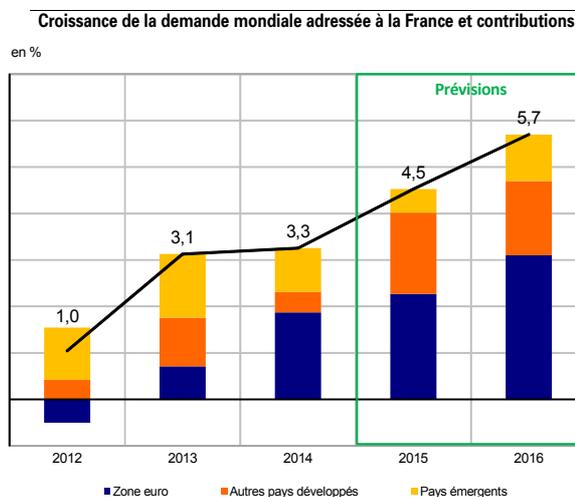


La situation économique mondiale au printemps 2015 : l'activité mondiale accélère, portée par les pays avancés

- En 2014, au-delà des à-coups trimestriels, l'activité des pays avancés a progressivement accéléré, à l'exception du Japon. Les divergences entre les grandes zones économiques demeurent néanmoins prononcées.
- La reprise se généraliserait à toutes les économies avancées en 2015 et la croissance accélérerait en zone euro en 2016. La forte baisse des prix du pétrole constitue un facteur de soutien à l'activité mondiale. Cependant, la situation moins favorable des pays émergents contribue à limiter le dynamisme de l'activité mondiale.
- L'activité reste dynamique aux États-Unis, ainsi qu'au Royaume-Uni, tandis que la croissance demeure atone au Japon. Les pays anglo-saxons¹ connaissent une croissance très élevée depuis le printemps 2014. L'activité américaine et britannique, portée par une demande intérieure toujours très dynamique, continuerait de soutenir la croissance des économies avancées. Au Japon, l'activité a fortement ralenti suite à la hausse de la TVA au 1^{er} avril 2014. La croissance japonaise resterait atone sur tout l'horizon de prévision.
- En zone euro, la reprise demeure inégale selon 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, soutiendraient l'activité. En Allemagne, l'activité a fortement rebondi au 4^e trimestre. L'Allemagne pourrait s'appuyer sur une bonne tenue de la consommation privée et de l'investissement des entreprises. En Espagne, l'activité a poursuivi son expansion. La reprise espagnole continuerait également à être soutenue par les moteurs internes, après la très forte correction due à la crise, sur fond d'amélioration du marché du travail. En revanche, l'activité italienne a poursuivi son recul pour la troisième année consécutive. La reprise italienne resterait très fragile, le redémarrage de l'investissement ne se matérialiserait pas avant 2016.
- L'activité des économies émergentes s'est avérée globalement peu dynamique, dans le sillage du ralentissement de l'activité en Chine et d'importantes difficultés économiques au Brésil et surtout en Russie, qui entrerait en récession sous l'effet de la baisse des prix du pétrole et des sanctions internationales. Seule l'Inde se distingue parmi les BRIC avec une croissance relativement soutenue. En 2016, la croissance augmenterait légèrement au sein des économies émergentes, mais resterait toutefois nettement en-deçà de sa moyenne d'avant-crise.
- Le commerce mondial accélérerait en 2015 et 2016, porté principalement par le dynamisme de l'activité au sein des économies anglo-saxonnes et la reprise en zone euro. La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil similaire (+4,5 % puis +5,7 %), particulièrement soutenue par le regain de croissance au sein de l'union monétaire, son principal partenaire commercial.

Source : DG Trésor.



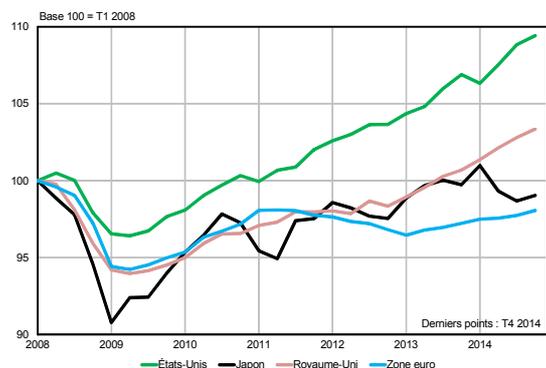
(1) Au Royaume-Uni et aux États-Unis.

1. Au-delà des à-coups trimestriels, l'activité économique mondiale a accéléré en fin d'année

La situation mondiale s'est améliorée tout au long de l'année 2014. La croissance est restée soutenue dans les pays anglo-saxons et la reprise s'est concrétisée en zone euro. Toutefois,

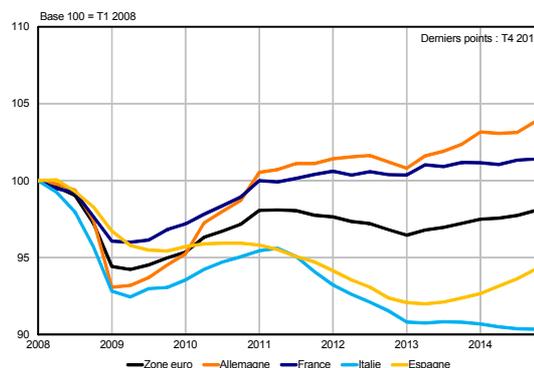
l'activité est demeurée peu dynamique au Japon, suite à la hausse de la TVA au 1^{er} avril 2014, et le ralentissement s'est poursuivi dans les pays émergents (cf. graphiques 1 et 2).

