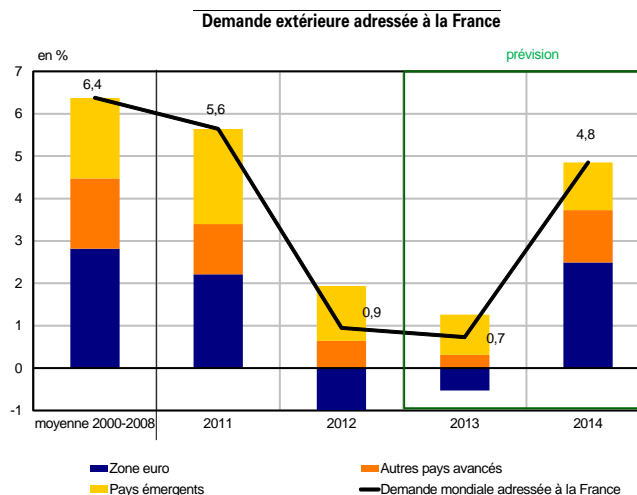


## La situation économique mondiale à l'été 2013 : « le soleil se lève à l'Ouest »

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 et du ministère du Commerce Extérieur.

- À l'été 2013, l'activité est mieux orientée dans la majorité des économies avancées, tandis que les signes de ralentissement se multiplient dans les économies émergentes. Le climat des affaires s'améliore des deux côtés de l'Atlantique et a conduit la Réserve Fédérale américaine à annoncer en juin un ralentissement prochain de ses achats de titres, générant un regain de tensions généralisé sur les marchés financiers. Pour autant, la bonne tenue de l'activité au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2013 aux États-Unis et au Royaume-Uni devrait se poursuivre, les indicateurs conjoncturels restant bien orientés. L'économie japonaise maintient un rythme de croissance soutenu, sous l'effet de la politique économique très expansionniste menée depuis le début de l'année. Dans la zone euro, l'amélioration/moins de dégradation généralisée a permis une sortie de récession. En sens opposé, dans les économies émergentes, Chine en tête, l'activité a été moins allante, confirmant les signaux de ralentissement observés depuis le printemps.
- En 2013, la croissance mondiale resterait toutefois modeste, proche de celle de 2012. Dans la zone euro, l'activité se contracterait de nouveau en raison des nombreux freins qui pèsent sur la croissance : l'effort de désendettement public et privé toujours important, les problèmes de financement de l'économie, notamment dans les pays du Sud. Dans le reste du monde, l'activité resterait plus dynamique. Aux États-Unis, elle continuerait de progresser à un rythme modéré, limité par les mesures de consolidation budgétaire. Au Japon, elle serait tirée par la politique économique très expansionniste, tant au niveau monétaire que budgétaire. Enfin, dans les économies émergentes, la croissance serait proche de celle de l'année passée, soit nettement inférieure à celle prévalant avant 2008.
- En 2014, l'activité mondiale accélérerait légèrement, du fait d'une croissance plus dynamique aux États-Unis et surtout d'une reprise en Europe, en raison d'un moindre effort budgétaire. La levée progressive des freins permettrait le redémarrage de l'activité dans la zone euro, qui resterait toutefois modéré et caractérisé par des disparités importantes. L'Allemagne bénéficierait d'une reprise des moteurs privés en raison de fondamentaux favorables, mais l'Espagne et l'Italie seraient encore affectées par des problèmes de désendettement et/ou de financement de l'économie. Enfin, le dynamisme des exportations dans la zone euro serait tiré par le rebond du commerce mondial, amplifié par l'amélioration des performances à l'exportation des entreprises. Aux États-Unis, la croissance gagnerait en vigueur du fait d'une demande privée plus allante, les mesures de consolidation diminuant et le désendettement des ménages étant déjà bien avancé. Au Royaume-Uni, la croissance serait également plus allante, tirée par l'amélioration de l'environnement international. À l'inverse, l'activité ralentirait au Japon du fait d'un effort massif de consolidation en raison du contrecoup du stimulus budgétaire de 2013 et de la hausse de la taxe à la consommation. Enfin, la croissance des économies émergentes resterait relativement faible en comparaison aux années 2000.
- Après une période d'atonie en 2012 et 2013, le commerce mondial rebondirait en 2014 (5¼ %), sous l'impulsion du redémarrage de l'activité attendu à la fois dans la zone euro et dans le reste du monde. La demande extérieure adressée à la France aurait le même profil.
- L'amélioration de la situation économique mondiale pourrait être plus rapide si le surplus d'épargne dans les pays disposant de marges de manœuvre était mobilisé. *A contrario*, une sortie trop rapide des mesures de politique monétaire aux États-Unis, un ralentissement plus marqué dans les économies émergentes ou une montée des tensions géopolitiques au Moyen Orient entraveraient la reprise en cours.

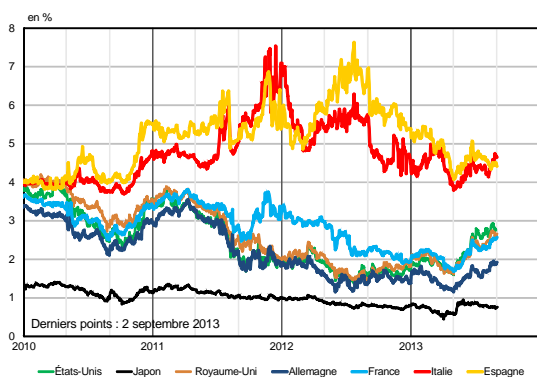


## 1. Depuis le début de l'année 2013, l'activité est mieux orientée dans la majorité des économies avancées, mais ralentit dans les économies émergentes

### 1.1 La détente des tensions financières s'est poursuivie au 1<sup>er</sup> semestre 2013, notamment dans la zone euro et en dépit du regain d'incertitude lié aux annonces de la Réserve fédérale américaine (Fed) au début de l'été

Depuis le début d'année, la poursuite des actions engagées au niveau européen pour stabiliser la situation des pays vulnérables de la zone euro (Grèce, Chypre, Irlande, Portugal), associée au report des cibles budgétaires de nombreux pays, aux avancées en matière de renforcement de l'intégration européenne (mise en place de l'union bancaire) et aux réformes structurelles a favorisé l'amélioration presque continue du climat de confiance et de l'environnement financier en Europe. Les marchés actions ont rebondi, les *spread* souverains se sont resserrés et l'incertitude a diminué.

