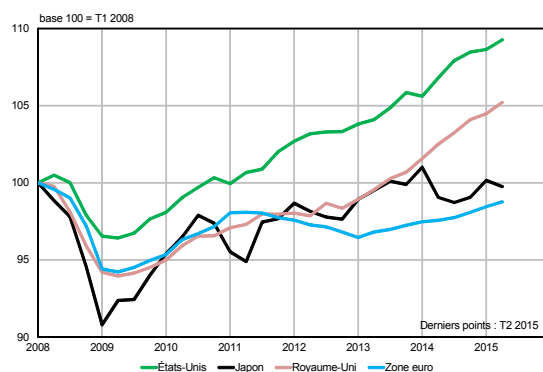
Source : DG Trésor.

1. La croissance économique mondiale a temporairement ralenti début 2015 en raison des difficultés des économies émergentes et d'à-coups dans les économies avancées

L'activité économique a décéléré au niveau mondial en début d'année, avec de fortes disparités selon les zones. L'expansion se poursuit dans les pays anglo-saxons, mais un peu moins rapidement que fin 2014, et la reprise se renforce en zone euro

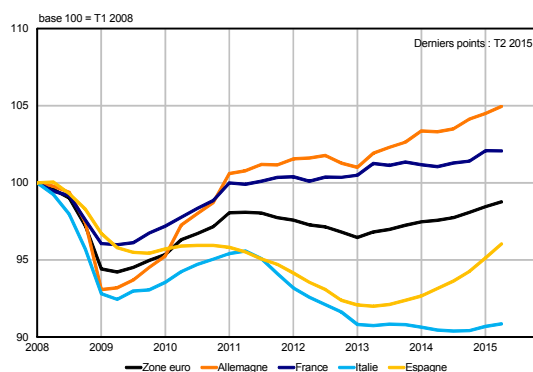
(cf. graphiques 1 et 2) ; l'activité redémarre par à-coups au Japon et le ralentissement se poursuit de façon plus nette qu'anticipé dans les économies émergentes.

Graphique 1 : évolution du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux et Eurostat.

Graphique 2 : évolution du PIB dans les principaux pays de la zone euro



Sources : Instituts statistiques nationaux et Eurostat.

1.1 Malgré de fortes inquiétudes entourant les situations en Grèce et en Chine, l'environnement financier est resté favorable aux économies avancées au 1^{er} semestre 2015

Depuis le début de l'année, la poursuite des actions engagées par les banques centrales anglo-saxonnes¹ et par la BCE a favorisé le maintien de conditions financières favorables aux économies avancées. La BCE a assoupli sa politique monétaire début 2015, en mettant en place un nouveau programme d'achat de titres publics². Du côté des banques centrales anglo-saxonnes, malgré l'amorce de normalisation de leur politique monétaire, les taux directeurs restent au plus bas. La Fed a mis fin à son programme d'achat d'actifs en octobre 2014 et a conservé ses taux directeurs à leur niveau plancher (de 0 à 25 pnb) à l'issue de la réunion de politique monétaire de juillet. De son côté, la Banque d'Angleterre s'est engagée à maintenir une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que la reprise économique soit fermement établie. Elle maintient son taux directeur à 0,5 % depuis mars 2009 et a arrêté d'acheter des actifs depuis novembre 2012. Au Japon, la *Bank of Japan* a conservé une politique monétaire accommodante après l'assouplissement d'octobre 2014, en réponse à la dégradation inattendue de l'activité au 3^e trimestre et à la baisse des prix des matières premières.

Toutefois, les inquiétudes liées à la Grèce et à la Chine, ainsi que l'impact de la baisse des cours du pétrole sur les valeurs pétrolières ont conduit à une volatilité accrue des valeurs boursières et des taux souverains. En particulier, les places boursières européennes et américaines étaient en léger repli en fin de semestre et les taux souverains des économies avancées n'ont cessé de croître d'avril à juillet, avant de diminuer à nouveau (de janvier à août ils ont progressé entre 15 et 50 pnb selon les pays ; cf. graphique 3). Malgré cette hausse, les taux souverains sont restés bas et l'augmentation des *spreads* a été contenue.

Enfin, avec la chute brutale des cours du Brent, la baisse des prix énergétiques a contribué à l'améliora-

tion du pouvoir d'achat des ménages des économies avancées. Après avoir chuté de plus de 50 % entre juin 2014 et fin janvier 2015, les cours sont remontés sur le reste du 1^{er} semestre, mais sont restés contenus entre 50 \$ et 65 \$, malgré une volatilité marquée.

Graphique 3 : taux souverains dans le monde



Source : IHS Global Insight.

1.2 L'activité au 1^{er} semestre est un peu moins dynamique que fin 2014 dans les pays avancés et a continué de ralentir dans les économies émergentes³

Après un 2nd semestre 2014 très favorable, l'activité a légèrement décéléré au 1^{er} semestre 2015 dans les économies avancées, mais reste bien orientée (cf. tableau 1). Malgré un environnement porteur (bonnes conditions de financement, prix du pétrole au plus bas), la vive accélération de l'activité attendue dans les pays anglo-saxons ne s'est pas pleinement matérialisée. Toutefois, l'activité rebondit au Japon et semble s'affermir en zone euro. À l'issue du 2^e trimestre, les acquis de croissance pour 2015 restent bien orientés dans les économies avancées : +2,1 % pour le Royaume-Uni, +1,8 % pour les États-Unis, +1,0 % pour la zone euro et +0,4 % pour le Japon.

(1) États-Unis et Royaume-Uni.

