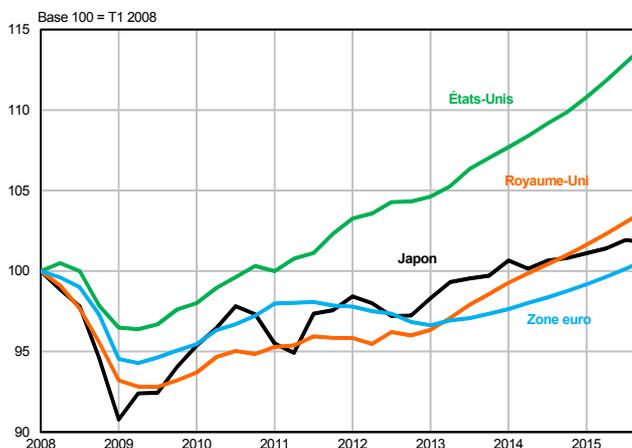


La situation économique mondiale au printemps 2014 : plus de croissance mais de nouveaux risques

- En 2013, l'activité économique mondiale a progressivement gagné en dynamisme, mais les divergences ont persisté entre grandes zones économiques. Au sein des pays avancés, le différentiel de croissance a de nouveau été marqué entre pays anglo-saxons et Japon d'un côté, et pays de la zone euro de l'autre. L'activité est restée assez dynamique aux États-Unis et s'est sensiblement redressée au Royaume-Uni et au Japon, grâce à un *policy mix* accommodant. De son côté, la zone euro est sortie d'un an et demi de récession au 2^e trimestre et la reprise, modeste et inégale selon les pays, n'a pas permis d'atteindre une croissance positive cette année. Ce décalage est en grande partie la conséquence de divergences passées, notamment un *policy mix* globalement moins accommodant depuis 2008 en zone euro et des tensions souveraines propres à l'union monétaire depuis 2010. Enfin, les économies émergentes, affectées par les fluctuations du change, les retraits de capitaux consécutifs à l'annonce du ralentissement des achats d'actifs de la Fed et leurs propres défis structurels, ont continué à ralentir.
- Au début de l'année 2014, les premières informations conjoncturelles disponibles laissent attendre une poursuite de l'expansion de l'activité mondiale. Ainsi la croissance mondiale s'affirmerait en 2014 et 2015. Toutefois l'hétérogénéité des régimes de croissance persisterait. En zone euro, la reprise amorcée en 2013 devrait se concrétiser et l'activité accélérerait (1,2 % en 2014 et 1,8 % en 2015), sous l'effet notamment de l'apaisement des tensions financières ainsi que d'une consolidation budgétaire moins forte. La croissance resterait toutefois modérée, et caractérisée par des disparités encore importantes, entre l'Allemagne où l'activité accélérerait et l'Italie ou l'Espagne, qui sortent à peine de deux nouvelles années de récession. Hors zone euro, les évolutions seraient contrastées. La vigueur de la croissance dans les économies anglo-saxonnes se confirmerait, mais l'activité ralentirait au Japon, en raison de l'inflexion restrictive de la politique budgétaire. Enfin, dans les économies émergentes, la croissance resterait relativement dynamique, mais elle s'installerait sur un sentier durablement plus faible que dans la période pré-crise, notamment en Chine, au Brésil et en Russie.
- En conséquence, le commerce mondial renouerait avec une croissance plus rapide en 2014 et 2015 (4,7 % puis 6,1 %) sans toutefois retrouver le rythme de croissance observé en moyenne entre 2000 et 2008. Il entraînerait dans son sillage la demande extérieure adressée à la France, particulièrement favorisée par le rebond de l'activité en zone euro, son principal partenaire commercial.
- Ce scénario d'une amélioration progressive de la situation économique mondiale, emmenée par les pays développés, reste entouré d'aléas importants. En zone euro, dans le contexte de l'évaluation complète des bilans bancaires conduite par la BCE en 2014, la reprise pourrait être plus franche qu'anticipé en cas de levée des incertitudes, sans qu'il soit possible d'exclure à l'inverse un regain ponctuel de tensions financières. Le risque de déflation, qui n'a pas disparu au Japon et pourrait concerner certains pays de la zone euro, reste de son côté à surveiller et rappelle les fragilités de la reprise en cours. Enfin, la normalisation de la politique monétaire américaine est encore susceptible d'engendrer des turbulences, moins aux États-Unis que dans les pays émergents les plus vulnérables aux chocs externes.

Source : Nationales, prévisions DG Trésor.

Évolution du PIB dans les principales économies mondiales



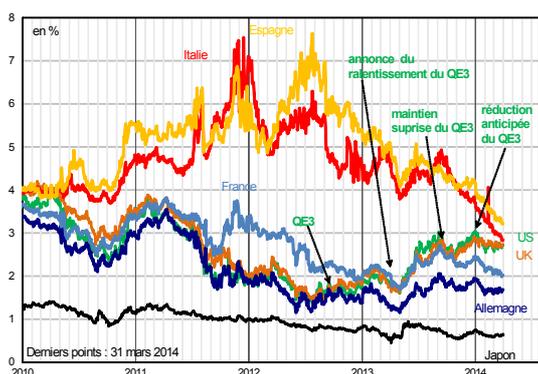
1. L'activité a gagné en vigueur dans les économies avancées fin 2013, tandis que les économies émergentes ont poursuivi leur ralentissement