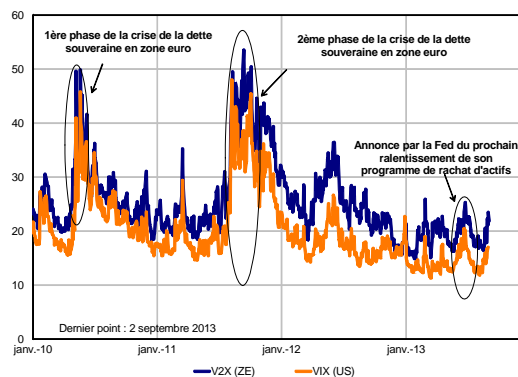
Graphique 1 : taux souverains dans la zone euro



Source : IHS Global Insight.

Toutefois, les annonces de la Fed au début de l'été concernant sa stratégie de sortie des mesures de politique monétaire non-conventionnelle ont occasionné un regain de tension sur les marchés financiers. Ce mouvement a été généralisé mais relativement contenu, traduisant davantage des effets de contagion que la perception d'un risque accru au sein de la zone euro (cf. graphique 1). Le niveau d'incertitude est également resté loin des pics atteints lors des première et deuxième phases de la crise de la dette souveraine européenne (cf. graphique 2), et a concerné la majorité des places financières. La modification des stratégies de communication des banquiers centraux, qui ont notamment renforcé (Fed) ou introduit (Banque centrale européenne – BCE –, Bank of England – BoE –) un engagement explicite de maintenir les taux directeurs à un niveau bas sous certains critères (« forward guidance<sup>1</sup> »), ont ensuite permis un rétablissement des conditions financières et un repli de l'incertitude.

Graphique 2 : indicateurs d'incertitude : volatilité des marchés boursiers



Source : IHS Global Insight.

### 1.2 Au printemps 2013, l'activité a ainsi accéléré dans les économies avancées, avec une sortie de récession dans la zone euro. En revanche, elle a ralenti dans les économies émergentes

La zone euro est sortie de récession au 2<sup>e</sup> trimestre 2013 après six trimestres de recul, du fait d'une amélioration/moins dégradation généralisée de l'activité. L'activité a fortement rebondi en Allemagne, malgré les inondations qui ont affecté l'Est du pays au mois de juin, et en France (cf. tableau 1). Outre-Rhin, elle a été principalement soutenue par la demande intérieure du fait notamment d'une construction dynamique après un hiver rigoureux. En France, le rebond de l'activité provient, d'une part, d'un net redressement de la demande intérieure, porté par la hausse de la consommation des ménages en automobile et en services et d'une quasi stabilisation de l'investissement des entreprises. D'autre part, la demande extérieure s'est raffermie, tirée par les exportations, notamment en produits manufacturés. En Italie et en Espagne, l'activité n'a que modérément reculé, toujours pénalisée par des difficultés structurelles et un effort budgétaire important. Le PIB s'est également replié aux Pays-Bas tandis qu'il progresse modérément en Belgique. Parmi les économies sous-programme, l'activité a rebondi fortement au Portugal, en raison d'une vive accélération des exportations, tandis qu'en Grèce, la croissance en glissement annuel (seule donnée disponible) témoigne d'une activité un peu moins dégradée que les trimestres précédents.

Hors zone euro, l'activité a également été bien orientée au printemps 2013 dans la majorité des économies avancées. Aux États-Unis, elle a accéléré, portée par un raffermissement de la demande intérieure privée, les dépenses des ménages faisant notamment preuve de résilience en dépit de la matérialisation du

choc fiscal en début d'année. L'économie japonaise a également maintenu un solide rythme de croissance, toujours soutenue par la politique économique très expansionniste menée au début de l'année. Au Royaume-Uni, le rythme de croissance a également été plus rapide au printemps 2013, porté par les dépenses de consommation, privées comme publiques, et d'investissement.

Dans les principales économies émergentes, le ralentissement que l'on observe depuis mi-2011 s'est confirmé début 2013 (cf. tableau 1), du fait de l'atonie actuelle du commerce mondial et du ralentissement (pour certaines d'entre elles) de la demande intérieure. Sur le plan financier, au début de l'été, les inquiétudes relatives à un ralentissement des achats de la Fed dans le cadre du « quantitative easing » ont déclenché une très forte dépréciation des taux de change, une hausse des *spread* souverains et un recul des marchés d'actions, conséquence d'un ample mouvement de sortie de capitaux. Cependant, ces tensions sont également le résultat de mauvaises performances des économies émergentes elles-mêmes. Les économies dont l'activité a le plus ralenti et qui sont les plus dépendantes des capitaux extérieurs ont été particulièrement affectées par ces tensions financières, notamment l'Inde, mais aussi le Brésil, l'Afrique du Sud et la Turquie. Face à ces retraits de capitaux, les banques centrales ont resserré leur politique monétaire, ce qui est susceptible de pénaliser une croissance déjà assez affaiblie par des défis structurels.

Pour autant, les acquis de croissance en 2013 à l'issue du 2<sup>e</sup> trimestre continuent de montrer des disparités importantes, d'abord entre économies avancées et émergentes et ensuite entre ces premières : près de 6 % en Chine, environ 1 % aux États-Unis, au Japon et au Royaume-Uni et -0,4 % dans la zone euro.

(1) Engagement explicite sur un niveau de taux directeur. Cette Stratégie de communication vise à influencer à la baisse les anticipations de taux d'intérêt des marchés.