(2) Ce programme s'ajoute aux achats d'actifs précédemment annoncés - achats d'ABS et d'obligations garanties - des achats de titres souverains, d'agences européennes et d'agences publiques.

(3) Les prévisions et données sont arrêtées au 17 août 2015.

Tableau 1 : évolution trimestrielle du PIB (en volume, cvs-cjo, en %)*

	2014T1	2014T2	2014T3	2014T4	2015T1	2015T2	2013	2014	Acquis 2015**
Économies développées (en variation trimestrielle, cvs-cjo)									
États-Unis	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,2	0,6	1,5	2,4	1,8
Japon	1,1	-1,9	-0,3	0,3	1,1	-0,4	1,6	-0,1	0,4
Royaume-Uni	0,9	0,9	0,7	0,8	0,4	0,7	1,7	3,0	2,1
Zone euro	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	0,3	-0,3	0,9	1,0
Allemagne	0,7	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	1,6	1,2
France	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,7	0,0	0,7	0,2	0,8
Italie	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	-1,7	-0,4	0,4
Espagne	0,3	0,5	0,5	0,7	0,9	1,0	-1,2	1,4	2,6
Belgique	0,4	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	1,1	1,0
Pays-Bas	-0,4	0,6	0,4	0,9	0,6	0,1	-0,4	1,0	1,7
Économies émergentes (en glissement annuel, non cvs-cjo)									
Brésil	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6	-2,6	2,7	0,1	-1,9
Chine	7,4	7,5	7,3	7,3	7,0	7,0	7,7	7,4	-
Inde	5,3	7,4	8,4	6,8	6,1	n.d.	6,9	7,3	-
Russie	0,6	0,7	0,9	0,4	-2,2	-4,6	1,3	0,6	-4,2
Turquie	4,9	2,3	1,9	2,6	2,3	n.d.	4,1	2,9	-

* Données arrêtées au 17 août 2015. ** Acquis à l'issue du T2 2015.

Sources : DataInsight et Eurostat ; de légers écarts peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

Hors zone euro, l'activité dans les économies anglo-saxonnes et japonaise a été en expansion au 1^{er} semestre, malgré quelques à-coups trimestriels.

Aux États-Unis, après une fin d'année 2014 très dynamique, l'activité a décéléré au 1^{er} trimestre 2015, pénalisée notamment par un hiver rigoureux, des grèves portuaires et l'appréciation du dollar. Elle a ensuite accéléré, portée par la consommation des ménages. Au Royaume-Uni, dans la continuité de 2014, l'activité a été allante au 1^{er} semestre, tirée par une consommation et un investissement privés robustes. Au Japon, après la hausse de la TVA qui a conduit au recul de l'activité en 2014, la croissance a fortement accéléré au 1^{er} trimestre, en lien avec le rebond de l'investissement privé. Au total, l'activité japonaise reste dynamique sur le semestre même si le contre-coup au 2^e trimestre témoigne des fragilités de la reprise nipponne.

En zone euro, la croissance s'affirme au 1^{er} semestre.

Au 2^e trimestre 2015, l'activité continue de progresser à un rythme similaire à celui du 1^{er} trimestre (+0,3 % après +0,4 %). L'activité a notamment poursuivi son expansion rapide en Espagne (+1,0 %), confirmant la reprise de tous les moteurs de la demande intérieure, y compris de l'investissement en construction. La croissance a également accéléré en Allemagne (+0,4 %) portée par la consommation privée et les échanges extérieurs, mais plus faiblement qu'anticipé en raison d'incertitudes qui ont pu peser sur l'investissement (crise grecque et ralentissement chinois notamment). En Italie, la croissance est positive pour le 2^e trimestre consécutif (+0,2 %), témoignant de la reprise de la demande intérieure. L'activité a également progressé en Belgique, au Portugal (+0,4 %) et dans une moindre mesure aux Pays-Bas (+0,1 %).

Au 1^{er} semestre, la croissance a continué de diminuer dans les principales économies émergentes, dans un contexte de hausse des tensions financières.

En Chine, la croissance s'est stabilisée aux 1^{er} et 2^e trimestres (+7,0 % en g.a.) au niveau de la cible fixée par les autorités (environ +7,0 %). Dans le même temps la correction du marché immobilier s'est poursuivie et les marchés boursiers ont fortement chuté durant l'été, corrigeant en partie une bulle qui s'était formée depuis juin 2014 (cf. encadré 1). En Russie, la situation économique s'est profondément détériorée (-4,6 % au 2^e trimestre après -2,2 %) sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des tensions géopolitiques. Le Brésil est également en récession (-2,6 % en g.a. au 2^e trimestre), en raison d'une baisse de l'investissement, dans le sillage de l'affaire *Petrobras*, et de la consommation, qui a pâti du réajustement des prix administrés. Enfin, en

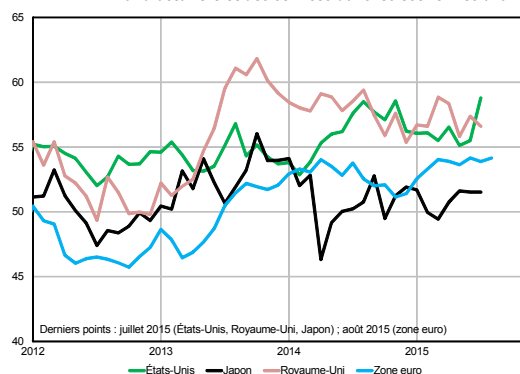
Turquie, l'activité a été peu dynamique (+2,3 %) compte tenu de l'attentisme qui a prévalu parmi les investisseurs à l'approche des élections législatives de juin 2015. De plus, les pays exportateurs de matières premières ont été pénalisés par la baisse des prix. En Inde à l'inverse, le dynamisme de l'activité s'est confirmé grâce à l'augmentation de la consommation privée et à la baisse des prix des matières premières.