1.1 La normalisation des conditions financières dans les économies avancées...

Au cours du 2nd semestre 2013, les conditions financières se sont progressivement normalisées dans les économies avancées (cf. Graphique 1). Les *spread* souverains se sont resserrés en zone euro, grâce aux actions résolues menées tant par les États-membres que par la Banque centrale européenne (stabilisation des pays vulnérables, report des cibles budgétaires, progrès dans l'union bancaire, assouplissement de la politique monétaire), prolongeant l'amélioration en cours depuis l'été 2012 (notamment du fait de l'annonce du programme OMT de la BCE). Les *spread* ont ainsi retrouvé fin 2013 un niveau très proche de celui atteint en janvier 2011. En parallèle, les taux souverains anglo-saxons, qui se trou-

vaient à des niveaux particulièrement bas en raison de leur statut d'actif sans risque et de la poursuite des achats de titres par les banques centrales, ont commencé à croître pour rejoindre des niveaux plus en ligne avec les fondamentaux économiques. Les annonces de la Fed à l'été 2013 relatives au ralentissement de ses achats (QE3) ont entraîné un regain de tensions sur les marchés financiers des économies avancées, qui s'est avéré d'une durée et d'une ampleur limitées et ne s'est pas reproduit lors de la réduction effective du montant de ses achats en janvier puis en février 2014. En revanche, les déclarations de la Fed ont entraîné des réallocations d'actifs qui ont affecté de manière importante les économies émergentes dès le mois de janvier (cf. Graphique 2).

Graphique 1 : taux souverains dans le monde



Source : IHS Global Insight.

Graphique 2 : indice boursier MSCI émergents



Source : Morgan Stanley.

1.2 ... a accompagné l'affermissement de la croissance mais perturbé l'activité dans les économies émergentes

La reprise s'est confirmée dans les pays développés au 2nd semestre 2013, mais demeure à ce stade plus vigoureuse dans les pays anglo-saxons qu'ailleurs (cf. Tableau 1). Ce décalage est en grande partie la conséquence de divergences passées, notamment un *policy mix* globalement moins accommodant depuis 2008 en zone euro et des tensions souveraines propres à l'union monétaire depuis 2010. Par ailleurs, des fragilités demeurent : le niveau de chômage se maintient à des niveaux élevés et l'inflation reste très basse dans la plupart des économies avancées, notamment en zone euro (cf. Encadré 1).

La zone euro est sortie de récession depuis le 2^e trimestre 2013 et la croissance est à présent positive dans l'ensemble des principaux pays de l'union monétaire. L'activité en zone euro a accéléré au 4^e trimestre, après avoir marqué le pas au 3^e trimestre. C'est le cas en France, où la demande intérieure a rebondi notamment grâce à l'investissement, et en Allemagne, où le faible dynamisme de la demande intérieure a été compensé par la contribution très positive de l'extérieur. En Espagne, en Belgique, au Portugal et aux Pays-Bas, l'activité a accéléré continuellement tout au long du semestre. Enfin en Italie, l'économie a retrouvé une croissance positive au 4^e trimestre pour la première fois depuis le 2^e trimestre 2011. La situation reste en revanche très dégradée en Grèce (-2,6 % après -3,0 %, en glissement annuel non-cvs). Malgré ces évolutions globalement favorables, le taux de croissance de l'année 2013 demeure négatif pour la zone euro dans

son ensemble (-0,4 %, après -0,7 % en 2012), avec des disparités importantes entre pays : si la France, la Belgique et l'Allemagne atteignent une croissance positive, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et les Pays-Bas voient leur activité reculer pour la deuxième année consécutive.

Hors zone euro, l'activité reste soutenue dans les économies avancées. La croissance a été vigoureuse au 2nd semestre aux États-Unis et au Royaume-Uni, notamment grâce à une consommation des ménages robuste. L'activité a ainsi été particulièrement résiliente dans ces pays en 2013 : +1,9 % aux États-Unis, en dépit du choc fiscal, comme au Royaume-Uni, où l'activité n'a néanmoins pas encore recouvré son niveau d'avant-crise. Au Japon, l'économie ralentit depuis l'été à mesure que le choc de confiance positif observé suite à l'instauration des *Abenomics* se dissipe. Le taux de croissance pour l'année 2013 n'en est pas moins soutenu, à +1,5 %.

Enfin, au sein des économies émergentes, le ralentissement de l'activité se poursuit. Ces économies sont en effet affectées par les fluctuations du change et le resserrement des conditions monétaires consécutif à l'annonce du ralentissement des achats d'actifs de la Fed (cf. Encadré 3). Si le ralentissement a été moins visible en fin d'année, notamment en Chine (+7,7 % au 4^e trimestre après +7,8 % au 3^e trimestre en glissement annuel), en Russie (+2,0 % au 4^e trimestre en g.a) et en Inde (+4,7 % au 4^e trimestre après +4,8 % au 3^e trimestre en g.a), la croissance s'est avérée décevante au Brésil (+1,9 % au 4^e trimestre en g.a) et en Afrique du Sud (+2,0 % au 4^e trimestre en g.a).