Graphique 1 : évolution du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Nationales.

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



Sources : Nationales.

1.1 La forte baisse des prix du pétrole...

Restés stables à des niveaux élevés (entre 105 et 115 \$) entre début 2011 et mi-2014, les cours du Brent et du WTI ont baissé de plus de 50 % depuis juin 2014, pour s'établir début 2015 autour de 50 \$, leur plus bas en 5 ans.

En pleine recrudescence des tensions géopolitiques (Syrie, Irak, crise russo-ukrainienne), cette forte baisse des cours du pétrole depuis juin dernier s'expliquerait par la faiblesse de la demande mondiale - que reflète aussi la chute des cours des autres commodités - et par le bon approvisionnement des marchés. Pour 2015, l'AIE a revu à la baisse sa prévision de croissance de demande mondiale de pétrole, passant de +1,1 Mb/j prévu en décembre 2014 à +0,9 Mb/j prévu en janvier 2015, en lien avec une reprise qui tarde à s'affirmer. La demande globale de pétrole brut devrait ainsi atteindre 93,3 Mb/j en 2015 après 92,4 Mb/j en 2014. Le bon approvisionnement des marchés tient à trois facteurs majeurs : *i*) la production nord-américaine issue du pétrole de roche-mère et de sables bitumineux, en augmentation constante depuis 3 ans, *ii*) la reprise de la production libyenne (0,4 Mb/j en moyenne), et *iii*) le maintien des quotas de production de l'OPEP (30 Mb/j).

Graphique 3 : prix du pétrole



Source : Commodity Research Bureau.

L'hypothèse retenue est celle d'une remontée partielle des cours du pétrole brut, ceux-ci se maintenant proches des 60 \$ en 2015 (cf. graphique 3). Les tensions géopolitiques (notamment en Lybie et en Irak) pourraient jouer à la hausse sur les cours. De même, les contrats *futures* indiquent une remontée des cours à moyen terme, en lien avec

l'impact négatif de la baisse des prix sur les investissements dans le secteur pétrolier. Cependant, l'offre mondiale de pétrole devrait rester élevée, ce qui freinerait cette remontée sur l'année. En particulier, en cas d'aboutissement des négociations sur l'embargo iranien, l'offre de pétrole iranienne devrait augmenter sur 2015 et 2016, ce qui pourrait contribuer au maintien des cours pétroliers aux niveaux actuels.

1.2 ...et les conditions financières toujours très favorables...

Les conditions de financement des pays de la zone euro ont poursuivi leur amélioration. Les taux souverains côtoient leurs plus bas historiques et les *spreads* continuent de diminuer, alors que la BCE a nettement assoupli sa politique monétaire au début de l'année 2015 en mettant en place un programme étendu d'achats de titres, annoncé en juin 2014 (cf. graphique 4). Ce programme ajoute aux achats d'actifs précédemment annoncés - achats d'ABS et d'obligations garanties - des achats de titres souverains et d'agences européennes. L'Eurosystème achètera, dans le cadre de ce programme, 60 Md€ de titres par mois (10 Md€ d'ABS et obligations garanties, 6 Md€ environ de titres d'agences et 44 Md€ de titres souverains), à partir du mois de mars 2015 et jusqu'à ce que l'inflation redevienne cohérente avec le mandat de la BCE. Cette annonce s'ajoute aux mesures déjà mises en place, TLTRO et taux très bas.

La *Bank of Japan* (BoJ), qui conduit déjà une politique monétaire très accommodante afin d'atteindre de manière durable 2 % d'inflation, a augmenté en octobre 2014 le montant d'achats de titres en réponse à la dégradation inattendue de l'activité au 3^e trimestre et la baisse des prix des matières premières. La BoJ se déclare prête à mettre en place d'autres mesures si les prix ralentissaient plus fortement qu'attendu.

Dans les pays anglo-saxons, les taux souverains ont également diminué mais restent plus élevés qu'en zone euro. Les *spreads* entre les taux américains et britanniques et les taux souverains allemands côtoient ainsi leur niveau le plus élevé depuis la fin des années 1990. À l'opposé de la BCE et de la BoJ, les banques centrales anglo-saxonnes ont amorcé la normalisation de leur politique monétaire et préparent la première hausse de leurs taux directeurs. La Fed a mis fin à son programme de *Quantitative Easing* (QE) en octobre 2014 et s'apprête à procéder à la remontée de ses taux directeurs. Ces derniers devraient toutefois rester à leur niveau plancher « bien après la fin du programme d'achats de titres, en parti-

culier si les perspectives d'inflation se maintiennent en-deçà de la cible de 2 % du Comité », ce qui suggère qu'une première hausse de taux ne devrait pas se produire avant l'été 2015. De son côté, la Banque d'Angleterre (BoE) 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, le stock d'obligations d'État

acquises par création monétaire s'établissant à 375 Md€. Selon la politique de *forward guidance* de la BoE, actualisée en février 2014, la hausse du taux directeur est conditionnée par la baisse des capacités inutilisées de l'économie. Dans un contexte d'inflation nettement inférieure à la cible de 2 % fixée par la BoE, la remontée des taux directeurs britanniques ne devrait pas survenir avant fin 2015.

Graphique 4 : taux souverains dans le monde



Source : IHS Global Insight.

Graphique 5 : indice boursier MSCI émergents



Source : Morgan Stanley.

