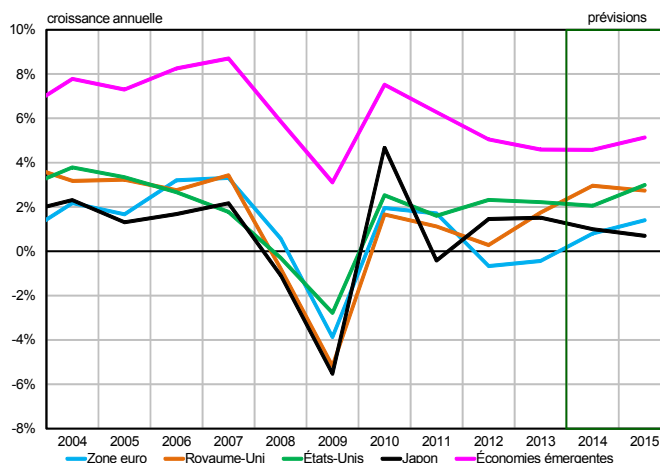


La situation économique mondiale à l'été 2014 : des incertitudes accrues

- La situation économique mondiale demeure fragile et hétérogène à l'été 2014. La reprise se renforce dans les pays anglo-saxons, mais peine à se confirmer en zone euro et au Japon, alors que le ralentissement se poursuit dans les pays émergents. Si de nombreux facteurs plaident encore pour la poursuite de la reprise de l'économie mondiale, certains risques baissiers se sont intensifiés (en lien notamment avec l'ampleur du ralentissement des pays émergents et la crise ukrainienne).
- Dans les pays anglo-saxons, l'activité a conforté son dynamisme, après un trou d'air au 1^{er} trimestre aux États-Unis, lié à un épisode de froid particulièrement sévère. Dans ce pays comme au Royaume-Uni, les bons chiffres du 2^e trimestre ont conforté les scénarii de reprise ; les fragilités identifiées (notamment la possible reconstitution de bulles financière ou immobilière), si elles sont réelles, ne devraient pas avoir d'effet négatif à court terme.
- En revanche, la situation du Japon est plus fragile, les effets positifs des « *Abenomics* » peinant à s'inscrire dans la durée, alors que l'effet de la première hausse de TVA se fait sentir. La croissance serait ainsi modeste en 2014 et se réduirait encore en 2015 ; un aléa haussier tient à la possibilité d'une réaction du gouvernement ou de la BoJ par la mise en place de mesures additionnelles.
- En zone euro, la reprise reste aussi à confirmer, après des chiffres de croissance particulièrement décevants au 2^e trimestre dans plusieurs grands pays, avec notamment un recul de l'activité en Allemagne (toutefois lié en partie à des facteurs temporaires) et en Italie. La moindre consolidation budgétaire et les conditions monétaires et financières toujours favorables constituent deux facteurs importants de soutien à la croissance en zone euro. Cependant, les importants efforts consentis entre 2010 et 2013 continuent à peser sur l'activité, alors que de nouveaux risques paraissent peser sur les perspectives de croissance (tensions géopolitiques liées à la situation en Ukraine notamment). Pour la fin de l'année, la dégradation récente des enquêtes de conjoncture laisse craindre une faiblesse persistante de l'activité. La véritable surprise par rapport au printemps provient de la baisse de l'inflation à des niveaux particulièrement faibles. Cette situation et le niveau très élevé du chômage posent la question du bon calibrage du *policy-mix* en zone euro.
- Dans les principales économies émergentes, la croissance s'installerait en 2014-2015 sur un sentier plus faible qu'avant la crise, notamment en Chine, au Brésil et en Russie. Le risque d'accroissement des tensions géopolitiques, en particulier avec la Russie, représente un aléa baissier majeur. Un ralentissement plus prononcé qu'attendu de l'économie chinoise, qui aurait des conséquences sur les pays exportateurs de matières premières (Russie, Brésil), ou encore une recrudescence des tensions financières ne sont pas non plus à exclure.
- Le commerce mondial repartirait très progressivement en 2014 (+3,7 %) et en 2015 (+5,2 %), moins vite que prévu au printemps, sans retrouver le rythme de croissance observé avant-crise. La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil similaire, en lien avec la reprise modeste de la demande des partenaires commerciaux européens de la France.

Croissance annuelle du PIB dans les principales économies mondiales



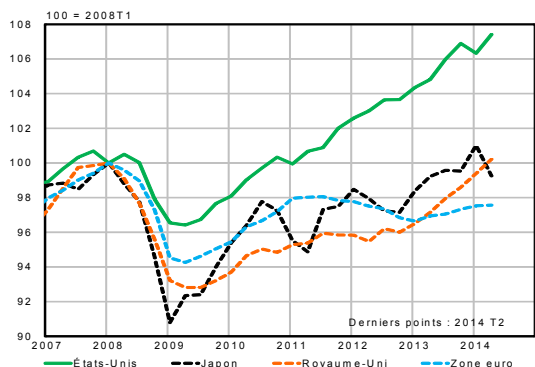
Source : Nationales, prévisions DG Trésor.