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

	2012T4	2013T1	2013T2	2011	2012	Acquis 2013*
<b>Économies avancées (croissance en variation trimestrielle, excepté pour la Grèce)</b>						
États-Unis	0,0	0,3	0,6	1,8	2,8	1,2
Japon	0,3	1,0	0,9	-0,6	2,0	1,4
Royaume-Uni	-0,2	0,3	0,7	1,1	0,2	0,9
<b>Zone euro</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>
Allemagne	-0,5	0,0	0,7	3,4	0,9	0,3
<b>France</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
Italie	-0,9	-0,6	-0,3	0,4	-2,4	-1,8
Espagne	-0,8	-0,4	-0,1	0,1	-1,6	-1,4
Belgique	-0,1	0,0	0,2	1,9	-0,3	-0,1
Pays-Bas	-0,6	-0,4	-0,2	0,9	-1,2	-1,3
Grèce**	-5,7	-5,6	-4,6	-7,1	-6,4	-
Irlande	-0,2	-0,6	n.d.	2,2	0,1	-1,0
Portugal***	-1,8	-0,4	1,1	-1,6	-3,2	-1,6
<b>Économies émergentes (croissance en glissement annuel)</b>						
Brésil	1,4	1,9	3,3	2,7	0,9	-
Inde	4,7	4,8	4,4	6,3	3,2	-
Chine	7,9	7,7	7,5	9,3	7,7	-
Russie	2,1	1,6	1,2	4,3	3,4	-

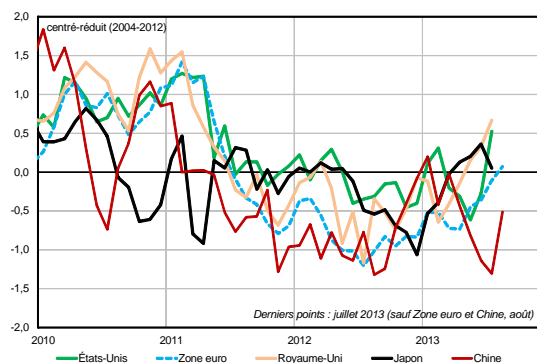
\* Acquis à l'issue du 2<sup>e</sup> trimestre, sauf pour l'Irlande (1<sup>er</sup> trimestre). \*\*Seuls les chiffres en g.a. sont actuellement publiés. \*\*\* Données non cjo.  
Sources : IHS Global Insight et Eurostat ; de légers écarts peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

### 1.3 Au 2<sup>nd</sup> semestre 2013, l'activité continuerait de s'améliorer dans la plupart des économies avancées tandis que le ralentissement se poursuivrait dans les économies émergentes

Les indicateurs conjoncturels disponibles à l'été 2013 laissent attendre une poursuite de l'amélioration des perspectives économiques des principales économies avancées (cf. graphique 3). Aux États-Unis, les créations d'emploi demeurent dynamiques et les enquêtes de conjoncture auprès des ménages et des entreprises sont particulièrement bien orientées, comme au Royaume-Uni. Dans la zone euro, les données d'enquêtes de conjoncture laissent également attendre une poursuite de l'amélioration des perspectives économiques au sein de l'Union Monétaire, notamment dans toutes ses principales économies. Le climat des affaires (indices PMI des directeurs d'achat) s'établit à son plus haut niveau depuis l'été 2011. En Allemagne plus particulièrement, les perspectives issues des enquêtes nationales auprès des entrepreneurs (IFO) ainsi que celles auprès des analystes financiers (ZEW) demeurent à un niveau relativement élevé, augurant du maintien d'une activité dynamique à l'été 2013. Sur la seconde moitié de l'année, la reprise économique dans la zone euro resterait néanmoins lente, avec notamment le maintien d'un effort de consolidation budgétaire et la poursuite des ajustements en cours dans les pays du Sud, dont les agents privés (entreprises en parti-

culier) resteraient affectés par des difficultés d'accès au financement (cf. encadré 1). Au Japon, la politique monétaire et budgétaire accommodante et la dépréciation passée du yen continueraient de soutenir la croissance. En revanche, dans les économies émergentes, le ralentissement devrait se poursuivre en raison du rééquilibrage de certains modèles de croissance et de la montée des tensions financières ces derniers mois.

Graphique 3 : enquêtes auprès des directeurs d'achat du secteur manufacturier



Source : ISM, Markit

## Encadré 1 : financement bancaire de l'économie dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon

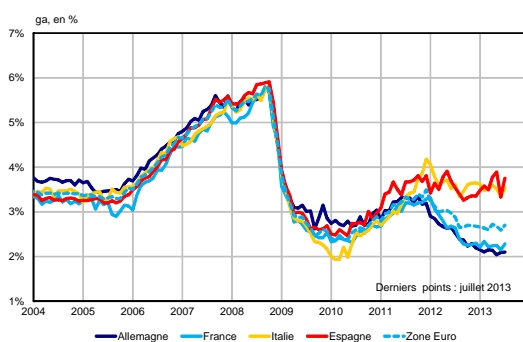
### Dans la zone euro, les entreprises font face à des difficultés de financement, notamment les PME des pays du Sud

L'apaisement des tensions souveraines et interbancaires initié à la mi-2012 dans la zone euro s'est imparfaitement transmis aux conditions de financement des entreprises au sein de l'union monétaire, les taux d'intérêt des nouveaux crédits aux entreprises non-financières s'établissant globalement à des niveaux historiquement bas mais avec de fortes disparités entre pays (cf. graphique 4). Les encours de crédit ont continué de reculer, surtout dans les pays périphériques, tandis qu'ils sont atones dans les pays cœur, en raison d'une faible demande.

Si l'enquête *Bank Lending Survey (BLS)* menée auprès des banques indique depuis plusieurs trimestres un moindre resserrement des conditions de crédit aux entreprises et le maintien d'une demande faible, l'enquête *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)* menée auprès des entreprises souligne (i) un découragement croissant des chefs d'entreprises qui sont moins nombreux à faire appel à leur banque et (ii) pour ceux qui sollicitent un financement bancaire, la persistance de difficultés d'accès ou de contraintes, notamment dans les pays du Sud. Un grand nombre de PME, espagnoles et italiennes en particulier, reportent ainsi un rejet ou un accord partiel à leurs demandes de prêts (cf. graphique 5).