1.3 ...ont favorisé l'affermissement de la croissance dans les économies avancées

Après un 1^{er} semestre 2014 relativement peu favorable, la croissance a accéléré au 2nd semestre (cf. tableau 1). La forte baisse des prix du pétrole et des taux d'intérêt, associée à une orientation globalement plus favorable de la *policy-mix*, a sans doute déjà contribué à cette accélération de la croissance dans les économies avancées. En 2014, la croissance s'élève ainsi à +2,4 % aux États-Unis, +2,6 % au Royaume-Uni, +0,9 % en zone euro, mais -0,1 % au Japon.

Hors zone euro, la croissance est soutenue dans les pays anglo-saxons, tandis que l'activité a légèrement reculé au Japon, en lien avec la hausse de la TVA au 1^{er} avril 2014. La croissance a été très forte aux 2^e et 3^e trimestres aux États-Unis, après un 1^{er} trimestre affecté par un hiver particulièrement rigoureux. Au 4^e trimestre, l'activité américaine a ralenti mais demeure allante. Au Royaume-Uni, le profil de croissance est moins heurté, se maintenant à un niveau élevé depuis mi-2013. Au Japon, le choc de la TVA a conduit à un fort recul de l'activité aux 2^e et 3^e trimestres,

tandis que le contrecoup attendu au 4^e trimestre n'a finalement pas eu lieu, la croissance ayant déçu (à +0,4 %).

En zone euro, la croissance s'est établie à +0,9 % en 2014, après -0,4 % en 2013. Après avoir marqué le pas au 2^e trimestre 2014 (+0,1 %), l'activité a accéléré au 2nd semestre, pour atteindre une croissance de +0,3 % au 4^e trimestre. L'activité a notamment poursuivi son expansion en Espagne (+0,7 %), où ce dernier trimestre de forte croissance aura couronné une année caractérisée par la reprise de tous les moteurs de la demande intérieure, y compris de l'investissement en construction. La croissance a également été dynamique en fin d'année en Allemagne (+0,7 %), surprenant par sa vigueur, portée par la consommation privée et l'investissement en construction. L'activité a enfin progressé en Belgique (+0,3 %), aux Pays-Bas et au Portugal (+0,5 %). Elle est demeurée en revanche atone en Italie (0,0 %), entraînant une nouvelle année de récession (-0,4 % en 2014) pour l'économie transalpine.

Enfin, dans les principales économies émergentes, la croissance a continué de diminuer au 4^e trimestre, dans un contexte de vives tensions financières, en particulier en Russie (cf. graphique 5).

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

	2013T3	2013T4	2014T1	2014T2	2014T3	2014T4	2012	2013	2014
Économies développées (en variation trimestrielle, cvs-cjo)									
États-Unis	1,1	0,9	-0,5	1,1	1,2	0,5	2,3	2,2	2,4
Japon	0,4	-0,3	1,3	-1,6	-0,7	0,4	1,7	1,6	-0,1
Royaume-Uni	0,7	0,4	0,7	0,8	0,7	0,5	0,7	1,7	2,6
Zone euro	0,2	0,3	0,3	0,1	0,2	0,3	-0,8	-0,4	0,9
Allemagne	0,3	0,4	0,8	-0,1	0,1	0,7	0,6	0,2	1,6
France	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4
Italie	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-2,8	-1,7	-0,4
Espagne	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5	0,7	-2,1	-1,2	1,4
Belgique	0,4	0,2	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,3	1,0
Pays-Bas	0,3	0,4	-0,4	0,7	0,3	0,8	-1,6	-0,7	0,9
Économies émergentes (en glissement annuel, non cvs-cjo)									
Brésil	2,4	2,2	1,9	-0,9	-0,2	n.d.	1,0	2,5	-
Chine	7,8	7,7	7,4	7,5	7,3	7,3	7,7	7,7	7,4
Inde	7,5	6,6	5,3	7,0	7,8	7,5	6,9	7,2	6,9
Russie	1,3	2,0	0,9	0,8	0,7	n.d.	3,4	1,3	-
Turquie	4,2	4,5	4,8	2,2	1,7	n.d.	2,1	4,1	-

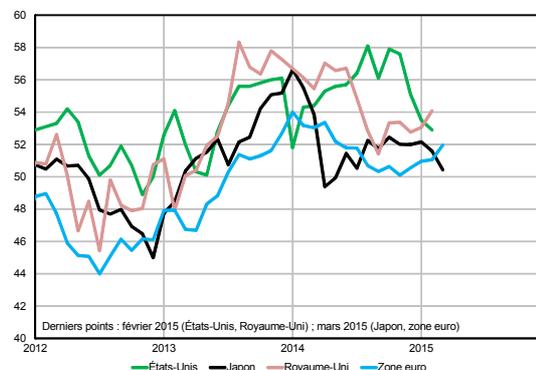
Sources : DataInsight et Eurostat ; de légers écarts peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