1. L'activité économique mondiale a marqué le pas en début d'année, en lien avec certains facteurs temporaires mais aussi des freins potentiellement plus durables

La situation mondiale demeure fragile et hétérogène à l'été 2014 ; la reprise se renforce dans les pays anglo-saxons, mais peine à se

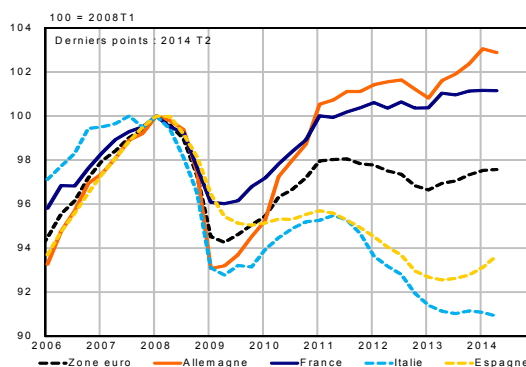
confirmer en zone euro et au Japon (cf. graphique 1 et 2), alors que le ralentissement se poursuit dans les pays émergents.

Graphique 1 : évolution du PIB dans les principales économies mondiales



Source : Nationales.

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



Source : Nationales.

Les courbes en pointillés concernent les pays dont les comptes nationaux sont encore en SCN 1993 (tandis que les autres sont en SCN 2008).

1.1 Sur fond de recrudescence des tensions géopolitiques, les conditions financières sont toujours favorablement orientées dans les économies avancées mais se sont dégradées dans les économies émergentes

Au cours du 1^{er} semestre 2014, l'intensification de la crise en Ukraine et en Irak a fait craindre une forte hausse des prix du pétrole et un retour des tensions sur les marchés financiers. Toutefois, la volatilité est restée très contenue et la hausse du Brent, temporaire et limitée (115,19 \$ au plus haut). Depuis le 23 juin, le cours du Brent a diminué et retrouve désormais le niveau auquel il se situe depuis septembre 2013, les conflits en Irak n'atteignant pas la zone de production de pétrole.

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 annoncé en juin et en septembre des mesures d'assouplissement supplémentaires (cf. graphique 3). En zone euro, l'effet bénéfique de cette baisse des taux nominaux est cependant atténué par la diminution de l'inflation. Dans les pays anglo-saxons, les taux souverains ont également diminué depuis le début de l'année, mais restent plus élevés qu'en zone euro, la reprise étant plus franche et la politique monétaire anticipée moins accommodante.

En revanche, la normalisation de la politique monétaire américaine et la montée des tensions dans certaines économies émergentes en début d'année (Ukraine, Argentine notamment) ont à nouveau entraîné des réallocations d'actifs qui ont affecté de manière importante les économies émergentes les plus fragiles dès le mois de janvier (cf. graphique 4), dans un contexte de resserrement monétaire afin de lutter contre une inflation élevée.

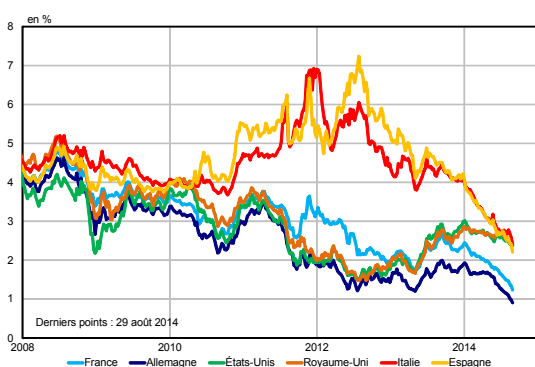
Les tensions en Ukraine et les premières mesures de sanction ou d'embargo entre les pays de l'UE et la Russie ont probablement eu des effets directs limités à ce stade sur l'activité en Europe (du fait notamment du faible poids de la Russie dans les échanges extérieurs des pays de la zone euro). Cependant, ces tensions géopolitiques pourraient avoir un effet négatif non négligeable sur les perspectives d'activité et la confiance des agents, notamment en Allemagne (comme le suggère dans ce pays le retournement des enquêtes).

1.2 L'activité a toutefois surpris plutôt à la baisse au 1^{er} semestre, rappelant la fragilité de la reprise, notamment en zone euro

Après un 2nd semestre 2013 relativement favorable, le rythme de la reprise a faibli au 1^{er} semestre 2014 (cf. tableau 1). Même si les facteurs de la reprise sont présents (bonnes conditions de financement, *policy-mix* plus favorable), l'activité peine à gagner en intensité. À l'issue du 2^e trimestre, les acquis de croissance sont pour la plupart modestes (autour de ½ % tant pour la zone euro que pour le Japon, mais 1,5 % pour les États-Unis et 2,5 % pour le Royaume-Uni).