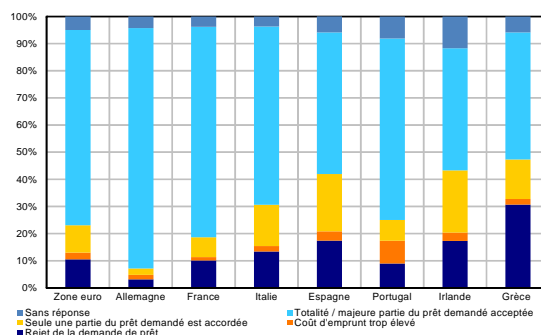
L'accès des entreprises au financement bancaire, principal mode de financement des entreprises européennes, est ainsi resté difficile, surtout dans les pays où le secteur bancaire est fragilisé et le risque perçu par les banques plus haut, en raison de fondamentaux macroéconomiques plus dégradés et d'un niveau d'endettement des entreprises élevé (208 % de la valeur ajoutée en Espagne et 171 % en Italie, contre 132 % dans la zone euro en 2012). Une amélioration plus nette de la situation économique requiert un rétablissement du canal de crédit pour que les investissements des entreprises mais également ceux des ménages ne soient pas annulés ou reportés. La mise en place de l'union bancaire, citée comme une priorité par le Conseil européen de juin 2013, doit permettre de réduire la fragmentation financière et rétablir des conditions normales d'octroi de crédit à l'économie. Le développement de l'intermédiation non-bancaire figure également parmi les recommandations adressées à plusieurs États membres par le Conseil européen.

Graphique 4 : zone euro : taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux SNF



Sources : Banque Centrale Européenne.

Graphique 5 : zone euro : contraintes de financement bancaire reportées par les PME selon l'enquête SAFE\* de la BCE



Source : Banque Centrale Européenne.

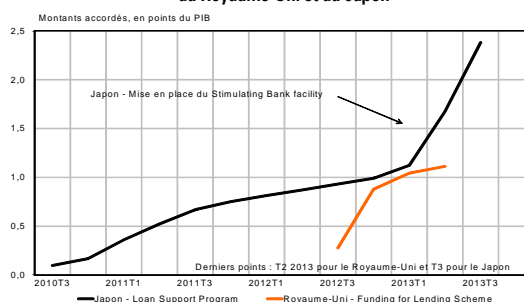
\*SAFE (SME Access to Finance Survey) (octobre 2012 - mars 2013).

### Hors zone euro, la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon (BoJ) ont mis en place des programmes de soutien au crédit qui rencontrent un succès relatif

Ces programmes consistent à fournir des liquidités à échéance longue aux banques pour favoriser les prêts bancaires à l'économie réelle. **Au Royaume-Uni, le funding for lending scheme a été lancé à l'été 2012 et prend la forme d'un échange ("swaps") de collatéral à échéance de 4 ans.** La BoE fournit aux banques privées des titres publics en contrepartie d'une large gamme de collatéral. Le prix et le volume de l'échange sont fonction de l'accroissement du crédit à destination de l'économie : plus la banque finance les ménages et les entreprises, plus les volumes de swaps sont importants et le prix faible. Le nouveau collatéral ainsi acquis peut permettre à la banque d'obtenir des financements à des prix moins élevés que son collatéral initial ne lui aurait permis. En avril 2013, le dispositif a été étendu pour favoriser plus particulièrement le crédit à destination des PME. **Au Japon, le Loan Support Program comporte des similitudes sur le mode opérationnel.** La BoJ accorde des prêts à court/moyen terme aux banques (jusqu'à 4 ans avec les renouvellements) d'un montant correspondant à l'augmentation nette des prêts aux entreprises non-financières et aux ménages. Introduit en décembre 2012, le nouveau dispositif (*Stimulating Bank Lending Facility*) est sans limitation de montant, à la différence du précédent créé en juin 2010 (*Growth-Supporting Funding Facility*). Le taux de prêt est égal au taux directeur de la BoJ, soit 0,1 %. Ces prêts sont accordés contre le collatéral accepté lors des opérations usuelles.

L'ampleur de la demande que rencontrent ces deux programmes est inégale (cf. graphique 6). Au Royaume-Uni, les montants alloués dans le cadre de ce programme sont pour le moment assez faibles, reflétant vraisemblablement une demande atone de la part des entreprises. À l'inverse, le nouveau dispositif japonais rencontre une demande importante, accompagnant le dynamisme de l'activité depuis le début de l'année.

Graphique 6 : montants alloués des programmes de financement au Royaume-Uni et au Japon



Sources : BoE et BoJ.



## 2. En 2014, la croissance mondiale serait un peu plus forte, principalement tirée par les États-Unis et la zone euro, où l'effort budgétaire serait nettement moindre qu'en 2013

En 2014, l'activité mondiale accélérerait légèrement, du fait d'une croissance plus dynamique aux États-Unis et d'une reprise en Europe surtout, en raison d'un moindre effort budgétaire dans un contexte où la politique monétaire resterait accommodante (cf. encadré 2). Ce redémarrage de l'activité mondiale proviendrait ainsi d'un raffermissement des moteurs privés. Aux États-Unis, le processus de désendettement des ménages semble s'infléchir et en Allemagne, les dépenses d'investissement pourraient tirer la croissance du fait de l'amélioration des perspectives économiques. Le regain de demande conduirait au rebond du

commerce – qui accompagnerait la reprise des économies avancées – et une croissance un peu plus forte dans les économies émergentes, qui resterait toutefois nettement inférieure à celle prévalant avant 2008.

Pour autant, les rythmes de croissance seraient toujours très différents parmi les économies (cf. tableau 2), traduisant la persistance de freins structurels dans certains pays de la zone euro, tant au niveau du financement de l'économie, que de l'avancée du désendettement et de la reprise du marché immobilier.