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

	2013T1	2013T2	2013T3	2013T4	2012	2013*
États-Unis	0,3	0,6	1,0	0,7	2,8	1,9
Japon	1,1	1,0	0,2	0,2	1,4	1,6
Royaume-Uni	0,4	0,8	0,8	0,7	0,3	1,7
Zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	-0,7	-0,4
Allemagne	0,0	0,7	0,3	0,4	0,9	0,5
France	0,0	0,6	-0,1	0,3	0,0	0,3
Italie	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	-2,4	-1,9
Espagne	-0,3	-0,1	0,1	0,2	-1,6	-1,2
Belgique	0,0	0,2	0,3	0,5	-0,1	0,2
Pays-Bas	-0,3	0,1	0,3	0,9	-1,2	-0,8
Portugal	-0,3	1,1	0,3	0,6	-3,2	-1,4
Afrique du Sud**	1,6	2,3	1,7	2,0	2,5	1,9
Brésil**	1,8	3,3	2,2	1,9	1,0	2,3
Chine**	7,7	7,5	7,8	7,7	7,7	7,7
Inde***	4,8	4,4	4,8	4,7	3,2	4,4
Russie**	0,8	1,0	1,3	2,0	3,4	1,3
Turquie**	2,9	4,5	4,3	4,4	2,2	4,0

* Estimations suite aux publications de la croissance au T4 2013, sauf pour l'Inde (prévision).

** Pour ces pays, données en glissement annuel non cvs-cjo.

*** Ces chiffres sont en glissement annuel et portent sur l'année fiscale (avril 2013 - mars 2014).

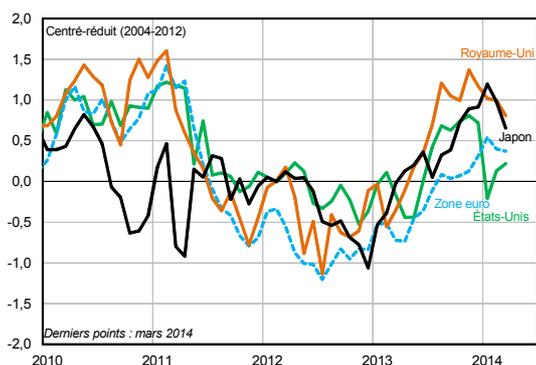
Sources : DataInsight et Eurostat ; de légers écarts peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

1.3 En début d'année 2014, les perspectives d'activité suggèrent une poursuite des tendances observées fin 2013

Les indicateurs conjoncturels disponibles début 2014 laissent attendre une poursuite de la croissance dans les principales économies avancées, mais celle-ci pourrait s'infléchir. C'est ce que suggèrent les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière, qui, bien que globalement ancrées en zone d'expansion, marquent une inflexion (cf. Graphique 3). Cette inflexion apparaît modeste en zone euro, mais elle s'observe cependant dans les principales

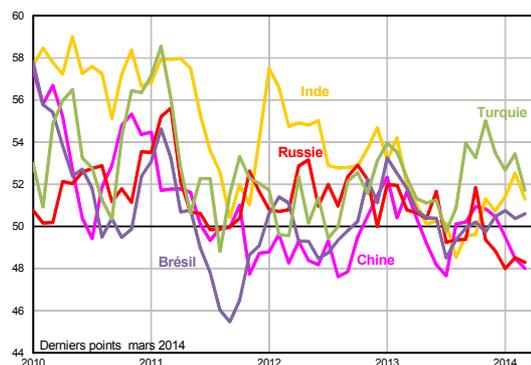
économies de l'union monétaire. En Allemagne notamment, les perspectives issues des enquêtes nationales auprès des entrepreneurs (IFO) et des analystes financiers (ZEW) sont en baisse. Aux États-Unis, le recul des enquêtes de conjoncture est plus marqué mais il s'expliquerait essentiellement par un hiver particulièrement rigoureux, qui engourdirait temporairement l'activité au tournant de l'année. En revanche, dans les économies émergentes, le ralentissement de l'activité devrait se poursuivre, comme le montrent les indices PMI du mois de janvier, en recul dans les BRIC (à l'exception de l'Inde) et en Turquie.

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



Source : ISM, Markit.

Graphique 4 : enquêtes PMI auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière dans les économies émergentes



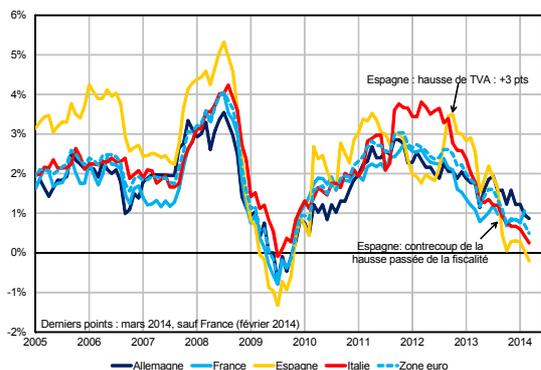
Source : Markit.

Encadré 1 : Baisse de l'inflation en zone euro

En zone euro, la désinflation observée depuis l'été 2012 est en grande partie due à la baisse des cours des matières premières et à l'appréciation de l'euro. Toutefois, hors composantes volatiles, l'inflation reste faible en lien avec un déficit de demande encore important.

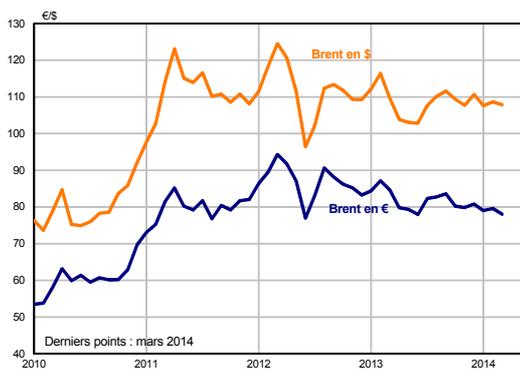
L'inflation a fortement reculé en zone euro depuis l'été 2012 (cf. Graphique 5). Entre août 2012 et mars 2014, l'inflation (IPCH) en zone euro a reculé d'environ 2 points, pour atteindre 0,5 %, un point bas depuis novembre 2009. Sur la même période, l'inflation énergétique et l'inflation importée hors énergie ont nettement reculé, en raison de l'appréciation de l'euro et de la baisse de cours des matières premières industrielles (cf. Graphique 6). À ces facteurs extérieurs, se sont ajoutés des facteurs domestiques temporaires au second semestre 2013 : ainsi en Espagne, la baisse de l'inflation résulte en partie d'effets de base fortement négatifs entre juillet et octobre 2013, liés au contrecoup de la hausse de TVA au 1^{er} septembre 2012 et à l'évolution de tarifs administrés (frais universitaires).