1.4 En début d'année 2015, les perspectives d'activité suggèrent une poursuite des tendances observées fin 2014

Les indicateurs conjoncturels disponibles au printemps laissent attendre un ralentissement de l'activité aux États-Unis, une croissance atone au Japon, mais une accélération au Royaume-Uni et en zone euro. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière sont en territoire positif pour ces quatre zones (cf. graphique 6). Aux États-Unis, la croissance au 1^{er} trimestre devrait être négativement affectée par les conditions climatiques. Les indices ISM sont en repli pour le 4^e mois consécutif, depuis les niveaux particulièrement élevés observés à l'été. Au Japon, les effets des *Abenomics* semblent s'essouffler et la reprise peine à s'installer dans la durée, après le choc de la TVA. Au Royaume-Uni, les enquêtes PMI progressent, suggérant le maintien d'une croissance forte, dans un contexte d'amélioration rapide du marché du travail. Enfin, en zone euro, les perspectives économiques s'améliorent selon les enquêtes de conjoncture et laissent attendre une expansion de l'activité. Au sein des principales économies émergentes, hormis la Turquie dont l'activité devrait rebondir en fin d'année, le ralentissement de l'activité se confirme en Chine et,

dans une moindre mesure, en Inde. Le recul de l'activité s'est probablement poursuivi au Brésil et surtout en Russie, qui devraient tous deux entrer en récession début 2015, comme le laissent présager des indicateurs conjoncturels extrêmement dégradés. La contraction de l'activité devrait être particulièrement sévère en Russie dans le contexte de crise géopolitique et de baisse des prix du pétrole.

Graphique 6 : enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière dans les économies avancées



Sources : ISM, Markit.

2. La croissance mondiale se renforcerait progressivement en 2015, tirée par les pays anglo-saxons

La reprise se généraliserait à toutes les économies avancées en 2015 et la croissance accélérerait en zone euro en 2016.

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

La reprise en zone euro serait progressive et hétérogène. La forte baisse des prix du pétrole (cf. encadré 2) et la forte dépréciation de l'euro début 2015 constitueraient des facteurs de soutien à l'activité, qui accélérerait en 2015 et 2016 (cf. graphique 7). La réduction des efforts budgétaires dans les pays du sud de l'union monétaire, dans lesquels ils étaient concentrés durant la période post-crise, constituerait un moindre frein à la reprise. La demande intérieure serait le principal moteur de la croissance. D'une part, la consumma-

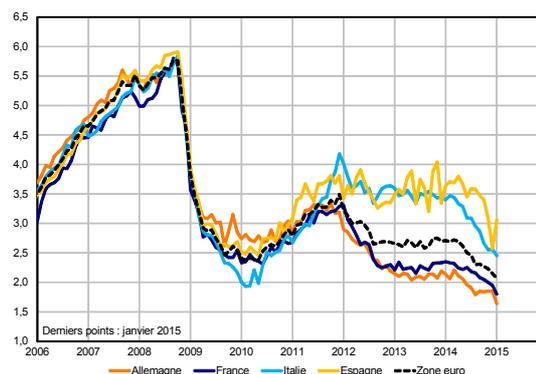
tion privée bénéficierait de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, soutenu par la faiblesse durable de l'inflation en lien avec la baisse des prix du pétrole. D'autre part, l'investissement des entreprises serait dynamique, porté par l'amélioration notable des conditions de financement dans les pays périphériques et par l'accélération du commerce mondial. La fragmentation financière s'est fortement réduite, y compris au niveau des taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux entreprises (cf. graphique 8). De plus, le crédit aux entreprises repartirait, favorisé par le programme massif de *Quantitative Easing* de la BCE. La reprise serait cependant fragile, avec notamment un taux de chômage toujours très élevé, supérieur à 10 %, qui ne baisserait que très progressivement.

Graphique 7 : évolution du PIB depuis 2000 en zone euro



Source : Eurostat, calculs : DG Trésor.

Graphique 8 : taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux SNF



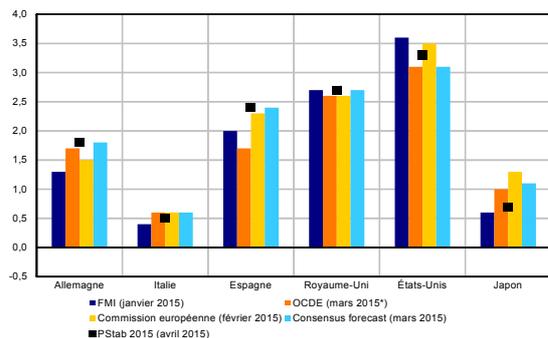
Source : Banque centrale européenne.

Encadré 1 : Comparaison avec les prévisions des organismes internationaux

A. Prévisions de croissance de l'activité dans les principaux pays avancés

Le scénario d'un renforcement progressif de la croissance dans les pays développés mais d'une baisse de la croissance dans les principales économies émergentes est globalement consensuel (cf. graphiques 9 et 10).

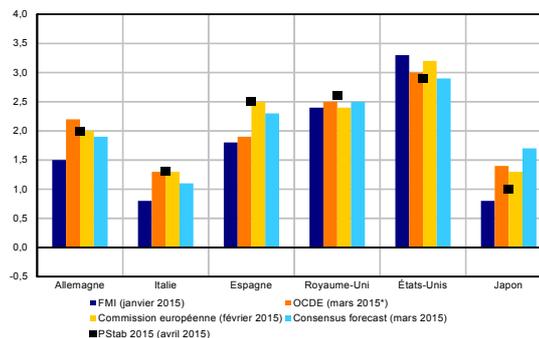
Graphique 9 : prévisions de croissance en 2015



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

* OCDE : mars 2015, sauf Espagne : novembre 2014.

Graphique 10 : prévisions de croissance en 2016



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

* OCDE : mars 2015, sauf Espagne : novembre 2014.