### Encadré 2 : les politiques économiques des principales économies avancées à l'horizon 2014

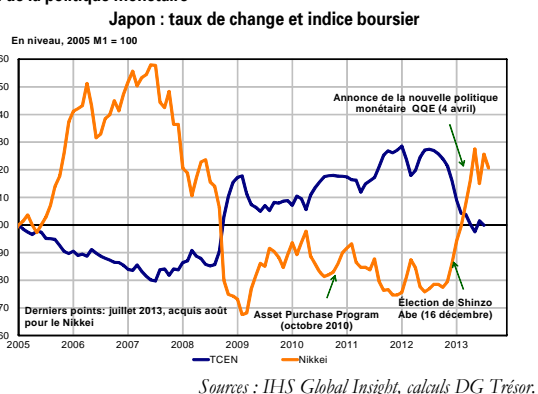
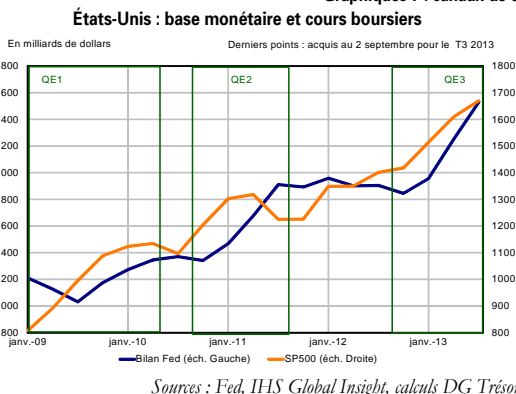
#### La politique monétaire des principales banques centrales est très accommodante, mais à des degrés divers.

Dans la zone euro, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés en septembre à 0,5 % et a par ailleurs introduit une "forward guidance" qualitative en indiquant, à l'occasion de sa décision de juillet, s'attendre à ce que « les taux directeurs se maintiennent à leur niveau ou en-deçà sur une période prolongée ». La Banque d'Angleterre a également introduit une "forward guidance" précisée dans l'"Inflation report" du mois d'août et maintiendrait des taux bas jusqu'à ce que le chômage repasse sous les 7 % à moins que cela ne contrevienne à ses objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière.

Les politiques américaines et japonaises restent plus expansionnistes. La Fed, outre son engagement à maintenir son taux directeur proche de zéro au moins tant que des cibles indicatives d'inflation (2,5 %) et de chômage (6,5 %) ne seraient pas atteintes, poursuit pour l'instant ses achats de titres à raison de 85 Md\$ par mois. Cela étant, le président de la Fed a explicitement envisagé à l'issue du *Federal Open Market Committee* des 18-19 juin - sous réserve de la réalisation des perspectives économiques du comité - un ralentissement des achats un peu plus tard en 2013 et un arrêt à la mi-2014. La *Bank of Japan* (BoJ), lors de la première réunion du nouveau comité de politique monétaire le 4 avril, a annoncé un nouveau cadre dénommé *Quantitative and Qualitative Easing* – QQE – dont les principales caractéristiques sont : (i) l'horizon pour atteindre la cible d'inflation de 2 % (déjà définie en janvier) est fixé à deux ans, (ii) l'accent est désormais mis sur la base monétaire, plutôt que sur celui du taux d'intérêt au jour-le-jour, et son doublement est prévu à un horizon de deux ans également, (iii) les encours d'obligations publiques possédés par la BoJ doit doubler.

La transmission des politiques monétaires non conventionnelles à l'activité peut prendre plusieurs canaux. Aux États-Unis, l'augmentation de la base monétaire passe par l'achat de bons du Trésor et de titres adossés à des créances immobilières (MBS), ce qui pousse les cours boursiers à la hausse, soit parce que les investisseurs se reportent vers les actions, leurs rendements étant relativement meilleurs que les bons du Trésor (phénomène de « rééquilibrage des portefeuilles »), soit parce que ces achats signalent des conditions de financement durablement accommodantes (effet « signal »). Cela favorise l'ensemble des acteurs dans un pays où les « effets richesse » sont importants (cf. graphiques 7). Au Japon, les achats de titres longs du Trésor et de titres plus risqués (effets commerciaux, obligations de sociétés, sociétés d'investissement dans l'immobilier japonais) vise à réduire les taux réels de long terme et les primes de risque, à inciter les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles vers des actifs plus risqués, notamment boursiers, et à augmenter les anticipations d'inflation, ce qui pousserait le yen à la baisse. Depuis septembre 2012, le yen s'est effectivement nettement déprécié, ce qui est de nature à soutenir les exportations et la situation financière des entreprises, qui en ont profité pour reconstituer leurs marges en augmentant leur prix à l'exportation. En outre, l'indice Nikkei a fortement augmenté. Signe de succès, les anticipations d'inflation se sont redressées, ce qui a permis une baisse des taux réels.

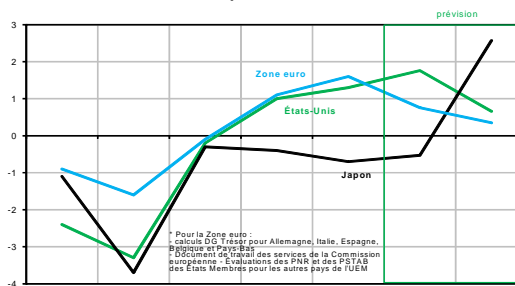
Graphiques 7 : canaux de transmission de la politique monétaire



#### L'effort de consolidation budgétaire des administrations publiques diminuerait progressivement, sauf au Japon (cf. graphique 8).

Aux États-Unis, l'effort structurel conséquent en 2013 (1,7 pt de PIB) serait divisé par plus de deux en 2014 et n'affecterait plus les ménages. Dans la zone euro, les plans de consolidation étaient surtout concentrés en 2012 et diminuent progressivement depuis. Au Japon, en revanche, le profil serait inverse. À partir de 2014, la politique budgétaire serait mobilisée dans une optique d'assainissement des finances publiques, avec une hausse de la taxe à la consommation de 3 points prévue en avril à laquelle s'ajouterait le contrecoup du plan de relance adopté début 2013.