Graphique 5 : inflation totale en zone euro par pays - glissement annuel de l'IPCH en %



Sources : Eurostat.

Graphique 6 : prix du pétrole (brent spot) en € et en \$



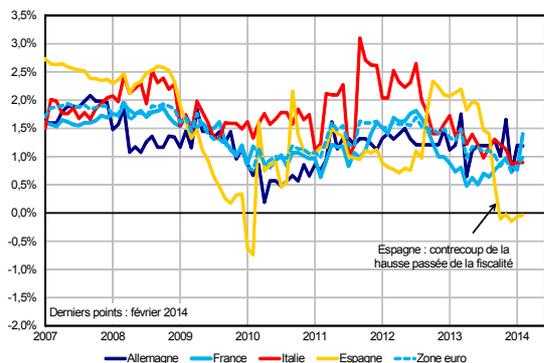
Source : IHS Global Insight.

Les pressions inflationnistes domestiques demeurent très faibles dans un contexte de reprise modeste, en raison notamment de la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production et le maintien du chômage à un niveau élevé. Même si l'influence des facteurs cycliques sur l'inflation semble s'être amoindrie^a, les niveaux d'inflation sous-jacente reflètent encore globalement la place des économies dans le cycle (cf. Graphique 7). Ainsi, si le repli de l'inflation est généralisé, **les niveaux d'inflation restent très hétérogènes au sein de la zone** (cf. Graphique 8) ; l'inflation totale est négative ou proche de zéro dans les pays qui se trouvent toujours en situation de fort déficit de demande, dont l'Espagne, tandis qu'elle est plus élevée - tout en restant partout inférieure à 2 % - dans les pays nordiques.

Le risque de déflation paraît toutefois limité dans un cadre de reprise progressive de l'activité.

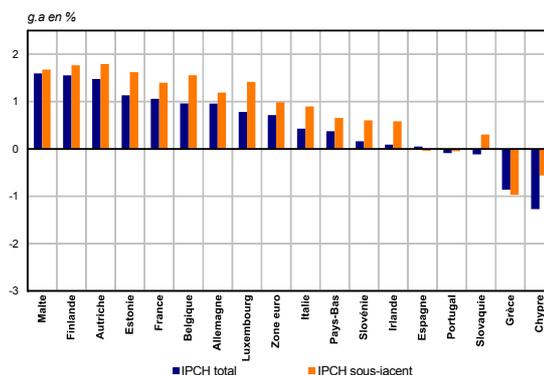
À un niveau agrégé, le risque de déflation semble limité en zone euro mais ne peut être exclu dans les pays où le contexte économique demeure fragile. Sous réserve de la matérialisation de notre scénario de reprise progressive de l'activité, l'inflation devrait se maintenir à un faible niveau, en lien avec un pouvoir d'achat affaibli par des salaires peu dynamiques, corollaire du maintien du taux de chômage à un niveau historiquement élevé, de l'ordre de 12 %. Cependant, le risque de déflation, défini comme une baisse durable et généralisée des prix, qui atteignent les anticipations des agents, paraît limité. Un risque demeure toutefois présent dans certains pays du sud de la zone euro ; l'inflation est en particulier négative en Grèce et à Chypre, et proche de 0 % dans d'autres États-membres (Espagne, Irlande, Portugal, Slovaquie).

Graphique 7 : inflation sous-jacente en zone euro par pays - glissement annuel de l'IPCH sous-jacent en %



Sources : Eurostat.

Graphique 8 : inflation par pays dans la zone euro en février 2014



Source : Eurostat.

a. Cf. par exemple : FMI (2013) "The Dog That Didn't Bark : Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping ?", *World Economic Outlook*, avril, chapitre 3.

2. La croissance mondiale s'affermirait en 2014 et 2015, en particulier dans la zone euro, qui confirmerait sa sortie de récession, mais l'hétérogénéité des régimes de croissance persisterait entre grandes zones économiques

Le rebond attendu de la croissance mondiale, emmené par les économies développées et en premier lieu les pays anglo-saxons, serait favorisé par une diminution de l'effort budgétaire et le maintien d'une politique monétaire globalement accommodante (cf. Encadré 2). Dans un contexte financier plus serein, propice à la levée des incertitudes, les moteurs privés pourraient ainsi redémarrer pleinement. Les rythmes

de croissance continueraient cependant d'être relativement différents d'une zone économique à l'autre (cf. Tableau 2), traduisant la persistance de freins structurels dans certains pays, tant au niveau du financement de l'économie, que de l'avancée du désendettement et de la reprise du marché immobilier.

Encadré 2 : Les banques centrales sous les projecteurs

Les politiques monétaires des principales banques centrales resteraient globalement accommodantes, mais sont amenées à diverger progressivement.