B. Évolution du commerce mondial

Le commerce mondial a crû très faiblement en 2012 et 2013, à la fois par rapport à sa tendance d'avant crise et au regard de la croissance de l'activité. Une première explication à ces développements est conjoncturelle et tient notamment au « double dip » observé en zone euro. La crise souveraine en zone euro (2010-2012), qui a entraîné une deuxième récession de l'activité et qui n'a été suivie que d'une reprise très modeste en 2013, explique l'essentiel du ralentissement du commerce mondial entre 2010 et 2013. Au-delà des facteurs de court terme, une dynamique plus durable de ralentissement des échanges pourrait être à l'œuvre, en lien avec une évolution de la mondialisation. Entre 1990 et 2005, la croissance du commerce mondial (en moyenne annuelle, à +6,6 %) a été près du double de celle de l'activité mondiale (en moyenne annuelle, à +3,5 %). Comme le souligne notamment le FMI^a, cette période pourrait ainsi avoir correspondu à un moment de forte recombinaison de la production et des chaînes de valeur à l'échelle mondiale, qui devrait désormais ralentir.

L'effet conjoncturel mentionné ci-dessus se retournerait et conduirait au redressement de l'élasticité des échanges commerciaux à la croissance du PIB mondial, le poids de la zone euro dans le commerce mondial étant plus important que son poids dans la croissance mondiale. Cependant cette élasticité resterait plus faible qu'avant-crise en raison de facteurs structurels, explicités précédemment. Notre scénario prévoit une évolution du commerce mondial de +4,5 % en 2015 puis +5,6 % en 2016, en ligne avec les prévisions des organisations internationales (cf. tableau 2).

C. Prévisions de croissance de la demande mondiale adressée à la France

Les différences d'évolution entre demande mondiale adressée à la France et commerce mondial sont dues aux effets de composition géographique. Sur la dernière décennie la France a, du fait de son positionnement géographique, relativement peu bénéficié des importations des pays en croissance rapide et a subi le faible dynamisme des échanges de la zone euro, notamment sur les deux dernières années. La croissance de la demande mondiale a donc été inférieure à celle du commerce mondial. Cependant, la reprise attendue en zone euro, associée à la baisse de la croissance des principales économies émergentes, pousse à penser que la croissance de la demande mondiale pourrait être similaire, voire supérieure, à celle du commerce mondial à moyen terme (cf. tableau 3).

Le scénario d'accélération de la demande mondiale adressée à la France est en ligne avec celui de l'OCDE et de la Commission européenne. Les prévisions des deux organismes internationaux sont cependant légèrement plus basses que celles de la DG Trésor. Les prévisions de l'OCDE datent de novembre 2014 et n'intègrent pas la totalité de la baisse observée des prix du pétrole et des impacts positifs associés. L'écart avec les prévisions de la Commission européenne est moindre, et est dû, à croissance du PIB similaire, à un jugement plus pessimiste sur les importations des partenaires de la France.

Tableau 2 : prévisions de croissance du commerce mondial

Croissance annuelle moyenne, en %	2014	2015	2016
PStab 2015 (avril 2015)	3,5	4,5	5,6
OCDE (mars 2015)	3,0	4,5	5,5
Commission européenne (février 2015)	2,6	4,3	5,3
FMI (janvier 2015)	3,1	3,8	5,3
OMC (septembre 2014)	3,1	4,0	-

Sources : OMC, FMI, Commission européenne, OCDE, DG Trésor.

Tableau 3 : prévisions de croissance de la demande mondiale adressée à la France

Croissance annuelle moyenne, en %	2014	2015	2016
PStab 2015 (avril 2015)	3,3	4,5	5,7
Commission européenne (février 2015)	2,9	4,3	5,4
OMC (septembre 2014)	2,5	3,9	5,0

Sources : OMC, Commission européenne, DG Trésor.

a. Cf. Constantinescu C., Mattoo A., and Ruta M. (2014), "Slow Trade", *Finance & Development*, décembre, Vol. 51, No. 4, disponible à l'adresse : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/12/constant.htm>

En Allemagne, la croissance devrait se poursuivre au cours de l'année 2015 et s'affirmer en 2016, soutenue par la consommation privée en 2015, rejointe par l'investissement en 2016. Le pouvoir d'achat des ménages serait en effet soutenu d'une part par l'inflation très modérée et d'autre part par la mise en œuvre du salaire minimum. Dans le même temps, le marché du travail resterait bien orienté, alors que le taux de chômage est déjà à un plus bas historique (5,0 % en 2014).

En Italie, la croissance de l'activité devrait être timide en 2015, puis plus vigoureuse en 2016. La consommation privée accélérerait, soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, liée notamment à la pérennisation des réductions d'impôt sur le revenu, malgré une situation toujours dégradée sur le front de l'emploi. En parallèle, l'investissement en équipement accélérerait progressivement, porté par la reprise attendue du crédit aux entreprises, alors que celles-ci bénéficient déjà de taux d'intérêt particulièrement bas. À l'inverse, la

reprise de l'investissement en construction serait plus progressive. Enfin, l'extérieur demeurerait un soutien à la croissance.

En Espagne, l'activité devrait accélérer en 2015 et 2016, grâce à la bonne tenue des moteurs internes. Le pouvoir d'achat des ménages serait soutenu par la faiblesse durable de l'inflation et par le retour de la croissance des salaires, après plusieurs années de modération salariale, dans un contexte de

créations d'emploi 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 financement. L'année 2015 devrait également être caractérisée par la poursuite de la reprise de l'investissement en construction.