1.3 À l'été 2015, les perspectives d'activité suggèrent une accélération progressive de l'activité des économies avancées

Les indicateurs conjoncturels disponibles à l'été laissent attendre une accélération de l'activité aux États-Unis et dans une moindre mesure en zone euro, le maintien d'une croissance forte au Royaume-Uni ainsi qu'un léger rebond au Japon.

Les enquêtes auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière et dans les services sont bien orientées pour ces quatre zones (cf. graphique 4). Aux États-Unis, l'indice ISM composite s'envole en juillet pour atteindre un plus haut niveau depuis dix ans, porté par l'amélioration du secteur des services. Au Japon, l'activité rebondirait modestement après le recul observé au 2^e trimestre, la reprise restant fragilisée après la hausse de la TVA et les effets des *Abenomics* semblant s'essouffler. Au Royaume-Uni, les enquêtes PMI se replient légèrement après le rebond de juin mais demeurent très bien orientées, suggérant le maintien d'une croissance forte, dans un contexte d'amélioration rapide du marché du travail. Enfin, en zone euro, les perspectives économiques demeurent favorables selon les enquêtes de conjoncture et laissent présager une légère accélération de l'activité.

Graphique 4 : enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière et des services dans les économies avancées



Source : ISM, Markit.

Au sein des économies émergentes, les indicateurs conjoncturels mal orientés laissent présager une accentuation du ralentissement de l'activité en Chine, ainsi que la poursuite de la récession au Brésil (sous l'effet de politiques économiques très restrictives) et en Russie. En Turquie, la croissance

resterait contrainte par le regain d'incertitudes politiques, dans l'attente des élections législatives anticipées en novembre 2015⁴. En Inde, à l'inverse des principales économies émergentes, le dynamisme de l'activité devrait se poursuivre.

Encadré 1 : La situation économique en Chine

La Chine connaît un ralentissement structurel de son économie, en lien avec le rééquilibrage de son modèle de croissance. Après des taux de croissance d'environ +10 % dans les années 1990 et 2000, l'activité a ralenti progressivement depuis pour atteindre une croissance de +7,4 % en 2014 (après +7,8 % en 2013) avec une cible des autorités chinoises pour 2015 de +7,0 %. Ce ralentissement reflète une économie progressivement plus orientée vers la consommation des ménages et moins vers l'investissement et les exportations, dans un contexte de tertiarisation de son économie.

Mais depuis la fin du printemps 2015, les craintes d'un ralentissement plus brutal se sont accentuées avec la publication d'indicateurs conjoncturels défavorables sur l'activité en Chine et des conséquences visibles sur le commerce mondial. La croissance a été de 7 % en glissement annuel (g.a.) au 1^{er} semestre selon la comptabilité nationale chinoise sur l'ensemble des biens et services. Une nette baisse des importations chinoises a été observée au 1^{er} semestre (-15,5 % en valeur par rapport au 1^{er} semestre 2014 pour l'ensemble des biens, et -11,5 % pour les importations hors énergie). Par ailleurs, l'activité économique a montré des signaux défavorables récemment : (i) ralentissement de la production industrielle (+6,0 % en g.a. en juillet contre +8,2 % en moyenne pour 2014), baisse du fret ferroviaire et baisse du nombre d'immatriculations, (ii) indice PMI manufacturier *Caixin/Markit* sous la barre des 50 points (47,8 pts en juillet), (iii) chute des exportations en valeur en juillet (-8,3 % en g.a.).

Dans le même temps, la Chine a connu une forte chute des marchés boursiers corrigeant en partie la bulle qui s'était formée depuis juin 2014, ainsi qu'une dépréciation de sa monnaie.

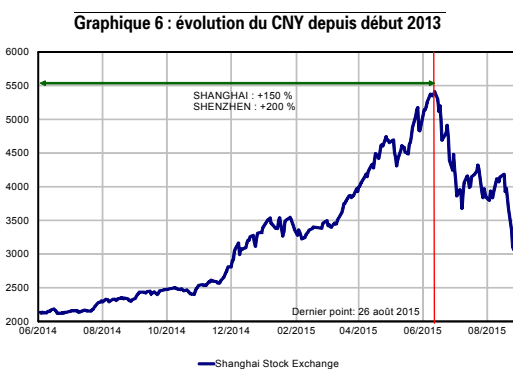
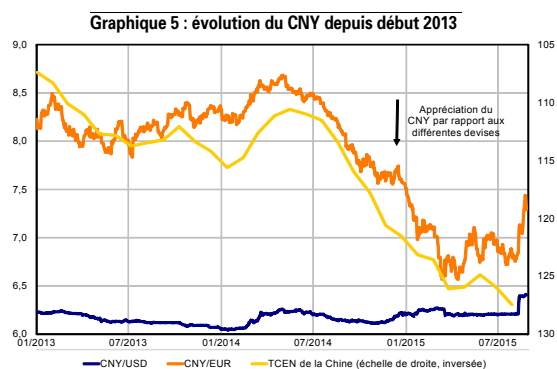
Une bulle boursière s'était formée depuis juin 2014 en lien notamment avec un recours accru à l'endettement pour investir sur les marchés (+150 % pour l'indice de Shanghai entre juin 2014 et juin 2015). Les marchés boursiers à Shanghai ont ensuite connu une correction de -38 % entre le 12 juin et le 31 août, limitée au début par des mesures gouvernementales de soutien au marché boursier.