Aux États-Unis, l'accélération de l'activité et la baisse rapide du chômage ont conduit la Fed à amorcer l'inflexion de sa politique monétaire. Elle a annoncé en décembre, puis accentué en janvier et en mars, le ralentissement de ses achats d'actifs (*tapering*). La Fed acquiert désormais pour 55 Mds\$ d'actifs par mois, contre 85 Mds\$ auparavant. À ce rythme, le bilan de la banque centrale se stabiliserait en fin d'année. La Fed a toutefois contrebalancé cette annonce par un renforcement de sa *forward guidance* de manière à conforter les anticipations d'un maintien prolongé des taux directeurs à leur niveau plancher : « bien après la fin du programme d'achats de titres ». **Si la Banque d'Angleterre n'a de son côté que marginalement modifié sa politique depuis le mois d'août dernier** (stock d'actifs maintenu à 375 Mds£, taux directeur à 0,5 %, réduction de son programme de soutien à l'immobilier), elle a, comme la Fed, modifié sa *forward guidance* dans l'*Inflation Report* de février, de manière à convaincre les acteurs financiers qu'elle ne relèverait pas prochainement ses taux directeurs, en dépit de la nette amélioration de la conjoncture au 2nd semestre 2013, notamment de la baisse du taux de chômage.

La Banque centrale européenne (BCE), qui n'a pas à ce stade mis en oeuvre de programme d'achat d'actifs similaire aux autres grandes banques centrales, devrait pour le reste maintenir l'orientation de sa politique monétaire visant des taux directeurs très proches de zéro, associés à une *forward guidance* et des opérations de refinancement sans limite de montant. Elle pourrait même la renforcer par des mesures supplémentaires. La *Bank of Japan* (BoJ) devrait également poursuivre sa politique de *Quantitative and Qualitative Monetary Easing* (QQME) annoncée le 4 avril dernier, visant un doublement de la base monétaire en deux ans pour atteindre de manière durable 2 % d'inflation.

Dans ce contexte, les taux courts sont appelés à rester bas mais à diverger légèrement sur la fin de l'horizon de prévision.

En ce qui concerne les taux souverains de long terme, ils poursuivraient leur convergence au sein de la zone euro sous l'effet de l'apaisement des tensions financières, alors que la divergence observée récemment entre pays-anglo-saxons et pays cœur de la zone euro se maintiendrait, en raison de la divergence des sentiers de croissance.

Si l'annonce du *tapering* n'a pas conduit à ce stade à une forte hausse des taux souverains, son intensification ainsi que l'approche de la date de la première remontée des taux directeurs pourrait entraîner une surréaction des taux longs américains. Si ce n'est pas le plus probable, cela constitue néanmoins un risque négatif potentiel pour les perspectives de croissance à horizon 2015. En premier lieu c'est un risque pour l'économie américaine, car si la reprise est globalement robuste, certains segments bancaires et financiers sont particulièrement vulnérables à la hausse des taux souverains. De plus, le marché immobilier se rétablit mais il est encore fragile et sensible aux variations des taux hypothécaires ; or sa santé est déterminante tant pour l'activité dans le secteur de la construction que pour la consommation et l'investissement des ménages. Enfin, une brusque remontée des taux longs américains (toutefois peu probable à ce stade) aurait de forts effets de contagion sur les autres taux souverains, les taux de change et plus largement les flux de capitaux, à l'impact potentiellement déstabilisateur sur certaines économies, notamment émergentes.

2.1 En zone euro, la reprise amorcée en 2013 devrait se concrétiser et l'activité accélérerait

L'activité en zone euro devrait accélérer au cours des deux années à venir, mais la croissance resterait caractérisée par la persistance de disparités intra-zone importantes. La reprise serait notamment permise par une réduction des efforts budgétaires dans les pays du sud de l'union monétaire ainsi que l'atténuation de la fragmentation financière et la baisse des incertitudes au sein de la zone. Cette reprise serait cependant fragile, avec un pouvoir d'achat affaibli par des salaires peu dynamiques, corollaire du maintien du taux de chômage à un niveau historiquement élevé, de l'ordre de 12 %.

En Allemagne, l'activité accélérerait en 2014 et 2015, portée par la demande intérieure. Le rééquilibrage de l'économie allemande se confirmerait ainsi progressivement au cours des deux années à venir. La levée des incertitudes en zone euro permettrait une pleine reprise des dépenses d'investissement des entreprises allemandes, favorisée par leur situation financière confortable. La consommation des ménages serait soutenue par la croissance de leur pouvoir d'achat, en lien avec des salaires dynamiques dans un

contexte de faible chômage. Le dynamisme de la demande intérieure soutiendrait les importations, entraînant une contribution de l'extérieur à la croissance à nouveau légèrement négative.

En Italie, la reprise se confirmerait mais resterait peu dynamique, notamment en 2014. Le taux de chômage ne devrait diminuer qu'à partir de la fin 2014, et le pouvoir d'achat des ménages serait encore faible, malgré le soutien apporté par les mesures annoncées par le gouvernement Renzi. Ainsi, la consommation privée resterait déprimée. Les conditions de financement des entreprises s'amélioreraient, mais resteraient dégradées, et l'investissement des entreprises peinerait à repartir. Seul l'extérieur viendrait soutenir la croissance italienne, grâce au dynamisme des exportations soutenues par le rebond de la demande mondiale. En 2015, l'activité accélérerait et les moteurs intérieurs prendraient progressivement le relais.

En Espagne, l'activité connaîtrait une reprise modérée en 2014 et serait plus allante en 2015. Les efforts budgétaires devraient s'atténuer et constituer un moindre frein à l'activité. Les ménages notamment, ne seraient plus affectés et

verraient leur pouvoir d'achat croître, le chômage poursuivant son reflux amorcé fin 2013 et l'inflation restant modérée. Du côté des entreprises, l'amélioration des conditions de financement ainsi que le rétablissement de leur situation financière permettraient un redémarrage des dépenses d'investissement. L'extérieur resterait un soutien à l'activité grâce à une bonne tenue des exportations.