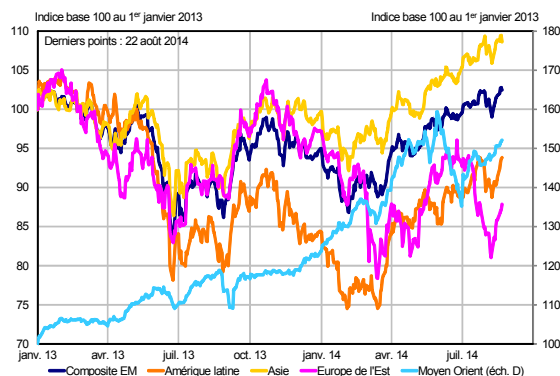
Hors zone euro, le début d'année a été agité, mais en bonne partie en raison de facteurs temporaires. Les conditions climatiques inhabituelles ont perturbé l'activité aux États-Unis, où l'activité a reculé au 1^{er} trimestre (-0,5 %), avant de rebondir fortement au 2^e trimestre (+1,0 %). Au Japon, le choc de la TVA a conduit à un 1^{er} trimestre dynamique (+1,5 %), par effet d'anticipation, mais à un très fort contrecoup au 2^e trimestre (-1,7 %). En revanche, au Royaume-Uni, la croissance s'est maintenue au rythme soutenu observé depuis mi-2013 (+0,8 % aux 1^{er} et 2^e trimestres 2014).

Graphique 3 : taux souverains dans le monde



Source : IHS Global Insight.

Graphique 4 : indices boursiers MSCI émergents



Source : Morgan Stanley.

En zone euro, la reprise - qui a calé au 2^e trimestre - semble plus fragile. L'Espagne est le seul grand pays de l'union monétaire à afficher une croissance allante ce trimestre (+0,6 %), soutenue par une demande intérieure qui regagne en dynamisme. L'activité a également progressé aux Pays-Bas (malgré une demande intérieure toujours déprimée) et dans une moindre mesure en Belgique, alors qu'elle était stable en France. Elle demeure en revanche particulièrement dégradée en Italie (-0,2 % au 2^e trimestre). Enfin, après un 1^{er} trimestre dynamique (+0,7 %), l'Allemagne a aussi connu un recul de l'activité au 2^e trimestre (-0,2 %), bien qu'en partie en raison d'effets temporaires (contrecoup du climat favorable en début d'année, ponts de mai). Les tensions en Ukraine semblent également peser sur la situation économique en Allemagne, directement (forte baisse des exportations vers la Russie, qui ne repré-

sentent toutefois qu'environ 3 % des exportations allemandes de biens) et indirectement par un effet sur la confiance et les perspectives d'activité. À l'issue du 1^{er} trimestre, l'acquis de croissance pour 2014 pour la zone euro dans son ensemble est positif mais modeste (+0,6 %).

Enfin, dans les principales économies émergentes, après le point bas du 1^{er} trimestre, la croissance a évolué de manière disparate au 2^e trimestre, dans un contexte de retombée des tensions financières. L'amélioration a été timide en Chine mais devrait être plus marquée en Inde selon les récents indicateurs conjoncturels. Les dernières données pointent en revanche vers un ralentissement plus marqué au Brésil et en Turquie et la croissance s'est stabilisée en Russie au 2^e trimestre.

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

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

* À l'issue du T2 2014.

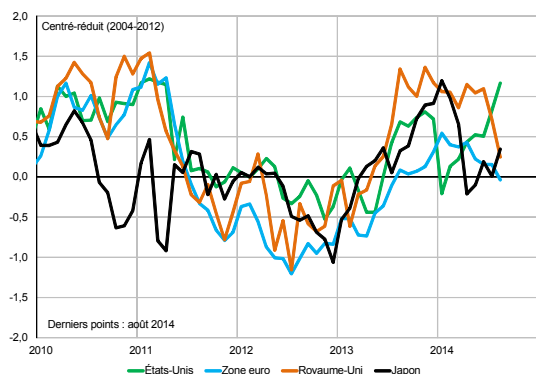
Source : DataInsight et Eurostat ; de légers écart peuvent apparaître avec les comptes annuels en raison du traitement des jours ouvrés.

1.3 Un scénario de reprise, progressive et inégale, est toujours attendu au second semestre 2014

Les indicateurs conjoncturels disponibles à l'été laissent attendre pour la seconde partie de l'année une croissance robuste dans les pays anglo-saxons mais toujours faible en zone euro (cf. graphique 5). Au Royaume-Uni, malgré leur récente détérioration, les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats de l'industrie manufacturière continuent à suggérer le maintien d'une croissance dans un contexte d'amélioration rapide du marché du travail. Aux États-Unis, les enquêtes sont également en zone de forte expansion et la confiance des ménages a retrouvé son niveau