Dans le même temps, dans un contexte de pression baissière sur la monnaie chinoise, la banque centrale de Chine (PBoC) a révisé les modalités de calcul de la parité centrale du yuan conduisant à une dévaluation de fait du yuan. Plus précisément, la PBoC a modifié le mode de détermination de la valeur pivot autour de laquelle le yuan est autorisé à fluctuer par rapport au dollar dans la limite d'une bande de +/-2 %. La parité centrale prend désormais en compte la valeur de clôture de la veille. Cette révision a résulté en une dépréciation de près de 4 % en trois jours face au dollar, puis à une relative stabilité les jours suivants (6,38 CNY pour 1 USD au 31 août). Compte tenu de l'appréciation passée du yuan face à l'euro, le yuan reste en appréciation face à l'euro de 4,8 % entre le 1^{er} janvier et le 31 août.

Dans ce contexte, la PBoC a poursuivi l'assouplissement de sa politique monétaire. La PBoC a ainsi annoncé le 25 août une nouvelle baisse de ses taux d'intérêt de référence (le taux de prêt à un an s'élève à 4,6 %) et des taux de réserves obligatoires. Il s'agit de la cinquième baisse des taux de référence et la quatrième baisse des ratios de réserves obligatoires depuis novembre 2014.

Le ralentissement chinois a des conséquences sur l'économie mondiale à travers notamment les canaux commerciaux et des prix des matières premières. La correction boursière et la dépréciation du yuan face au dollar devraient avoir en eux-mêmes à ce stade des effets limités sur l'économie mondiale. C'est principalement via l'impact sur le commerce mondial que le ralentissement de la Chine pèserait sur les autres pays, en particulier asiatiques. Par ailleurs, la nouvelle baisse des prix des matières premières est probablement en partie induite par la moindre demande chinoise, et fragilise de ce fait les pays exportateurs de matières premières alors qu'elle atténue au contraire l'impact sur les pays importateurs comme la France.

Un ralentissement chinois significatif en 2015 est déjà intégré dans ces prévisions, mais l'évolution de l'économie chinoise reste entourée d'une forte incertitude. Le scénario international présenté ici intègre déjà les effets de la faiblesse des importations chinoises au 1^{er} semestre, avec une croissance du PIB ramenée à +6,5 % en 2015 et une forte révision à la baisse des importations chinoises en volume (hausse de seulement +1,4 % en 2015). Les autorités chinoises disposent de grandes marges de manœuvre pour soutenir l'activité en cas de besoin, par le volet budgétaire ou monétaire notamment. Si le ralentissement devait être plus prononcé, l'impact sur l'activité en zone euro et aux États-Unis resterait contenu. D'après une étude du FMI^a, une baisse de la croissance chinoise de 1 pt induirait une baisse de la croissance en zone euro de -0,15 pt et de -0,10 pt aux États-Unis.



a. Spillover Report 2014, FMI.

2. Après un modeste ralentissement en 2015, l'activité rebondirait en 2016 dans le sillage du redressement des économies émergentes et du renforcement des économies avancées

En 2015, les économies émergentes, si elles demeurent le principal contributeur à la croissance mondiale, décélèrent, conduisant à une baisse de la croissance mondiale. Celle-ci serait portée par les pays avancés : la reprise s'intensifierait en zone euro dès 2015 et la croissance des pays anglo-saxons

demeurerait très allante. En 2016, l'activité économique mondiale rebondirait, dans le sillage des économies émergentes (à l'exception de la Chine), l'activité dans les économies avancées accentuant son dynamisme.

(4) Aucun gouvernement de coalition n'ayant pu être constitué à la suite des élections législatives de juin 2015, un nouveau scrutin est prévu le 1^{er} novembre 2015.

2.1 En zone euro, l'activité accélérerait vivement, soutenue par les moteurs internes de la croissance

La reprise en zone euro se renforce, mais de manière plus ou moins marquée selon les pays. La baisse des prix du pétrole et la forte dépréciation de l'euro début 2015 constitueraient des facteurs de soutien à l'activité, qui accélérerait en 2015 et 2016. La consolidation budgétaire en zone euro s'est fortement atténuée en 2014, et serait neutre à horizon de la prévision. Les exportations seraient soutenues par l'accélération de la demande mondiale et l'amélioration de la compétitivité. D'une part, la consommation privée bénéficierait de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte d'inflation faible. D'autre part, l'investissement des entreprises serait dynamique en lien avec la poursuite de la reprise du crédit, favorisée par le programme massif de *Quantitative Easing* de la BCE. Dans les pays périphériques en particulier, les conditions de financement se sont nettement améliorées en lien avec la moindre fragmentation financière. La zone euro reste cependant marquée par un taux de chômage toujours élevé, supérieur à 10 %, qui ne baisserait que très progressivement.

En Allemagne, la croissance devrait être relativement soutenue en 2015 et 2016, principalement du fait d'une accélération de la demande intérieure. Dans un contexte de marché du travail toujours bien orienté, la consommation privée s'appuierait sur un pouvoir d'achat en hausse, en raison de salaires relativement dynamiques (soutenus par la mise en place progressive du salaire minimum depuis début 2015) et d'une inflation très modérée. En dépit de conditions financières favorables et de taux de marge élevés, l'investissement peine à croître en ce début d'année, pénalisé par l'attentisme des investisseurs face (i) aux incertitudes relatives à la situation grecque, (ii) aux tensions géopolitiques en Ukraine et (iii) à l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise. Sous condition de dissipation de ces incertitudes, l'investissement progresserait encore timidement en 2015 puis plus vigoureusement en 2016. Enfin, l'extérieur demeurerait un soutien à l'activité, à la faveur de l'amélioration de la demande mondiale et de la compétitivité.