Encadré 2 : Effets de la baisse des prix du pétrole

Le prix du pétrole a enregistré une forte baisse depuis le mois de juin 2014. Le cours spot du Brent, référence pour le marché européen, est au plus bas depuis 5 ans. Cette baisse du prix du pétrole a un impact favorable sur la croissance des principales économies partenaires de la France, car elles sont toutes importatrices nettes de produits énergétiques, mais différencié selon les pays considérés. **La baisse du prix du pétrole masque sans doute également un affaiblissement de la demande mondiale.**

A. Quelles conséquences de la baisse du prix du pétrole sur les principales économies partenaires de la France ?

Au sein des économies avancées, la baisse du prix du pétrole se traduirait par une **baisse de la facture énergétique**, d'une ampleur d'autant plus grande que le pays considéré a une forte dépendance au pétrole. Les ménages bénéficieraient de cette baisse, *via* la **baisse de l'inflation** qui soutiendrait leur pouvoir d'achat. La baisse du cours du Brent entraînerait un repli des prix à la pompe et aurait donc un impact baissier direct sur l'inflation énergétique. L'ampleur de cet impact dépend notamment de la part des produits pétroliers au sein de l'inflation énergétique (relativement plus élevée en Espagne, faible au Japon et au Royaume-Uni), ainsi que du niveau de taxation des produits pétroliers. L'essence et le gazole sont ainsi relativement peu taxés en Espagne ou aux États-Unis.

L'ampleur de l'impact positif diffère également entre les pays. La baisse des prix du pétrole diminuerait également le coût des intrants pour les entreprises, ce qui leur permettrait de restaurer leurs marges. Les entreprises pourront alors soit investir plus, soit en profiter pour baisser leurs prix et augmenter leurs gains de compétitivité. Cet impact positif est modéré pour les pays producteurs (États-Unis et Royaume-Uni) par l'effet négatif de la baisse des prix du pétrole sur les producteurs locaux.

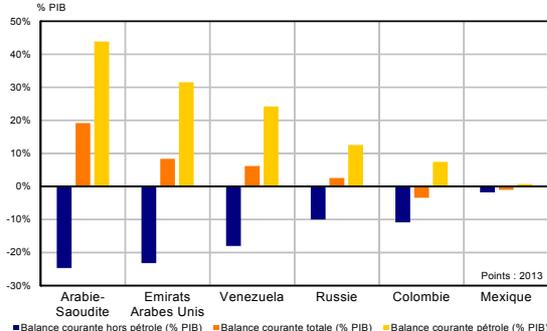
Les impacts ont été imputés dans nos prévisions après un *benchmarking* des études existantes sur le sujet. En zone euro, l'impact d'une baisse de moitié du prix du pétrole serait d'1/2 point de PIB sur deux ans. Il serait légèrement plus élevé aux États-Unis mais moindre au Royaume-Uni. Concernant l'inflation, les effets seraient également beaucoup plus prononcés en Espagne et aux États-Unis qu'en Italie ou au Japon.

B. Quelles conséquences de la baisse du prix du pétrole sur les économies émergentes ?

La chute du prix du baril fragilise les pays exportateurs mais ne devrait pas générer de tensions fortes dans les économies émergentes, excepté en Russie et au Venezuela. Ces pays affichent en effet un degré de dépendance élevé vis-à-vis du pétrole (les exportations nettes de pétrole s'élèvent à respectivement 13 % et 24 % du PIB). La baisse du prix du baril induit ainsi un fort accroissement du risque externe, comme en témoignent la nette dépréciation de la devise dans certains pays exportateurs (le rouble russe s'est notamment déprécié de 60 % au 2nd semestre 2014, tandis que l'ancrage au dollar est plus difficile à maintenir pour les pays possédant un régime de change fixe comme le Venezuela), ainsi qu'un affaiblissement des réserves de change et du solde courant. Dans ce contexte, le risque de fuite de capitaux s'accroît et les pays endettés en monnaie étrangère sont plus vulnérables. Par ailleurs, ces économies sont très affectées par leurs pertes budgétaires (50 % des recettes totales au Venezuela et en Russie sont liées au pétrole), alors même que le prix du baril nécessaire pour atteindre l'équilibre budgétaire est bien supérieur au prix du baril observé à la mi-mars autour de 60 \$.

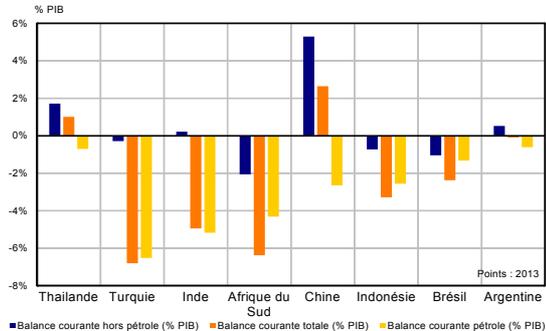
Les pays ayant un statut d'importateur net de pétrole verraient leur situation globalement s'améliorer, à l'image de l'Inde et de la Turquie. Tout d'abord, la chute du prix du pétrole se traduirait par une amélioration des soldes commerciaux des pays importateurs, en particulier dans les économies émergentes où la production est intensive en matières premières. Concernant la Chine, premier importateur mondial de pétrole, la baisse du prix du baril a provoqué une réduction de la facture énergétique de l'ordre de 50 % depuis mi-2014, et induirait selon le FMI une hausse de 0,4 à 0,7 pt de croissance en 2015 et entre 0,5 et 0,9 pt en 2016^a. Ainsi, la baisse des prix serait source de transfert de richesse des pays exportateurs vers les pays importateurs, ce qui irait dans le sens d'une réduction des déséquilibres mondiaux. Ensuite, cela entraînerait une baisse des prix, que ce soit des coûts de production ou de l'IPC. Les effets sont particulièrement visibles en Inde, mais aussi en Turquie ou encore en Chine avec la baisse du coût des consommations intermédiaires. Cette baisse de l'inflation pourrait accroître les marges de manœuvre monétaires dans certains pays. En outre, certaines économies émergentes profitent de l'amélioration de leur situation économique pour réformer leur système de subventions énergétiques, qui pèse sur leurs finances publiques (l'Inde a par exemple supprimé ses subventions sur le diesel).