2.2 Dans le reste du monde, les évolutions seraient plus contrastées

La vigueur de la croissance dans les économies anglo-saxonnes perdurerait, la normalisation de la politique monétaire accompagnant la reprise sans l'entraver. En revanche, l'activité ralentirait au Japon, en raison de l'inflexion restrictive de la politique budgétaire. Enfin, dans les économies émergentes, la croissance resterait relativement dynamique, mais s'installerait sur un sentier durablement plus faible.

Aux États-Unis, la croissance continuerait de s'intensifier, sans être entravée par la normalisation de la politique monétaire. Le modèle de croissance américain serait porté essentiellement par le dynamisme des moteurs privés, en premier lieu la consommation des ménages, favorisée par leur ré-endettement progressif. Les entreprises, qui ont considérablement amélioré leur situation financière depuis la crise, augmenteraient leurs dépenses d'investissement, en ligne avec l'évolution des perspectives de demande et la baisse de l'incertitude (notamment concernant la conduite du *policy mix*). L'investissement résidentiel poursuivrait également sa croissance, tiré par l'évolution des prix immobiliers et la pression démographique.

Au Royaume-Uni, l'activité serait également plus allante. La croissance serait portée par la consommation privée, favorisée par un marché du travail dynamique, dans un contexte d'inflation faible. Le marché de l'immobilier, soutenu par plusieurs mesures gouvernementales, contribuerait également à la vigueur de l'activité. De plus, pour la première fois depuis 2010, l'investissement viendrait soutenir

la croissance en lien avec l'amélioration des perspectives de demande intérieures et extérieures. L'activité serait néanmoins encore pénalisée par un effort de consolidation budgétaire relativement important, axé principalement sur les dépenses publiques. La reprise britannique serait au total relativement vigoureuse, même si la question de sa soutenabilité se pose, alors que plusieurs facteurs de soutien restent surprenants, à l'instar de la très bonne tenue du marché du travail, ou potentiellement fragiles, à l'image de l'immobilier.

Au Japon, l'activité resterait relativement dynamique, tout en présentant un profil heurté, imprimé par les hausses de TVA programmées au 2^e trimestre 2014 et au 4^e trimestre 2015. Le pari du *policy mix* japonais serait donc en partie réussi, mais s'essoufflerait progressivement, en raison d'une politique budgétaire plus restrictive. Le fait de savoir dans quelle mesure la hausse de l'inflation, en partie importée, pourra se transmettre aux salaires, permettant aux ménages de conserver leur pouvoir d'achat et de consommer (tout en soutenant à son tour l'inflation *via* une boucle prix-salaire), reste une question ouverte et constitue un aléa à ce scénario.

Enfin, dans les économies émergentes, la croissance pourrait être un peu plus dynamique en 2014, notamment en Inde 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). Les économies émergentes sont confrontées à des défis spécifiques (déficits jumeaux en Inde, vieillissement de la population et nécessaire rééquilibrage vers la consommation en Chine, contestation sociale et faible investissement au Brésil, diversification de l'économie concernant la Russie).

Tableau 2 : prévisions de croissance

PIB (moyenne annuelle en %)	2011	2012	2013*	2014	2015
	(non CJO)		(prévisions, CJO)		
Croissance mondiale	4,0	3,1	2,9	3,7	4,0
Économies avancées	1,8	1,4	1,3	2,3	2,5
États-Unis	1,8	2,8	1,9	2,9	3,3
Japon	-0,4	1,4	1,6	1,4	1,0
Royaume-Uni	1,1	0,3	1,7	2,7	2,5
Zone euro	1,7	-0,7	-0,4	1,2	1,7
<i>Allemagne</i>	<i>3,3</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>1,8</i>	<i>2,1</i>
<i>Italie</i>	<i>0,4</i>	<i>-2,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>0,6</i>	<i>1,2</i>
<i>Espagne</i>	<i>0,1</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,0</i>	<i>1,6</i>
Économies émergentes	6,2	4,9	4,6	5,0	5,4
<i>Brésil</i>	<i>2,7</i>	<i>1,0</i>	<i>2,3</i>	<i>2,3</i>	<i>2,8</i>
<i>Chine</i>	<i>9,3</i>	<i>7,7</i>	<i>7,7</i>	<i>7,5</i>	<i>7,3</i>
<i>Inde**</i>	<i>6,3</i>	<i>3,2</i>	<i>4,4</i>	<i>5,4</i>	<i>6,4</i>
<i>Russie</i>	<i>4,3</i>	<i>3,4</i>	<i>1,3</i>	<i>2,0</i>	<i>2,5</i>
<i>Turquie</i>	<i>8,8</i>	<i>2,2</i>	<i>4,0</i>	<i>2,2</i>	<i>3,6</i>
Commerce mondial	6,1	2,7	2,6	4,7	6,1
<i>Demande mondiale France</i>	<i>5,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,8</i>	<i>4,8</i>	<i>6,5</i>

* Estimation suite à la publication du PIB T4 2013.