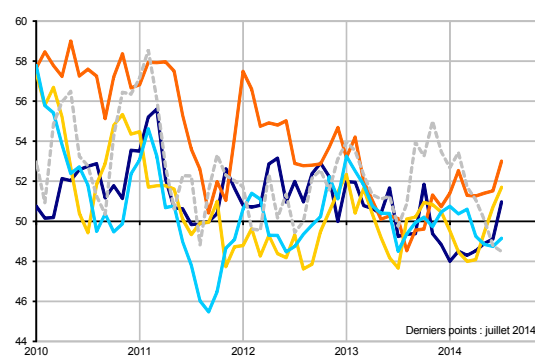
de 2008. Par ailleurs les créations d'emploi sont dynamiques et le secteur de la construction se rétablit progressivement. Au Japon en revanche, même si la reprise se confirme, les effets des *Abenomics* semblent s'essouffler et les hausses de TVA pénalisent l'activité. En zone euro, les enquêtes de conjoncture ont marqué une nette inflexion à la baisse, laissant craindre une faiblesse persistante de l'activité pour la fin de l'année. Dans les économies émergentes, le ralentissement de l'activité devrait se poursuivre dans certains pays comme le Brésil et la Turquie, tandis qu'en Chine l'activité pourrait être bien orientée au 2nd semestre comme le suggèrent les indices PMI (cf. graphique 6), favorisée par la mise en œuvre de mesures budgétaires et monétaires ciblées.

Graphique 5 : enquêtes auprès des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière dans les économies avancées



Source : ISM, Markit.

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



Source : Markit.

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

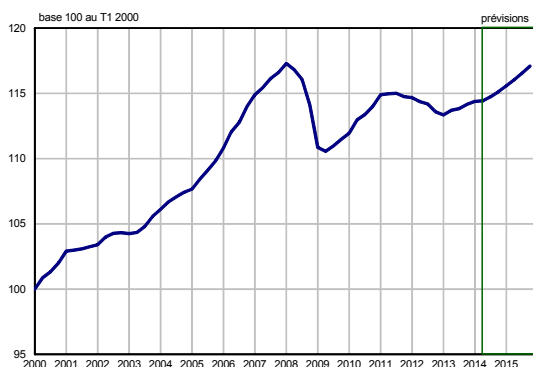
Le rebond attendu de la croissance mondiale, emmené par les économies avancées, et en premier lieu les pays anglo-saxons, serait favorisé par une diminution de l'effort budgétaire et le maintien d'une politique monétaire globalement accommodante (cf. encadré 1).

2.1 En zone euro, l'activité n'accélérerait que très progressivement, sur un rythme encore plus faible qu'avant-crise

La reprise de l'activité en zone euro, entamée en 2013, devrait se poursuivre à un rythme très modéré en 2014 et 2015, conduisant à un creusement de l'écart avec la tendance d'avant-crise (cf. graphique 7).

La demande privée, des ménages et des entreprises, deviendrait le principal moteur de la croissance sous l'effet d'un amoindrissement des efforts budgétaires, d'une amélioration des conditions de financement et de la baisse des incertitudes. L'activité resterait cependant caractérisée par des disparités importantes entre les États-membres.

Graphique 7 : évolution du PIB depuis 2000 en zone euro



Source : Eurostat, calculs DG Trésor.

En Allemagne, sous l'hypothèse de la dissipation progressive des incertitudes liées à la situation en Ukraine, la croissance devrait être relativement soutenue en 2014 et en 2015, principalement du fait d'une accélération de la demande intérieure. Dans un contexte de marché du travail toujours bien orienté, la consommation privée s'appuierait sur un pouvoir d'achat en hausse, du fait de salaires relativement dynamiques (soutenus par la mise en place progressive du salaire minimum à partir de début 2015) et d'une inflation très modérée. La dissipation des incertitudes en zone euro, combinée à la bonne situation financière des entreprises, conduiraient à une accélération de l'investissement privé, dont la dynamique a été particulièrement décevante au regard de l'activité depuis la crise.

En Espagne, l'activité repartirait progressivement en 2014 et en 2015, le rebond de l'investissement hors construction, et dans une moindre mesure de la consommation privée et dans une moindre mesure de la consommation privée, se combinant au soutien des exportations. L'investissement hors construction devrait rester dynamique, soutenu par l'accélération de la demande finale et en lien avec la bonne rentabilité des entreprises. En revanche, l'investissement en construction continuerait de pâtir de l'ajustement sur le marché immobilier. La consommation privée serait soutenue par le pouvoir d'achat des ménages, qui serait moins pénalisé par la consolidation budgétaire. Le chômage poursuivrait son reflux amorcé fin 2013 mais resterait à un niveau très élevé (nettement supérieur à 20 %) et l'inflation resterait particulièrement faible (inférieure à 1 % en 2015). Enfin, l'extérieur contribuerait à la reprise grâce à une bonne tenue des exportations, du fait d'une demande mondiale plus dynamique, des gains de compétitivité, et des entreprises continuant de chercher des débouchés à l'extérieur.