En Italie, la croissance serait positive en 2015 après trois années de recul, portée par le redressement de la demande intérieure qui deviendrait le principal moteur de la croissance. L'activité serait particulièrement soutenue par le net rebond de l'investissement en équipement, tiré par l'amélioration des perspectives de demande et la reprise du crédit aux entreprises. En revanche, la reprise de l'investissement en construction serait plus progressive. En parallèle, la consommation privée, soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, continuerait sur sa tendance ascendante entamée en 2014, malgré une situation toujours dégradée sur le front de l'emploi. Enfin, l'extérieur serait pénalisé en 2015 par le dynamisme des importations puis alimenterait la croissance en 2016 du fait de l'accélération de la demande mondiale et d'une amélioration de la compétitivité des entreprises italiennes (liée à la dépréciation passée de l'euro).

En Espagne, l'activité accélérerait en 2015 et resterait dynamique en 2016, grâce à la bonne tenue des moteurs internes et la moindre consolidation budgétaire. La consommation des ménages, qui serait le principal moteur de croissance sur ces deux années, bénéficierait de la hausse du pouvoir d'achat des ménages liée à la hausse des revenus d'activité dans un contexte de fortes créations d'emplois et de reflux du chômage. L'investissement hors construction devrait rester particulièrement allant, en lien avec un taux de marge des entreprises encore élevé et une amélioration des conditions de finance-

ment des entreprises. Dans la construction, la reprise de l'investissement entamée en 2014 se poursuivrait. Enfin, malgré le dynamisme des importations, l'extérieur ne pèserait pas sur la croissance en 2016 compte tenu de l'accélération des exportations à la faveur du renforcement de la demande mondiale et de l'amélioration de la compétitivité.

2.2 La croissance des économies anglo-saxonnes continuerait d'être vigoureuse, les économies émergentes ralentiraient plus que prévu

La croissance des économies anglo-saxonnes resterait la plus élevée des pays avancés, en 2015 comme en 2016 (cf. tableau 2). Cela devrait favoriser la normalisation à moyen terme de leur politique monétaire. Au Japon, l'activité repartirait graduellement, dans le sillage du redressement du commerce mondial. Dans les économies émergentes, après un ralentissement plus net qu'anticipé en 2015, une légère accélération est attendue en 2016.

Aux États-Unis, la croissance diminuerait en 2015, puis s'intensifierait en 2016. Après avoir été pénalisée par une vague de froid et des grèves portuaires en début d'année, l'activité repartirait sur le reste de l'année 2015. Elle serait tirée par les nombreuses créations d'emplois et la baisse des prix de l'énergie qui contribueraient à l'accélération du pouvoir d'achat et de la consommation des ménages. En 2016, le pouvoir d'achat se stabiliserait, l'effet modérateur de l'énergie sur les prix ne jouant plus. Dans ce contexte, les moteurs privés - investissement et consommation - soutiendraient l'activité en 2015 et en 2016. Après une décélération en 2015 du fait d'effets négatifs de la baisse des prix du pétrole sur le secteur pétrolier, l'investissement des entreprises repartirait, en ligne avec l'évolution favorable de la demande intérieure. L'investissement résidentiel rebondirait, tiré par l'évolution des prix immobiliers. Enfin, la situation extérieure pèserait modestément sur l'activité, en raison notamment des effets de l'appréciation du dollar.

Au Royaume-Uni, la croissance devrait rester soutenue en 2015 et en 2016, tirée par la demande intérieure et des exportations qui bénéficieraient du rebond de la demande mondiale. La consommation resterait dynamique, portée par la reprise des salaires réels et la faiblesse persistante de l'inflation, qui soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages. Au vu de la bonne orientation des perspectives de demande, les dépenses en équipement des entreprises devraient rester dynamiques. L'extérieur contribuerait pourtant toujours négativement à la croissance en 2015 : les exportations seraient tirées par la reprise de la demande mondiale mais les importations croîtraient à un rythme plus soutenu ; le déficit courant resterait important. Le *productivity puzzle*⁵ (fort dynamisme de l'emploi au regard de l'activité) se résorberait progressivement : la croissance de l'emploi serait désormais inférieure à celle de l'activité, permettant à la productivité de se redresser. Le taux de chômage poursuivrait néanmoins sa baisse et se rapprocherait de son niveau structurel.

Au Japon, la croissance repartirait progressivement en 2015 et 2016, sous l'effet d'une reprise du commerce extérieur. En effet, les exportations seraient soutenues par le redémarrage du commerce mondial et une compétitivité mieux orientée, les entreprises semblant désormais prêtes à transmettre davantage la dépréciation du yen aux prix de vente. La composante énergie pèserait sur la dynamique des prix, dans un contexte de baisse des prix du pétrole, malgré la dépréciation du yen. Les salaires nominaux continueraient d'augmenter, à la faveur des résultats des négociations salariales et d'un rebond de la profitabilité des entreprises bénéficiant du nouveau plan de relance. Au total, le pouvoir d'achat des ménages devrait accélérer, soutenu par un recul de l'inflation, favorisant ainsi une

(5) Cf. Bétty E., Chich M., Ennouchy P., Faure M-E., Gaudy L. (2015), « Le *productivity puzzle* au Royaume-Uni », *Lettre Trésor-Éco* n° 146, avril.

reprise de la consommation privée. Le taux d'investissement des entreprises progresserait sous l'effet de la reconstitution des marges et de demandes intérieure et extérieure plus allantes.