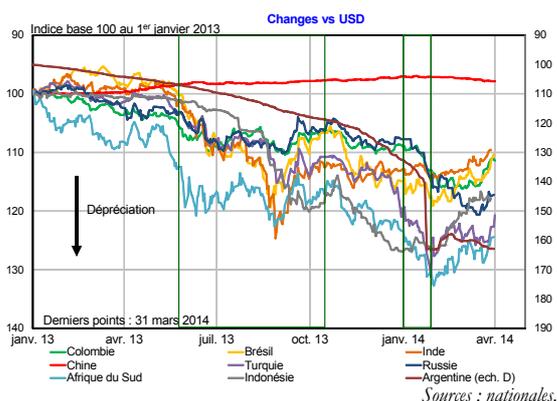
** Chiffres pour l'année fiscale (mars 2013 - avril 2014).

Encadré 3 : Le durcissement des politiques monétaires des économies émergentes, dans un contexte de tensions financières toujours vives, devrait peser sur leur croissance

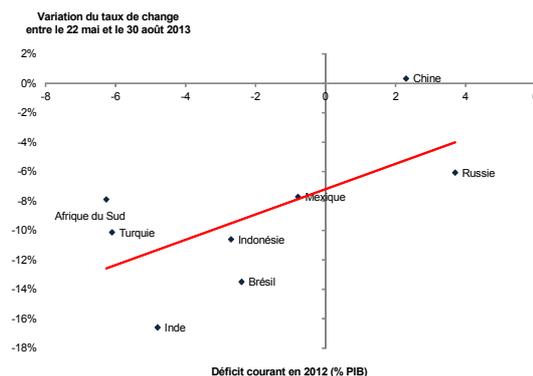
Au printemps et à l'été 2013, plusieurs grandes économies émergentes ont dû faire face à de fortes turbulences financières. Leur monnaie s'est dépréciée vis-à-vis du dollar comme de l'euro. Les devises de l'Inde (-26 % par rapport au dollar entre début mai et fin août 2013), du Brésil (-16 %), de l'Indonésie (-13 %), de la Turquie (-13 %) et de l'Afrique du Sud (-15 %) ont été les plus affectées. Le calendrier de ces mouvements est à rapprocher des annonces de la Fed, notamment les déclarations de B. Bernanke le 22 mai 2013 quant à un possible ralentissement du programme d'achat des bons du Trésor (*Quantitative Easing*). Néanmoins, les pays les plus touchés ont été ceux qui affichaient les plus importantes vulnérabilités : déficit courant élevé, inflation forte et ralentissement marqué de l'activité.

Après une brève accalmie à la fin de l'année dernière, les tensions sont réapparues début 2014. Dans un contexte financier international toujours tendu (resserrement des conditions de financement, ralentissement des économies émergentes), les marchés réagissent vigoureusement à toute mauvaise nouvelle dans les économies émergentes. Parmi les économies les plus affectées par ce regain de tensions, l'Argentine (-16 % face à l'USD en janvier) et l'Ukraine (-15 % en février), soumises à des fuites de capitaux et qui ont vu leurs réserves de change fondre en 2013, ont dû dévaluer leur change. La livre turque s'est dépréciée (-6,5 % en janvier) suite au scandale politico-économique qui a secoué le pays à partir de la mi-décembre. Enfin, dans un contexte de flexibilisation du change et d'adoption d'un régime de ciblage d'inflation par la Banque centrale annoncé dès 2009, la Russie (-7 % en janvier) a mis fin à son programme d'intervention automatique sur le marché des changes.

Graphique 9 : dépréciation des principales devises émergentes...



Graphique 10 : ... dans les pays affichant des vulnérabilités élevées

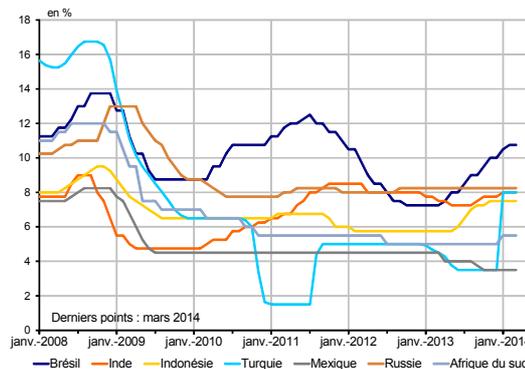


Source : DataInsight.

Face à ces pressions sur les changes, on observe un resserrement de la politique monétaire dans plusieurs économies émergentes, amorcé courant 2013 et qui s'est accentué début 2014. En janvier, quatre banques centrales ont en effet décidé de remonter leurs taux directeurs (Brésil, Inde, Afrique du Sud et Turquie). En Turquie, à l'issue d'un comité de politique monétaire exceptionnel, la Banque centrale a remonté les trois principaux taux directeurs de près de 500 pdb en une seule fois. Au Brésil (+350 pdb depuis le printemps 2013) et en Indonésie (+175 pdb), la hausse des taux a également été particulièrement visible. En Inde et en Afrique du Sud, la hausse des taux a été plus modérée (respectivement +75 et +50 pdb). En Russie, en réaction à la dépréciation du rouble en lien avec les tensions avec l'Ukraine, la Banque centrale a relevé de 150 points de base son taux directeur début mars.

Ces décisions de politique monétaire visent à limiter les sorties de capitaux et les effets inflationnistes des pressions à la baisse sur le change mais devraient également déprimer davantage des performances de croissance déjà décevantes dans plusieurs pays. En effet, les remontées de taux devraient entraîner un ralentissement du crédit, notamment en Russie, en Turquie et en Indonésie, ce que l'on observe déjà au Brésil. Cela se traduirait par une demande intérieure moins dynamique, en particulier la consommation. L'impact sur la croissance sera d'autant plus fort qu'en 2013 la consommation privée a constitué le principal moteur de l'activité dans les économies émergentes.