Graphique 11 : exportateurs nets de pétrole : balances courantes totales et hors pétrole



Source : FMI (WEO avril 2013).

Graphique 12 : importateurs nets de pétrole : balances courantes totales et hors pétrole



Source : FMI (WEO avril 2013).

a. Post de Arezki R. et Blanchard O. (2014), "Seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump", décembre. Deux scénarios sont envisagés, l'un où la baisse du prix du pétrole serait due à une répartition constante de facteurs d'offre et de demande (60 % / 40 %) ; l'autre, plus pessimiste, où la part des facteurs d'offre se résorberait. Les résultats mentionnés par le FMI et dans cette note traduisent uniquement le résultat du choc d'offre (soit 60 % de la baisse du prix baril).

2.2 Dans le reste du monde, les pays anglo-saxons continueraient de tirer la croissance des économies avancées

Les économies anglo-saxonnes devraient connaître une croissance relativement forte, permettant un retrait progressif du soutien monétaire à l'économie. Le Japon verrait en revanche son activité marquer le pas. Enfin, le moindre dynamisme des principales économies émergentes devrait se confirmer avec la poursuite du ralentissement de l'activité en Chine, ainsi qu'une probable récession en Russie et au Brésil. À l'inverse, l'Inde et la Turquie afficheraient de meilleures performances, grâce notamment à l'effet bénéfique de la baisse du prix du pétrole sur leur activité.

Aux États-Unis, la croissance devrait s'intensifier en 2015, puis rester soutenue en 2016, grâce à une consommation des ménages dynamique. Les nombreuses créations d'emplois combinées à la progression des salaires contribueraient à l'accélération du pouvoir d'achat des ménages. La baisse des prix de l'énergie favorisera également le pouvoir d'achat en 2015, de façon temporaire. Les entreprises, dont la situation financière s'est améliorée depuis la crise, augmenteraient leurs investissements, à la faveur d'une demande intérieure accrue et malgré le ralentissement de l'investissement des sociétés pétrolières. Enfin, la situation extérieure pèserait plus fortement sur l'activité qu'en 2014 en raison de la vigueur des importations associée à l'accélération de la demande intérieure.

Au Royaume-Uni, la croissance devrait rester soutenue en 2015 et en 2016, tirée par la demande intérieure combinée à une reprise des exportations. Le rythme de croissance devrait toutefois légèrement ralentir à l'horizon de prévision, en lien avec une consolidation budgétaire plus forte et une remontée progressive des taux d'intérêt. La consommation resterait dynamique, portée par la reprise de la masse salariale et la faiblesse persistante de l'inflation qui soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages. Au vu des perspectives de demande mieux orientées, les entreprises accroîtraient leurs dépenses d'équipement. Le « *productivity puzzle* » (fort dynamisme de

l'emploi au regard de l'activité) se résoudrait progressivement : la croissance de l'emploi serait désormais inférieure à celle de l'activité, permettant à la productivité de se redresser, sans toutefois revenir à son niveau d'avant crise.

Au Japon, la croissance ne devrait repartir que progressivement en 2015 et 2016, après un impact plus fort qu'escompté aux 2^e et 3^e trimestres 2014 de la hausse de 3 points de la TVA intervenue au 1^{er} avril 2014. La reprise de l'activité est conditionnée à celle des exportations, après trois années consécutives de faible réponse à la forte dépréciation du yen depuis mi-2012. Le taux de chômage s'approcherait de son niveau structurel, sans toutefois exercer une pression à la hausse sur les salaires du fait de la nature des emplois créés, généralement non-réguliers et dans les services, donc à faible pouvoir de négociation. L'inflation diminuerait nettement et manquerait sa cible de 2 % sur tout l'horizon de prévision, posant la question de l'efficacité des *Abenomics* et de leur capacité à sortir durablement le Japon de la déflation.

Enfin, dans les principales économies émergentes, le moindre dynamisme de la croissance devrait se confirmer en 2015 par rapport à 2014 en Chine, au Brésil et en Russie. Il devrait néanmoins être atténué par le rebond de l'activité en Inde et en Turquie. En 2016, la croissance devrait augmenter dans ces économies émergentes à l'exception notable de la Chine, dont le ralentissement, largement anticipé, devrait se poursuivre. Malgré ce rebond, la croissance des principales économies émergentes devrait rester nettement en-deçà de sa moyenne d'avant crise. Ce ralentissement des principales économies émergentes résulte en partie de facteurs structurels, parmi lesquels une moindre demande extérieure et un épuisement progressif du processus de rattrapage vis-à-vis des économies avancées, et dévoile des vulnérabilités de plus en plus prégnantes selon les pays : une difficile mutation des modèles de croissance au profit de la demande intérieure, un déficit chronique d'investissement en infrastructures, voire pour certains des problèmes aigus de compétitivité et de gouvernance.

Tableau 4 : prévisions de croissance

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

Sources : Nationales, prévisions : DG Trésor.