Graphique 8 : ajustement structurel primaire des principales économies avancées (en points de PIB)



## 2.1 Dans la zone euro, le redémarrage de l'activité serait progressif, sur fond de rééquilibrage

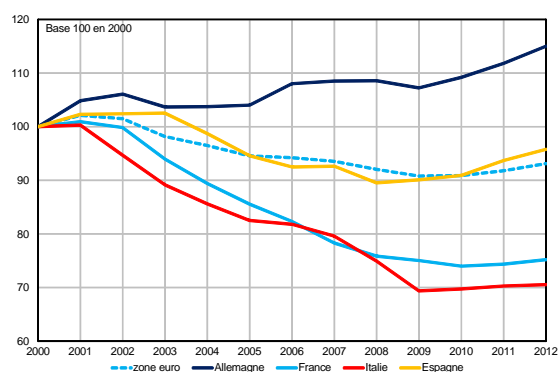
Après un repli en 2013 pour la deuxième année consécutive, l'activité dans la zone euro redémarrerait en 2014, en raison de la levée progressive des freins (politiques budgétaires moins restrictives, assouplissement des conditions de financement et dissipation de l'incertitude). Ce redémarrage s'auto-entretiendrait, les perspectives plus favorables de demande favorisant l'investissement, l'emploi et partant la consommation. L'activité resterait modérée et caractérisé par des disparités importantes.

**En Allemagne**, après une croissance modeste du PIB en 2013, portée uniquement par la consommation privée tandis que les exportations ont été pénalisées par une demande mondiale peu dynamique et une légère perte de compétitivité-prix, l'activité serait plus allante en 2014. Ce rebond proviendrait principalement d'une pleine reprise de l'investissement des entreprises – leur situation financière est confortable –, mais également de salaires toujours dynamiques et d'un environnement international plus favorable. La contribution de l'extérieur à la croissance serait de nouveau légèrement négative, conduisant au rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure.

**En Italie**, l'activité resterait très dégradée en 2013 avec la persistance de problèmes de financement et la poursuite de l'effort d'assainissement des comptes publics. Elle recommencerait à croître modérément en 2014, à un rythme contenu toutefois, en raison de la moindre consolidation budgétaire et du versement par les administrations publiques des arriérés de paiement pour un montant de 40 Md€, ce qui n'augmenterait le déficit que de 0,5 pt de PIB<sup>2</sup>, mais qui viendrait soulager les besoins de trésorerie des entreprises et favoriserait l'investissement.

**En Espagne**, la récession se prolongerait en 2013, les moteurs internes de la croissance restant grippés et les échanges extérieurs constituant de nouveau l'unique facteur de soutien à l'activité. En 2014, l'activité pourrait de nouveau progresser. Comme ailleurs, la consolidation budgétaire serait moins forte et l'investissement des entreprises devrait tirer profit du rétablissement de leur situation financière permise par des gains de productivité nettement supérieurs aux salaires versés. Cette reprise des dépenses d'équipement reste conditionnée à une levée progressive des difficultés de financement. La croissance resterait toutefois modeste, pénalisée par l'endettement important des ménages (cf. encadré 3) et par le chômage très élevé.

Graphique 9 : performances à l'exportation de la zone euro et ses principales économies



Source : OCDE.

L'amélioration des performances à l'exportation dans les principales économies de la zone euro amplifierait cette reprise attendue et favoriseraient le rééquilibrage. La balance commer-

ciale de la zone euro connaît effectivement une très nette amélioration sur la période récente, traduisant de meilleures performances à l'exportation dans ses principales économies (cf. graphique 9), alors que la progression des importations reste limitée par la faiblesse de la demande intérieure. Au total, les taux de couverture (ratio des exportations par les importations) se redressent très nettement depuis quelques années, au-delà de ce que les déterminants macroéconomiques usuels laissent attendre. Conséquence du rétablissement de la demande interne, la contribution de l'extérieur à la zone serait moindre en 2014.

## 2.2 Dans le reste du monde, la croissance resterait plus forte que dans la zone euro

À l'horizon 2014, les disparités de croissance seraient encore importantes entre les grandes régions du monde. Si la politique économique des principales économies avancées est assez proche (hormis au Japon), avec le soutien de la politique monétaire et la moindre consolidation budgétaire à venir, les difficultés structurelles restent moins importantes outre-Atlantique et, dans une moindre mesure, outre-Manche notamment en termes de désendettement des ménages (cf. encadré 3).

**Aux États-Unis**, l'activité rebondirait en 2014 après le ralentissement de 2013 suite à l'effort budgétaire conséquent. La consommation des ménages resterait le principal moteur de la croissance. En effet, les besoins d'épargne de précaution diminuent et l'assainissement du bilan des ménages arrive à son terme. La consommation privée serait de surcroît favorisée par des effets richesses liés au dynamisme des marchés financiers et immobiliers. En revanche, la consommation publique se replierait de nouveau, l'effort budgétaire portant désormais principalement sur les administrations. L'investissement résidentiel poursuivrait sa croissance rapide, tirée par la hausse des prix immobiliers. Enfin, les entreprises, dotées d'une solide assise financière, investiraient d'autant plus dynamiquement que la demande intérieure rebondirait.

**Au Royaume-Uni**, l'activité serait soutenue principalement par l'accélération des exportations à destination de la zone euro, son principal partenaire commercial, et par une demande intérieure désormais un peu plus dynamique, même si le désendettement des agents privés se poursuivait. Elle serait encore pénalisée par un effort de consolidation budgétaire important, axé principalement sur les dépenses publiques.

**Au Japon**, la croissance est tirée depuis le début de l'année 2013 par la politique économique très expansionniste, tant au niveau budgétaire que monétaire, qui s'est accompagnée de la hausse des valeurs boursières et de la dépréciation de la devise nippone. En 2014, à l'inverse des autres principales économies avancées, l'activité ralentirait du fait principalement de l'effort massif de rétablissement des comptes publics.