En Italie, la croissance du PIB serait à nouveau négative en 2014 ; la demande intérieure serait plus porteuse en 2015, mais la croissance serait toujours modeste. La consommation privée augmenterait légèrement, après 3 ans de baisse, malgré une situation toujours dégradée sur le front de l'emploi. La reprise de l'investissement en équipement serait modérée, les firmes italiennes, en particulier les PME, étant faiblement capitalisées et dépendantes du crédit bancaire. Enfin, le dynamisme des exportations, dans un contexte de redressement de la demande mondiale, resterait contenu par les problèmes de compétitivité transalpines.

2.2 Dans le reste du monde, la croissance ne renouerait avec son rythme d'avant-crise que dans les économies anglo-saxonnes

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 l'activité marquer le pas, 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 devrait rester dynamique en 2015, après une année 2014 pénalisée par un premier trimestre dégradé.

Dans un contexte de moindre consolidation budgétaire et de normalisation progressive de la politique monétaire, les moteurs privés, en premier lieu la consommation des ménages, porteraient l'activité. L'amélioration de la situation sur le marché du travail favoriserait l'augmentation du revenu des ménages, qui bénéficierait en outre des effets richesses liés au redressement du marché immobilier. La consommation serait donc dynamique, soutenue également par le ré-endettement progressif des ménages. Pour autant, les États-Unis n'ont pas renoué avec le modèle de croissance d'avant-crise caractérisé par une consommation dynamique, alimentée par l'endettement, et une contribution forte de la construction résidentielle. Les entreprises, dont la situation financière s'est considérablement améliorée depuis la crise, augmenteraient leurs dépenses d'investissement, en ligne avec l'évolution des perspectives de demande, intérieure comme extérieure, et la diminution de l'incertitude. Malgré la hausse des exportations, la dynamique de la demande intérieure entraînerait une progression plus forte des importations, et l'extérieur pénaliserait la croissance.

Au Royaume-Uni, l'activité ralentirait légèrement en 2015 mais connaîtrait encore une année de croissance forte, comparable à celle d'avant-crise.

La croissance serait également portée par la consommation privée, favorisée par un marché du travail toujours dynamique. Au vu des perspectives de demande mieux orientées, les entreprises augmenteraient leurs dépenses d'équipement, pour pallier le déficit d'investissement important constitué depuis la crise. Enfin, l'extérieur serait neutre pour la croissance et le déficit courant resterait important. Un facteur de fragilité tient à l'évolution du marché immobilier, qui inquiète la Banque d'Angleterre (BoE). Les prix immobiliers ont fortement augmenté depuis début 2013 (9,2 % sur un an), permettant une hausse de la richesse des ménages (mais n'entraînant pas à ce stade leur ré-endettement) et une contribution positive de l'investissement résidentiel à la croissance. La BoE et les régulateurs ont ainsi pris plusieurs mesures restrictives (exclusion des prêts hypothécaires du *Funding for Lending Scheme* (FLS) et durcissement des conditions d'octroi de prêts immobiliers).

Au Japon, l'activité résisterait mais ralentirait. La demande privée resterait le principal moteur de la croissance, alors que la demande publique devrait progressivement s'essouffler, en raison de l'inflexion restrictive de la politique budgétaire. Le taux d'investissement des entreprises devrait progresser graduellement sous l'effet de la reconstitution des marges et une fiscalité plus favo-

able. La consommation des ménages sera affectée par une seconde hausse de TVA en octobre ; l'inflation, en partie importée, devrait en outre ne se transmettre que partiellement aux salaires, pénalisant le pouvoir d'achat. Le commerce extérieur ne pourrait pas non plus soutenir significativement l'activité, en raison de la faible réponse des exportations à la dépréciation du yen.

Enfin, dans les économies émergentes, la croissance serait globalement relativement stable en 2014 : un ralentissement est attendu par rapport à 2013 au Brésil, en Russie, en Chine et en Turquie, du fait du resserrement monétaire pour lutter contre l'inflation élevée, des conséquences des tensions financières observées en début d'année et, pour la Russie, des tensions géopolitiques, mais il serait atténué par une nette accélération en Inde.

La croissance repartirait progressivement en 2015 dans de nombreux pays, tout en restant nettement inférieure à sa moyenne des années 2000, et le ralentissement se poursuivrait en Chine. Ce moindre dynamisme des émergents s'explique en partie par des raisons structurelles, reflétant tout d'abord l'atténuation des gains liés au rattrapage vis-à-vis des économies avancées et à l'essor des parts de marché dans le commerce mondial. Il reflète également des enjeux plus ou marqués selon les pays : la difficulté de mutation des modèles de croissance au profit de la demande intérieure, le difficile contrôle de l'inflation dans un contexte de déficit d'investissement en infrastructures, voire pour certains des problèmes de compétitivité et gouvernance.

Encadré 1 : Les politiques économiques des économies avancées, six ans après la crise

Les politiques économiques des principales économies avancées deviennent globalement neutres - ou moins restrictives - sur le plan budgétaire, et demeurent accommodantes sur le plan de la politique monétaire.