Enfin, dans les économies émergentes, le ralentissement de l'activité en 2015 par rapport à 2014 devrait être plus important que prévu en Chine, au Brésil, en Russie et en Turquie. Il devrait toutefois être partiellement atténué par la vigueur de l'activité en Inde, dont la croissance a été nettement révisée à la hausse. En 2016, la croissance devrait augmenter dans l'ensemble de ces économies, à l'exception notable de la Chine, dont le ralentissement, largement anticipé, devrait se poursuivre, mais à un rythme plus élevé que prévu. Malgré ce rebond, la croissance des principales économies émergentes

devrait rester nettement en-deçà de sa moyenne d'avant crise. Ce ralentissement résulte en partie de facteurs globaux : perspective de hausse des taux directeurs aux États-Unis qui crée un retournement des flux de capitaux et une volatilité accrue sur le change notamment, fragilisation des pays exportateurs de matières premières face à la baisse des prix. Il est aussi le reflet d'éléments structurels spécifiques à ces pays parmi lesquels une moindre demande extérieure et un épuisement progressif du processus de rattrapage vis-à-vis des économies avancées, qui dévoile des vulnérabilités de plus en plus prégnantes selon les pays : une difficile mutation des modèles de croissance, un déficit chronique d'investissement en infrastructures pour certains, voire, pour d'autres, des problèmes aigus de compétitivité et de gouvernance.

Tableau 2 : prévisions de croissance

PIB (moyenne annuelle en %)	Moyenne	2013	2014	2015	2016
	2000-2007			(prévisions, CJO)	
Croissance mondiale^a	4,5	3,3	3,4	3,2	3,6
Économies avancées	2,7	1,1	1,8	2,0	2,4
États-Unis	2,7	1,5	2,4	2,3	2,8
Japon	1,5	1,6	-0,1	0,6	1,0
Royaume-Uni	3,0	1,7	3,0	2,6	2,2
Zone euro	2,2	-0,4	0,8	1,5	1,8
<i>Allemagne</i>	<i>1,7</i>	<i>0,4</i>	<i>1,6</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>
<i>Italie</i>	<i>1,5</i>	<i>-1,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,7</i>	<i>1,3</i>
<i>Espagne</i>	<i>3,7</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,4</i>	<i>3,1</i>	<i>2,9</i>
Économies émergentes	6,6	5,0	4,6	4,0	4,6
<i>Brésil</i>	<i>3,6</i>	<i>2,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-2,5</i>	<i>-0,5</i>
<i>Chine</i>	<i>10,5</i>	<i>7,7</i>	<i>7,4</i>	<i>6,5</i>	<i>6,3</i>
<i>Inde</i>	<i>7,1</i>	<i>6,9</i>	<i>7,3</i>	<i>7,3</i>	<i>7,4</i>
<i>Russie</i>	<i>7,2</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>-3,4</i>	<i>0,2</i>
<i>Turquie</i>	<i>5,2</i>	<i>4,1</i>	<i>2,9</i>	<i>3,0</i>	<i>3,4</i>
Demande mondiale - France^b		3,2	3,1	3,7	5,2
Commerce mondial^c		3,2	3,2	2,9	5,2

- a. La croissance mondiale est estimée à partir de prévisions du FMI, corrigées des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus ainsi que la France, la Belgique et les Pays-Bas.
- b. La demande mondiale couvre 39 pays (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni, Opec, Pays-Bas, Chine, Suisse, Japon, Russie, Pologne, Turquie, Brésil, Suède, Corée, Hong-Kong, Singapour, Canada, Maroc, Portugal, Autriche, République Tchèque, Hongrie, Australie, Inde, Malaisie, Mexique, Thaïlande, Irlande, Danemark, Grèce, Slovaquie, Norvège, Taïwan, Finlande, Philippines et Argentine), représentant 90 % des exportations françaises.
- c. Le commerce mondial couvre 40 pays (les 39 listés ci-dessus et la France), représentant 85 % des exportations mondiales.

Source : FMI, calculs et prévisions : DG Trésor.

Encadré 2 : Les principales révisions de ce scénario par rapport au Programme de Stabilité et de croissance pour 2015

Par rapport au Programme de Stabilité et de croissance pour 2015, les prévisions de croissance mondiale sont revues à la baisse en 2015 (-0,3 pt) et quasi-inchangées en 2016 (-0,1 pt).

La réduction des prévisions pour 2015 s'explique avant tout par un début d'année moins dynamique qu'anticipé. **La reprise a été plus forte qu'estimé en zone euro (+0,1 pt en 2015), mais les moindres performances au Royaume-Uni, mais surtout aux États-Unis, ont pesé sur l'activité des pays avancés.** Dans les économies émergentes, les tensions financières et les mauvaises performances en Chine, ainsi que la dégradation du climat politique au Brésil et en Turquie ont davantage pénalisé la croissance que prévu. Pour 2016, en revanche, la prévision de croissance est peu modifiée.

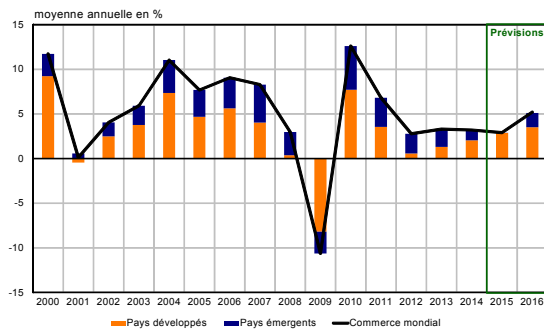
Les prévisions de commerce mondial ont été révisées à la baisse en 2015 (-1,6 pt) et en 2016 (-0,4 pt). La forte révision sur 2015 provient essentiellement d'importations très nettement en deçà de nos prévisions dans les économies émergentes au 1^{er} semestre, en Chine et en Russie en particulier. Sur 2016, la révision s'explique par un scénario d'importations légèrement moins dynamique en Europe. **La demande mondiale adressée à la France a également été révisée à la baisse en 2015 (-0,8 pt) et en 2016 (-0,5 pt).** En 2015, la révision est moins marquée que celle du commerce mondial, les exportations françaises étant moins tournées vers les économies émergentes que les exportations mondiales.