**Enfin, dans les économies émergentes**, la croissance pourrait être un peu plus dynamique en 2014, notamment en Inde, en Russie et au Brésil, tout en restant nettement inférieure à sa moyenne des années 2000. Ce moindre dynamisme semble pour partie structurel, reflétant outre le rattrapage des économies avancées et la stabilisation des parts de marché, des enjeux de long terme (mutation des modèles de croissance, inflation, déficit d'investissement en infrastructures, compétitivité, gouvernance). Chaque pays émergent est également confronté à des défis spécifiques (déficits jumeaux en Inde, vieillissement de la population et nécessaire rééquilibrage vers la consommation en Chine, contestation sociale au Brésil, diversification de l'économie concernant la Russie).

(2) Sur les 40 Md€ seul 7,7 Md€, correspondant à des dépenses d'investissement, n'étaient pas encore comptabilisés dans le déficit public.

Tableau 2 : prévisions de croissance

	2011	2012	2013	2014
	(non CJO)		(prévisions, CJO)	
<b>Croissance mondiale</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>
<b>Économies avancées</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>
États-Unis	1,8	2,8	1,4	2,6
Japon	-0,6	2,0	1,5	1,1
Royaume-Uni	1,1	0,2	1,2	1,7
Zone euro	1,5	-0,6	-0,5	1,0
dont Allemagne	3,3	0,7	0,6	1,6
dont Italie	0,4	-2,4	-1,9	0,6
dont Espagne	0,1	-1,6	-1,4	0,6
<b>Économies émergentes / en voie de développement</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>
dont Chine	9,3	7,7	7,2	7,2

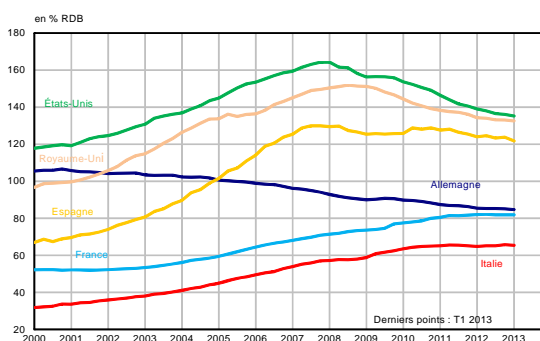
Sources : IHS Global Insight, prévisions DG Trésor.

### Encadré 3 : Avancement inégal du désendettement des ménages en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis

**Post-crise, le désendettement des ménages a freiné l'activité.** Dans les pays anglo-saxons, mais aussi en Espagne, les ménages avaient accumulé un endettement très élevé au regard de leur revenu, qui s'est avéré insoutenable avec l'effondrement de leur richesse nette suite à l'éclatement des bulles immobilières et à la forte baisse des valeurs boursières pendant la crise. Depuis, l'endettement des ménages a fortement diminué aux États-Unis et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. À l'inverse, il reste à un niveau relativement stable en Espagne, qui se distingue des autres principales économies de la zone euro (cf. graphique 10).

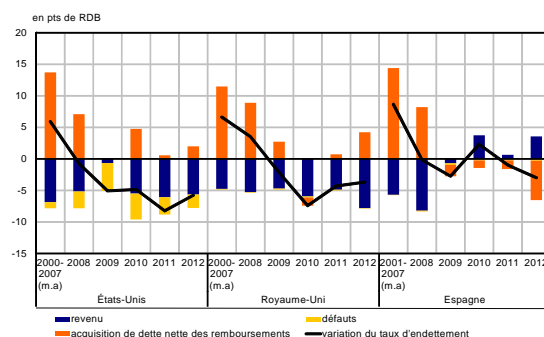
**La baisse de l'endettement s'est avérée plus aisée dans les pays anglo-saxons grâce à un contexte économique, et dans le cas des États-Unis, juridique, plus favorable (cf. graphique 11).** Aux États-Unis, les ménages ont procédé à un désendettement rapide et important (-24 pts de RDB sur les années 2009-2012). Ils ont bénéficié à la fois de la reprise de la croissance du revenu dès 2010, qui a allégé le poids de la dette dans le revenu, et d'un régime de faillites personnelles étendu permettant de faire défaut sur ses engagements plus facilement qu'ailleurs. Le coût du désendettement a donc été en partie supporté par le secteur financier et en définitive l'État, car les prêts hypothécaires étaient dans une large mesure garantis par *Freddie Mac* et *Fannie Mae*, entreprises nationalisées au plus fort de la crise. Les ménages ont également augmenté leur épargne, mais au niveau agrégé, les nouveaux emprunts contractés ont toujours été supérieurs aux remboursements des prêts existants. Au Royaume-Uni, le désendettement a été légèrement moindre (-18 pts de RDB), et a été porté essentiellement par les ménages. Leur effort de remboursement a été accompagné d'une progression constante de leur revenu (environ 4 % en moyenne par an sur la période, en termes nominaux), dans un contexte juridique où les défauts sont très peu fréquents. À l'inverse, en Espagne, les ménages, qui n'ont pas non plus la possibilité de faire défaut sur leurs engagements, ont produit l'effort de remboursement le plus important pénalisant ainsi leurs dépenses de consommation et d'investissement. Mais cet effort a été contrebalancé par la baisse de leur revenu (-1,5 % en moyenne depuis 2009), de sorte que leur taux d'endettement, exprimé en point de revenu n'a que légèrement diminué (-4 pts).

Graphique 10 : taux d'endettement des ménages



Source : Banque de France.

Graphique 11 : contributions à la variation de l'endettement des ménages

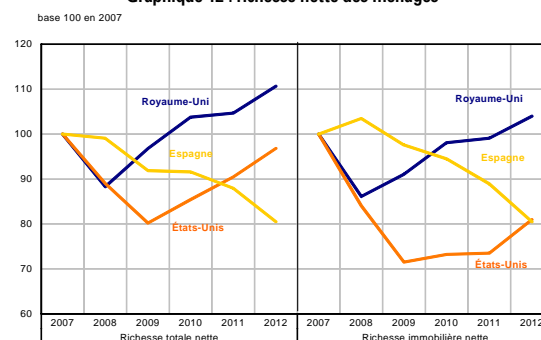


Source : Banque de France, ONS, Eurostat, BEA, Banque d'Espagne, calculs DG Trésor.