Les politiques budgétaires sont globalement moins restrictives dans les pays avancés, après une période de forte consolidation budgétaire. La politique budgétaire de la zone euro dans son ensemble et des pays anglo-saxons a d'abord été fortement accommodante en 2009, après le déclenchement de la récession mondiale, avant de devenir restrictive à partir de 2010 (ou 2011 aux États-Unis). À l'inverse, le Japon, qui avait lancé un plan de relance conséquent en 2013 (2^e flèche des *Abenomics*), entre dans une phase de consolidation budgétaire, dont le rythme reste néanmoins flexible, puisque Shinzo Abe a annoncé en juin plusieurs mesures visant à soutenir l'activité (notamment la baisse du taux d'impôt sur les sociétés).

Une différence importante entre la zone euro et les pays anglo-saxons sur la période récente tient à la position dans le cycle : en zone euro, la politique budgétaire est restée restrictive alors que l'union monétaire entrait en récession, dans un contexte de crise des dettes souveraines, tandis que la consolidation budgétaire accompagnait aux États-Unis et au Royaume-Uni une reprise plus franche de l'activité. Cette déconnexion se résorberait en 2014 et 2015, si le ralentissement de la consolidation budgétaire et la reprise de l'activité se confirmaient en zone euro.

Les politiques monétaires des grandes banques centrales sont de leur côté toutes accommodantes depuis 2008 - bien que selon des modalités différentes -, mais devraient diverger progressivement. En effet la BCE et la *Bank of Japan* (BoJ) s'orientent vers davantage d'assouplissement en raison de la faiblesse de la reprise et de l'inflation, alors que les banques centrales anglo-saxonnes ont amorcé la normalisation. La Banque Centrale Européenne (BCE) a annoncé des mesures supplémentaires en juin et en septembre, notamment baisse des taux, TLTRO (opérations ciblées de refinancement à long terme) et achats fermes de titres adossés à des actifs (ABS). La BoJ, qui conduit déjà une politique monétaire très accommodante, pourrait également annoncer des mesures supplémentaires dans le courant de l'année si la cible d'inflation n'est pas atteinte.

À l'opposé, **les banques centrales anglo-saxonnes ont, elles, amorcé la normalisation de leur politique monétaire et conserveraient cette orientation.** La Fed poursuit la réduction de ses achats d'actifs, qui devraient s'interrompre à l'automne. Elle étudie en parallèle le calendrier et les outils d'une remontée de ses taux directeurs, qui resteraient toutefois à leur niveau plancher « bien après la fin du programme d'achats de titres, en particulier si les perspectives d'inflation se maintiennent en-deçà de la cible de 2 % du Comité ». De son côté, la Banque d'Angleterre (BoE) n'a pas modifié sa politique depuis le mois de février. Son bilan reste stable et ses taux directeurs inchangés. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la remontée des taux directeurs, au-delà de sa mise en œuvre, pose certains risques. À l'approche de la date de la première remontée des taux directeurs, une sur-réaction des taux longs, peu probable à ce stade, pourrait affecter la reprise *via* les marchés financier et immobilier, ou provoquer de nouveaux flux de capitaux difficiles à gérer pour les économies émergentes. La remontée des taux devra ainsi être bien calibrée et appuyée par une communication adéquate.

Tableau 2 : prévisions de croissance

PIB (moyenne annuelle, en %)	moyenne 2000-2007	2012	2013	2014 2015	
				(prévisions, CJO)	
Croissance mondiale	4,2	3,2	3,0	3,2	3,8
Économies avancées	2,6	1,2	1,4	1,8	2,4
États-Unis	2,7	2,3	2,2	2,1	3,0
Japon	1,5	1,5	1,5	1,0	0,7
Royaume-Uni	3,2	0,3	1,7	3,0	2,7
Zone euro	2,2	-0,7	-0,4	0,8	1,4
<i>dont Allemagne*</i>	1,7	0,9	0,5	1,5	1,7
<i>dont Italie</i>	1,6	-2,4	-1,9	-0,2	0,9
<i>dont Espagne</i>	3,6	-1,6	-1,2	1,3	1,9
Économies émergentes	6,6	5,1	4,6	4,6	5,1
<i>Brésil</i>	3,5	1,0	2,3	0,8	1,2
<i>Chine</i>	10,5	7,7	7,7	7,4	7,0
<i>Inde</i>	7,1	4,7	4,4	5,4	6,4
<i>Russie</i>	7,2	3,4	1,3	0,1	1,0
<i>Turquie</i>	5,2	2,2	4,0	2,8	3,7
Commerce mondial	7,6	2,7	3,0	3,7	5,2
Demande mondiale - France	6,9	1,0	2,0	3,8	5,1

* Destatis a publié fin août ses comptes en SCN 2008. Selon cette nouvelle méthodologie la croissance du PIB allemand est respectivement de 0,6 % et 0,2 % en 2012 et 2013.

Source : FMI, prévisions FMI et DG Trésor.