3. La demande dans les pays destinataires des exportations françaises accélérerait, alors même que le commerce mondial ralentirait en 2015

Après être resté stable en 2014, le commerce mondial décollerait en 2015 (à +2,9 % après +3,2 %) en lien avec le ralentissement des économies émergentes. Il accélérerait en 2016, soutenu par des importations des économies émergentes plus en ligne avec la croissance de l'activité après le creux de 2015 et l'accélération de l'activité dans les pays avancés (cf. graphique 7 et encadré 3).

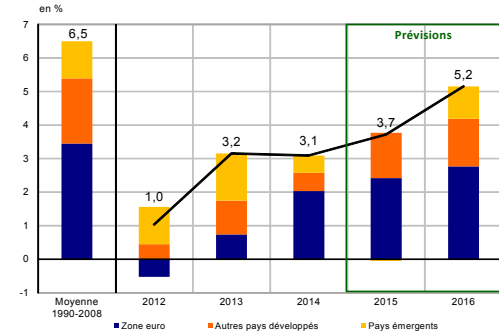
Compte tenu de la structure des exportations françaises, la demande étrangère adressée à la France serait moins affectée en 2015 mais sans encore nettement accélérer (+3,7 % après +3,2 %). Elle repartirait plus franchement en 2016 (cf. graphique 8), à la faveur du redémarrage des importations des émergents.

Graphique 7 : commerce mondial



Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, juillet 2015 ; prévisions DG Trésor.

Graphique 8 : demande mondiale adressée à la France



Source : DG Trésor.

Encadré 3 : Le commerce mondial suit un profil heurté, affecté par la chute des importations émergentes en début d'année

Le ralentissement des échanges dans les économies émergentes en 2015 conduirait à une décélération du commerce mondial. Celui-ci accélérerait en 2016 en lien avec des importations chinoises plus en ligne avec la croissance de l'activité, le rebond des importations russes, ainsi que le redressement de la croissance dans les autres économies émergentes. Du fait de son orientation géographique, la demande mondiale adressée à la France est moins affectée par les variations des échanges dans les économies émergentes et accélérerait les deux années.

A. Pourquoi le commerce mondial ralentit-il en 2015 ?

En 2015, le commerce mondial décélérerait à +2,9 % (après +3,2 % en 2014). Deux facteurs se compensent : (i) l'accélération de la croissance des pays avancés (en zone euro notamment), qui contribueraient de manière plus marquée au commerce mondial, et (ii) le ralentissement des échanges des économies émergentes, dont la contribution diminuerait nettement (elle serait nulle).

Cette décélération s'explique par les mouvements observés au 1^{er} semestre, en particulier en Chine et en Russie. Les importations chinoises ont chuté au 1^{er} trimestre, pesant sur l'ensemble du commerce asiatique – les pays de la région étant fortement intégrés –, dont le Japon. Parallèlement, les importations russes ont accusé une chute drastique de plus de 20 %, en lien avec les sanctions internationales et les mesures de rétorsion. Elles poursuivent leur tendance baissière au 2^e trimestre, pesant sur le commerce des pays d'Europe centrale et de l'est. Les importations indiennes et turques ont également décliné. Malgré un redressement attendu au 2nd semestre, les importations se contracteraient en 2015 dans ces quatre pays.

B. Quels facteurs conduiraient à une accélération prononcée du commerce mondial en 2016 ?

En 2016, le commerce mondial accélérerait fortement, atteignant une croissance de +5,2 %, grâce à la combinaison de plusieurs éléments.

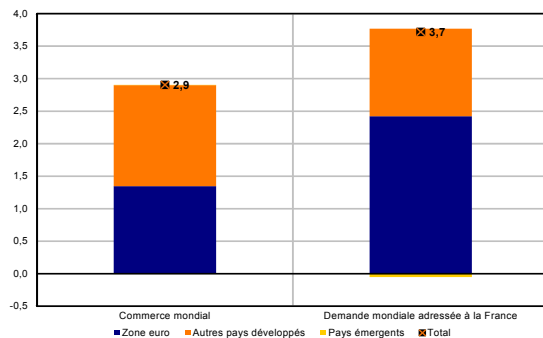
D'une part, l'activité continuerait d'accélérer dans les économies avancées, en zone euro en particulier, où les importations seraient dynamiques en lien avec une demande intérieure solide, tandis que l'activité se redresserait dans les économies émergentes, la Chine mise à part. D'autre part, les importations chinoises et des pays asiatiques voisins (Japon et quatre Tigres notamment) seraient plus dynamiques en moyenne annuelle en contrecoup des mauvaises performances du commerce extérieur enregistrées au 1^{er} trimestre 2015, avec notamment des importations chinoises plus en ligne avec la croissance de l'activité. Il en est de même pour les importations russes, malgré la reconduction des sanctions européennes jusque fin janvier 2016. Le dynamisme anticipé du commerce mondial en 2016 est ainsi à relativiser au regard des mauvaises performances affichées début 2015 et du fait que le commerce mondial resterait inférieur à sa moyenne d'avant crise.

C. Pourquoi la demande mondiale adressée à la France suit-elle une dynamique différente de celle du commerce mondial en 2015 ?