**En parallèle, les évolutions contrastées de la valeur des actifs détenus par les ménages ont conduit au rétablissement de la richesse nette des anglo-saxons, tandis que celle des espagnols n'a cessé de diminuer (cf. graphique 12).** Ainsi au Royaume-Uni, la richesse nette des ménages, tant immobilière que financière, a retrouvé son niveau d'avant-crise dès 2010, car ces marchés ont été relativement peu, et peu longtemps, affectés par la crise de 2008. Aux États-Unis, la reprise du marché immobilier et les performances des marchés boursiers, soutenus par la politique monétaire de la *Fed*, ont permis une reconstitution progressive de la richesse nette qui a désormais quasiment retrouvé son niveau d'avant-crise. À l'opposé, les ménages espagnols, dont le patrimoine est essentiellement immobilier, pâtissent de la baisse ininterrompue des prix immobiliers depuis 2008.

En conséquence, l'effort à venir de désendettement devrait moins pénaliser les ménages anglo-saxons, qui pourraient même se ré-endetter progressivement. À l'inverse, le besoin de désendettement des ménages espagnols reste important et nécessite un effort d'épargne important, rendu difficile par la baisse de leur revenu.

Graphique 12 : richesse nette des ménages



Sources : Fed, ONS, Banque d'Espagne, Eurostat, BEA, calculs DG Trésor.

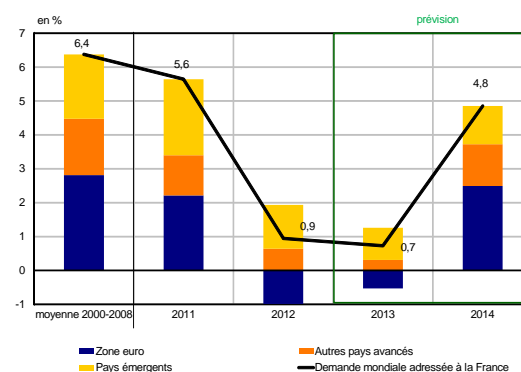
### 3. Après une période d'atonie en 2012 et 2013, le commerce mondial repartirait modérément

Le redressement des échanges commerciaux irait de pair avec la croissance mondiale. En 2012 et 2013, le commerce mondial aura très nettement ralenti, au-delà même de ce que le repli de la demande intérieure dans la zone euro et l'activité moins dynamique dans les autres principales économies avancées et dans les économies émergentes laissent attendre. Alors que la croissance du commerce mondial est historiquement près de deux fois supérieure à celle du PIB mondial, elle aura progressé moins vite en 2012 et 2013. À l'horizon 2014, le commerce mondial rebondirait sous l'impulsion du redémarrage de l'activité attendu à la fois dans la zone euro et dans le reste du monde pour s'établir à 5¼ %, rythme de croissance toutefois sensiblement inférieur à sa moyenne historique (6¼ % sur la période 1982-2007).

La demande étrangère adressée à la France aurait le même profil avec une croissance faible en 2013 (+0,7 %) et un rebond en 2014 (+4,8 %, cf. graphique 13). L'accélération attendue est plus importante que celle que devrait connaître le commerce mondial

en raison de la reprise dans la zone euro, avec qui la France réalise plus de la moitié de ses échanges commerciaux.

Graphique 13 : demande mondiale adressée à la France (croissance et contributions par zone, en %)



Source : DG Trésor.

### 4. Les aléas sur la croissance mondiale demeurent nombreux

**Le scénario économique présenté est entouré d'incertitudes.** La reprise pourrait être plus rapide si les agents économiques disposant de marges de manœuvre, tant du côté des administrations publiques que des ménages ou des entreprises, venaient à accroître leur dépenses. Par exemple, les entreprises américaines ou allemandes, qui disposent d'une situation financière confortable pourraient accroître leur investissement. De manière générale une demande intérieure plus dynamique dans les économies en surplus courant pourrait accélérer le rééquilibrage et permettre une croissance globale de l'activité plus dynamique.

*A contrario*, un regain d'incertitude dans la zone euro, une sortie trop rapide des mesures de politique monétaire aux États-Unis, des inquiétudes sur la soutenabilité des finances publiques au Japon et sur la croissance des économies émergentes sont de nature à entraver la reprise en cours. En outre, la période récente est marquée par des tensions géopolitiques croissantes qui se matérialisent, entre autre, par une hausse des cours du pétrole. Alors que le prix du Brent est resté stable sur le 2<sup>e</sup> trimestre (environ 103 \$ le baril), il a connu une hausse depuis juillet, du fait des événements en Egypte et en Syrie. Les fondamentaux du marché pétrolier restent toutefois bien orientés, maintenant le marché en situation d'excès d'offre depuis deux ans.

**Marie MAGNIEN, Pierre LISSOT, Amine TAZI**

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie et des Finances et Ministère du Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Ramon Fernandez

#### 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

#### ■ Septembre 2013

**n°118.** Les biens haut de gamme, un avantage comparatif européen ?

Romain Sautard, Valérie Duchateau, Jeannot Rasolofoarison

**n°117.** Raréfaction des actifs « sans risque » : estimations et perspectives

Arthur Sode, Violaine Faubert

**n°116.** Les freins à la mobilité résidentielle pénalisent-ils la qualité de l'appariement sur le marché du travail ?

Nicolas Costes, Sabrina El Kasmi

#### ■ Juillet 2013

**n°115.** Les pays en changes fixes peuvent-ils s'ajuster sans dévaluer ?

Jean Le Pavec

**n°114.** Comment expliquer le découplage entre les croissances du PIB aux États-Unis et en zone euro ?

Marie Albert, Nicolas Caudal, Violaine Faubert, Vincent Grossmann-Wirth, Marie Magnien et Amine Tazi

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

Derniers numéros parus