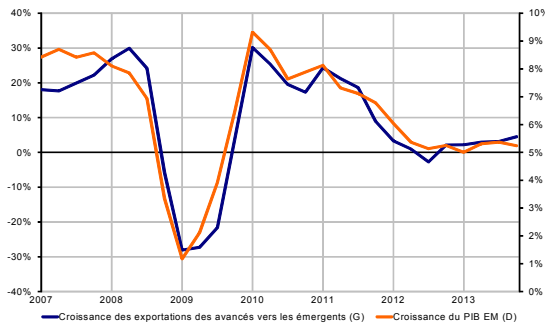
Encadré 2 : Quel impact sur les économies avancées du ralentissement des économies émergentes via le canal commercial ?

Depuis le rebond post-crise, les économies émergentes connaissent un ralentissement continu. Le taux de croissance a chuté de 7,5 % en 2010 à 4,7 % en 2013. Pour cette année les prévisions du FMI de juillet tablent désormais sur un taux de croissance agrégé des émergents de 4,6 %. Il s'agirait de la quatrième année consécutive de baisse de la croissance.

Ce ralentissement a affecté les exportations des économies avancées vers les émergents, dont le rythme de progression baisse depuis plusieurs années. Depuis 2011 on assiste ainsi à un ralentissement des exportations vers les émergents : +3-4 % par an en moyenne depuis mi-2012 contre +15 % durant la période pré-crise. Or le poids des économies émergentes dans les exportations des pays développés a progressé fortement ces dernières années : en 2013, les économies avancées ont exporté pour 3 700 Md\$ vers les émergents, soit un tiers des exportations totales et 8,2 % de leur PIB.

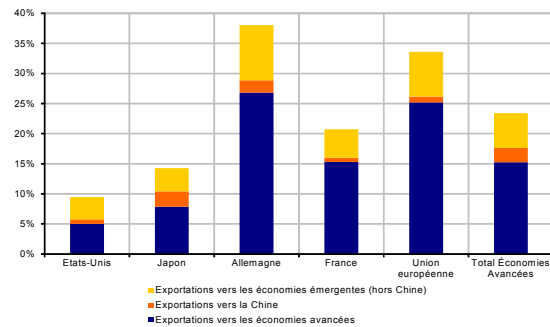
Selon les estimations du FMI^a et l'OCDE^b, un choc négatif de croissance de 1 % dans les émergents réduirait ainsi la croissance d'environ un quart de point dans les avancés la même année, principalement via le canal commercial.

Graphique 8 : exportations des avancés vers les émergents et croissance des émergents (% g.a.)



Source : FMI, calculs DG Trésor.

Graphique 9 : exportations de biens des économies avancées par destinations (2013, % PIB)



Source : FMI, calculs DG Trésor.

Tableau 3 : Impact d'une baisse de la croissance dans les émergents de 1 point

	FMI	OCDE
Économies avancées	-0,2/-0,3	-0,25
États-Unis	-0,1	-0,2
Japon	-0,3/-0,5	-0,4
Union européenne	-0,3	/

Source : FMI et OCDE.

a. Spillover Report 2014.

b. "Would a growth slowdown in emerging markets spill over high income countries? A quantitative assessment" (ECO/WKP (2014)6).

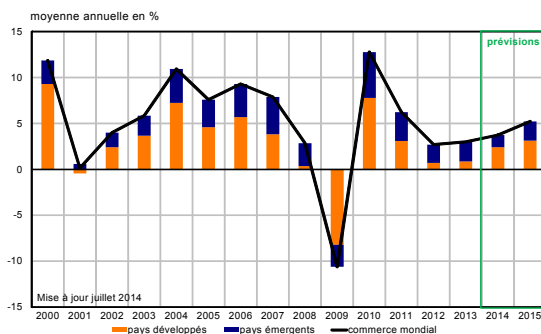
3. En conséquence, le commerce mondial accélérerait modestement, après sa récente période d'atonie, de même que la demande dans les pays destinataires des exportations françaises

En 2013, la croissance du commerce mondial est restée faible (+3,0 %), en lien avec une croissance poussive de l'activité mondiale. À horizon 2015, le commerce mondial accélérerait modestement, en lien avec la reprise de l'activité dans les pays avancés (cf. graphique 10). Son rythme de progression (3,7 %/

5,2 % en 2014/2015) resterait toutefois sensiblement inférieur à sa moyenne historique (6¼ % sur la période 1982-2007).

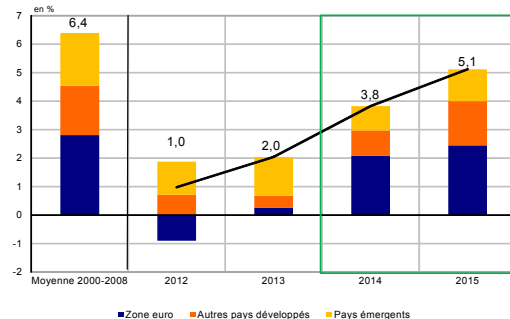
La demande étrangère adressée à la France aurait le même profil (+3,8 % en 2014 et +5,1 % en 2015, cf. graphique 11).