La demande mondiale serait moins affectée par le ralentissement des économies émergentes que le commerce mondial : bien que relativement peu dynamique, elle accélérerait en 2015 à +3,7 % (après +3,1 % en 2014), puis croîtrait au même rythme que le commerce mondial en 2016.

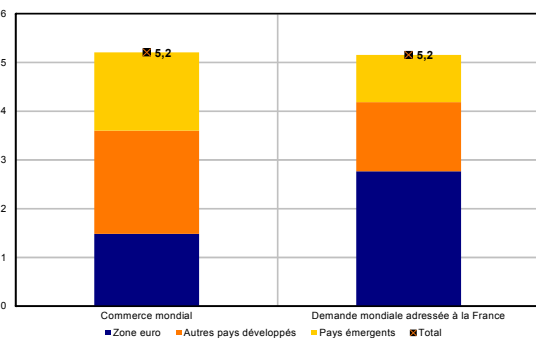
Cette différence de dynamique s'explique par la structure des exportations françaises. Le commerce intra-zone euro est important, puisque près de la moitié des exportations françaises sont à destination de pays membres de l'union monétaire, contre seulement un quart environ des exportations mondiales. À l'inverse, les marchés émergents comptent pour un tiers des échanges mondiaux quand ils ne représentent qu'environ 20 % du commerce français. Ainsi en 2015, la demande mondiale adressée à la France souffre relativement moins de la contraction des importations émergentes et bénéficie dans le même temps davantage du renforcement de la demande intérieure des pays de la zone euro.

Graphique 9 : évolution comparée du commerce mondial et de la demande mondiale en 2015



Source : DG Trésor

Graphique 10 : évolution comparée du commerce mondial et de la demande mondiale en 2016



Source : DG Trésor.

4. Ce scénario reste toutefois exposé à des aléas, à la hausse comme à la baisse

- **L'évolution du cours du pétrole est entourée de nombreux aléas.** Une aggravation du conflit au Yémen et un regain des tensions en Ukraine pourraient entraîner une remontée appuyée des cours. De même, les cours pourraient connaître une pression haussière si l'OPEP, lors de sa prochaine réunion en décembre, changeait de stratégie et décidait de réduire ses quotas de production. À l'inverse, le ralentissement des émergents, au premier rang desquels la Chine, pourrait tirer les cours à la baisse sur l'horizon de prévision. De même, plusieurs facteurs pourraient soutenir une offre abondante et freiner le rééquilibrage du marché pétrolier, notamment la montée en puissance de la production de pétrole en Iran en 2016. Au total, si la baisse des prix des matières premières constitue un risque majeur pour les pays exportateurs net et par ricochet sur les exportations de leurs partenaires commerciaux, elle constituerait un choc de revenu positif pour les pays importateurs net.
- **L'ampleur du ralentissement en cours en Chine et ses répercussions sur l'économie mondiale sont encore incertaines.** La propagation des tensions sur le marché boursier chinois aux autres places, l'ampleur et la vitesse du rebond du commerce international pour le reste de l'année, ainsi que l'impact de la dévaluation du yuan sur la Chine et ses partenaires constituent des aléas significatifs. Toutefois, les autorités chinoises disposent de marges de manœuvre importantes pour soutenir l'activité en cas de besoin, par le volet budgétaire ou monétaire notamment.
- **Les mouvements du change sont également entourés d'aléas.** Une dépréciation plus forte de l'euro pourrait constituer un facteur de soutien supplémentaire à l'activité de la zone euro, et renforcer le rebond de l'inflation. La BCE se dit par ailleurs prête à intervenir en cas de nécessité. À l'inverse, un euro plus fort pourrait réduire les gains de compétitivité issus de la dépréciation passée. De plus, une forte réaction des flux de capitaux à la remontée attendue des taux aux États-Unis pourrait créer des tensions financières dans certains pays. À l'inverse, un éventuel assouplissement monétaire dans les économies émergentes constitue un aléa haussier, même si l'inflation élevée et les perspectives de resserrement de la politique monétaire américaine limitent les marges de manœuvre.
- **Concernant la situation en zone euro, la reprise pourrait être plus forte qu'attendu.** Les performances récentes de l'Espagne ont en effet surpris à la hausse et l'Allemagne peut s'appuyer sur des fondamentaux solides. De même, l'accord trouvé en août entre la Grèce et ses créanciers a réduit les incertitudes, ce qui contribue à une meilleure stabilité financière au sein de la zone.

Laetitia FRANÇOIS, Boris GUANNEL, Thomas GILLET, Julien LECUMBERRY,
Ysaline PADIEU, Alexandre TAVIN

Éditeur :

Ministère des Finances
et des Comptes publics
et Ministère de l'Économie
et de l'Industrie et du Numérique

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

Août 2015

n°152. L'exercice européen de projections des dépenses de retraites : à l'horizon 2060, leur poids dans le PIB reculerait fortement en France

Julia Cuvilliez, Geoffrey Lefebvre, Pierre Lissot, Yves Dubois, Malik Koubi

n°151. Comment traduire les climats des affaires en termes de croissance ?

Tanguy Rioust de Largentaye, Dorian Roucher

Juillet 2015

n°150. Sanctions économiques : quelles leçons à la lumière des expériences passées et récentes ?

Christian Gianella, Magali Césana, Audrey Cézard-Assouad, Vincent Le Biez, Olivier Salvador, Gauthier Schweitzer, Carole Vachet

n°149. La démographie de taille à bouleverser le modèle économique allemand ?

Laure Baquero, Florence Gomez, Laurence Rambert, Nicolas Studer

<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 des Finances et des Comptes publics et du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.