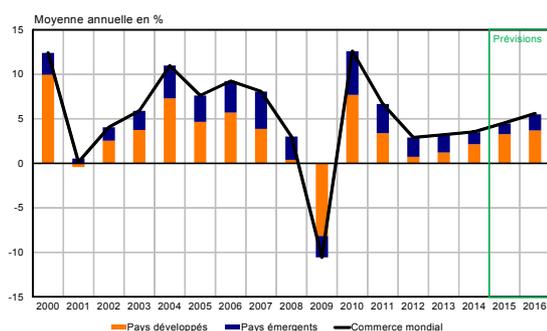
3. Le commerce mondial accélérerait, de même que la demande dans les pays destinataires des exportations françaises

En 2014, la croissance du commerce mondial n'a que peu accéléré par rapport à 2013 (à +3,5 %), en lien avec le ralentissement des économies émergentes et la reprise modeste de l'activité en zone euro. À l'horizon 2016, le commerce mondial accélérerait, à la faveur de la reprise de l'activité dans les pays avancés, en particulier en zone euro, dont le poids dans le commerce mondial est plus important (cf. graphique 13). Son

rythme de progression (+4,5 % en 2015 et +5,6 % en 2016) resterait toutefois sensiblement moindre que celui observé lors des deux dernières décennies (+6,6 % en moyenne annuelle entre 1990 et 2008).

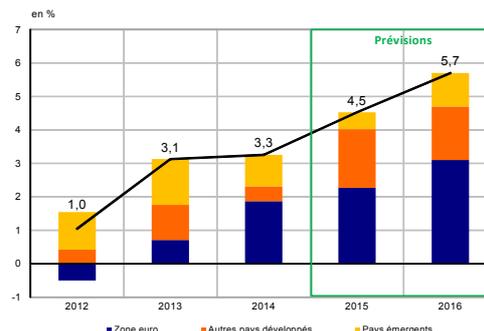
La demande étrangère adressée à la France adopterait un profil similaire (+4,5 % en 2015 et +5,7 % en 2016, cf. graphique 14).

Graphique 13 : commerce mondial



Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales, octobre 2014 ; prévisions : DG Trésor.

Graphique 14 : demande mondiale adressée à la France



Source : DG Trésor.

4. Ce scénario d'une amélioration progressive de l'activité mondiale, emmenée par les pays avancés, reste exposé à plusieurs aléas

- **L'évolution future des prix du pétrole** : la poursuite de la baisse des prix du pétrole constituerait un facteur de soutien supplémentaire à l'activité à moyen terme, mais pourrait renforcer le risque de déflation en zone euro ; à l'inverse, une hausse prématurée des prix du pétrole pourrait peser sur la croissance.
- Le ralentissement des prix observé sur la période récente est dû en partie, mais pas seulement, au fort recul des prix de l'énergie. Le **risque d'inflation négative prolongée** est donc de plus en plus présent en zone euro alors que le risque de « déflation » reste modéré.
- Concernant la **situation en Grèce**, des discussions très actives sont en cours pour trouver une solution constructive, dans des délais rapides. Un échec de ces discussions pourrait rapidement raviver les perceptions de risques systémiques en zone euro par les marchés.
- **L'évolution future des taux de change** : la poursuite de la dépréciation de l'euro pourrait également constituer un facteur de soutien supplémentaire à l'activité de la zone euro, et favoriser le rebond de l'inflation. Mais l'accroissement de la volatilité des taux de change augmente l'incertitude économique.
- Dans les économies anglo-saxonnes, le **timing relatif à la normalisation de la politique monétaire** reste mouvant, compte tenu de l'incertitude entourant la situation de la productivité et du marché du travail, et aurait un impact sur les évolutions du change.
- Concernant les **économies émergentes**, l'évolution des prix des matières premières reste un aléa majeur, tant à la hausse qu'à la baisse. En outre, les tensions géopolitiques en Europe de l'Est, en lien avec la crise russo-ukrainienne, pourraient également se raviver. Un ralentissement plus prononcé qu'attendu de l'économie chinoise (en lien avec une correction plus brutale qu'anticipé du marché immobilier) risquerait de peser sur l'économie mondiale et notamment sur les pays exportateurs de matières premières (Russie, Brésil), déjà lourdement pénalisés par la baisse des cours. À l'inverse, une reprise plus dynamique dans les pays développés ou la poursuite du mouvement d'assouplissement monétaire constaté en début d'année au sein des économies émergentes (en dépit d'une inflation toujours élevée dans certains pays) constituent les principaux aléas haussiers.

Marie ALBERT, Flore BOUVARD, Guillaume CLEAUD, Thomas GILLET

Éditeur :

Ministère des Finances
et des Comptes publics
et Ministère de l'Économie
de l'Industrie 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
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Février 2015

n°143. Quelle mobilité du travail pour l'Europe ?
Yves-Emmanuel Bara, Maxence Brischoux, Arthur Sode

Janvier 2015

n°142. Enfants, politique familiale et fiscalité : les transferts du système socio-fiscal aux familles en 2014
Denis Boisnault, Anne Fichen
n°141. Temps partiel et partage du travail : une comparaison France / Allemagne
Nicolas Costes, Laurence Rambert, Emmanuel Saillard

Novembre 2014

n°140. Pourquoi les exportations espagnoles sont-elles si dynamiques après crise ?
Sabrina El Kasmi, Morgane Gaudiau, Erwann Kerrand, Marie-Astrid Ravon
n°139. Que faut-il penser de la baisse du taux de chômage aux États-Unis ?
Guillaume Cléaud, Louis de Charsonville

<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.