Graphique 11 : remontée des taux directeurs dans les économies émergentes



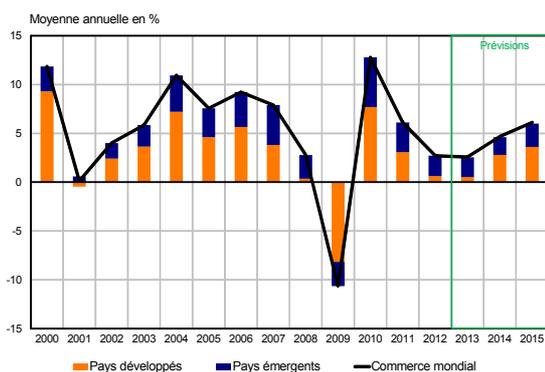
Source : DataInsight.

3. En conséquence, le commerce mondial rebondirait après sa récente période d'atonie, de même que la demande dans les pays destinataires des exportations françaises

Dans un contexte de croissance mondiale modeste, le commerce mondial n'a crû que modérément en 2013 (+2,8 %). Il a néanmoins accéléré en fin d'année, et on s'attend à ce que ce rebond se concrétise dans les années à venir, en lien avec l'accélération de l'activité mondiale,

emmenée par les pays développés (cf. Graphique 12). À l'horizon 2015, le commerce mondial progresserait ainsi au rythme de 6,1 %, nettement plus élevé qu'en 2012 et 2013, comparable à sa moyenne historique (6¼ % sur la période 1982-2007).

Graphique 12 : commerce mondial (croissance et contributions par zone, en %)

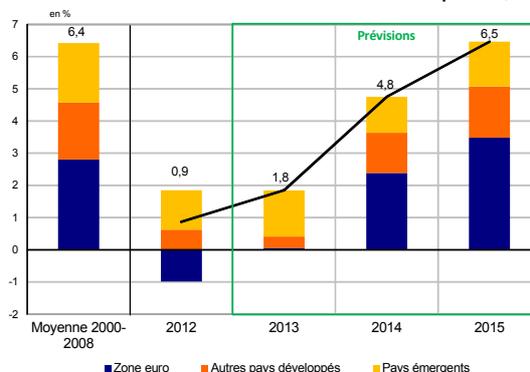


Source : FMI, Perspectives économiques mondiales, octobre 2013, prévision DG Trésor.

La demande étrangère adressée à la France évoluerait de concert (+4,8 % en 2014 et +6,5 % en 2015) pour retrouver le rythme de croissance observé en moyenne entre 2000 et

2008 (cf. Graphique 13). Cette amélioration serait essentiellement portée par celle de la situation économique des partenaires commerciaux européens de la France, avec qui elle 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. Ce scénario d'une amélioration progressive et modérée de l'activité mondiale, emmenée par les pays développés reste exposé à de nombreux aléas

Il existe divers aléas baissiers. En zone euro, ils tiennent d'abord à l'éventualité d'un regain de tensions financières, par exemple dans le contexte de l'évaluation complète des bilans bancaires par la BCE ou des tensions géopolitiques récentes. La matérialisation du risque de déflation (au sens plein d'une baisse de prix entraînant un désencrage des anticipations) est de son côté peu probable pour l'ensemble de la zone, mais est à surveiller pour certains grands pays comme l'Espagne. Hors zone euro, un aléa baissier tient à la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, qui pourrait perturber la reprise des marchés immobiliers et boursiers et augmenter l'instabilité des économies émergentes. Certains moteurs de la croissance au Royaume-Uni restent par ailleurs fragiles (marché immobilier soutenu par des mesures publiques, emploi étonnamment dynamique) et constituent une incertitude supplémentaire. Au Japon, toute la question tient à la réussite du *policy mix* de S. Abe, alors que les hausses de

TVA devraient désormais peser sur l'activité. Enfin, concernant les économies émergentes, certaines sont particulièrement dépendantes de la demande émanant des économies avancées et de l'évolution du prix des matières premières (Russie, Brésil). De plus, de nouveaux épisodes de tensions financières liées aux vulnérabilités externes (Ukraine, Argentine, Turquie, Afrique du Sud, Brésil, Inde, Indonésie) ne sont pas à exclure. Enfin, des tensions politiques pourraient affecter la confiance des investisseurs, et fragiliser des économies déjà en ralentissement.

Mais la reprise pourrait être plus rapide qu'anticipé, en cas de levée des incertitudes pesant sur la croissance mondiale (notamment en zone euro et dans les pays émergents) ; les écarts de production restent en effet creusés, suggérant des marges pour un rebond de l'activité en cas d'éclaircissement des perspectives.

Flore BOUVARD, Samuel DELEPIERRE, Marie MAGNIEN

Éditeur :

Ministère des Finances et des Comptes Publics et Ministère de l'Économie du Redressement Productif et du Numérique

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

Directeur de la Publication :

Sandrine Duchêne

Rédacteur en chef :

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

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Mars 2014

n°125. Les enquêtes de conjoncture sont-elles toutes aussi performantes pour prévoir l'activité économique en France ?

Stéphane Capet et Stéphanie Combes

Février 2014

n°124. L'industrie : quels défis pour l'économie française ?

Guillaume Ferrero, Alexandre Gazaniol, Guy Lalanne

Janvier 2014

n°123. Économies émergentes : vers une croissance durablement moins soutenue qu'avant crise
Cristina Jude et Sylvain Bailhehache

n°122. Quel positionnement « hors-prix » de la France parmi les économies avancées ?

Romain Sautard, Amine Tazi, Camille Thubin

<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 du Redressement Productif et du Numérique.