Graphique 10 : commerce mondial (croissance et contributions par zone, en %)



Source : FMI, Perspectives économiques mondiales ; prévision DG Trésor.

Graphique 11 : demande mondiale adressée à la France (croissance et contributions par zone, en %)



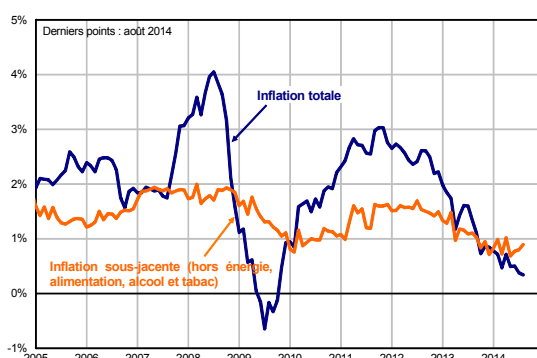
Source : DG Trésor.

Encadré 3 : Conséquences de la faiblesse historique et durable de l'inflation sur les ajustements en zone euro

L'inflation en zone euro s'est établie à +0,3 % en août, à un nouveau point bas depuis 2009. La faiblesse de l'inflation est commune à tous les pays de la zone euro, l'inflation étant partout inférieure à la cible d'inflation de la BCE (« proche mais en dessous de 2 % »). L'inflation s'avère particulièrement basse dans les pays du sud de la zone euro, qui ont conduit les ajustements les plus sévères depuis la crise : au mois d'août 2014, l'inflation s'établit notamment à -0,5 % en Espagne.

Le recul de l'inflation en zone euro depuis l'été 2012 tient en partie au repli puis à la stabilisation du cours des matières premières, ainsi qu'à l'appréciation de l'euro. Mais au-delà de ces évolutions récentes, la tendance de l'inflation est orientée à la baisse : l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et les composantes les plus volatiles) a elle aussi reculé depuis l'été dernier, pour atteindre 0,9 % en août (cf. graphique 12).

Graphique 12 : inflation totale et sous-jacente en zone euro - glissements annuels de l'IPCH en %



Source : Eurostat.

Ce niveau d'inflation historiquement bas, observé depuis fin 2013, fait craindre un risque d'entrée en déflation, en cas de choc négatif, en particulier dans certains pays où l'inflation est d'ores et déjà négative (Espagne, Portugal)^a.

La faiblesse de l'inflation en zone euro s'inscrit dans une tendance structurelle au sein des principaux pays développés. **Mais les ajustements macroéconomiques et de politique économiques consécutifs à la crise en zone euro ont aussi pesé sur la croissance et l'inflation.** En particulier, le processus de rééquilibrage entamé par de nombreux pays périphériques de la zone (dont l'Espagne) s'est fait via le recul de la demande intérieure et la baisse des coûts salariaux. Ce phénomène est illustré par la baisse plus nette de l'inflation dans les services pour les pays « périphériques » que pour les pays cœurs (cf. graphiques 13).

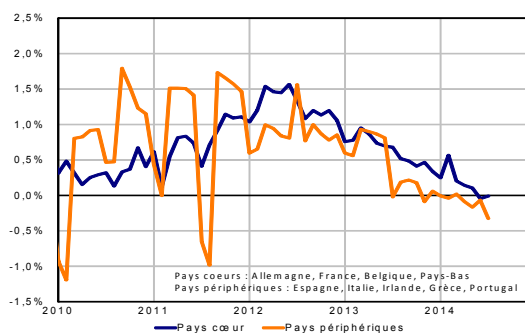
Le désendettement des agents privés et publics (consolidation budgétaire forte et centrée sur les pays les plus à risque) et la fragmentation financière ont pesé sur l'activité et l'inflation. De plus, ces ajustements sont allés de pair avec la forte hausse de l'excédent courant de la zone euro, tendant à soutenir l'appréciation de l'euro, impliquant mécaniquement une baisse de l'inflation^b (à court terme via la baisse du prix des importations libellées en euro et surtout via un effet négatif sur les exportations).

En retour, une inflation durablement basse complique le désendettement privé et le rééquilibrage intra-zone. La faiblesse de l'inflation constitue un frein au désendettement dans les pays où il est nécessaire (plus grande difficulté à rembourser le stock nominal passé de dette). De plus, la faiblesse de l'inflation dans les pays ayant un fort excédent courant ne facilite pas le rééquilibrage de compétitivité prix au sein de la zone euro : les nécessaires gains de compétitivité en termes relatifs ne peuvent plus se faire que par des ajustements des salaires nominaux difficiles (rigidité plus ou moins forte des salaires nominaux à la baisse), ce qui peut accentuer la compression de la demande et les risques déflationnistes. En outre, le redressement des comptes publics est plus difficile dans un contexte de surprise à la baisse sur l'inflation car la dépense publique réagit à l'inflation avec retard et de manière partielle du fait de normes ou de mesures de redressement établies en valeur.

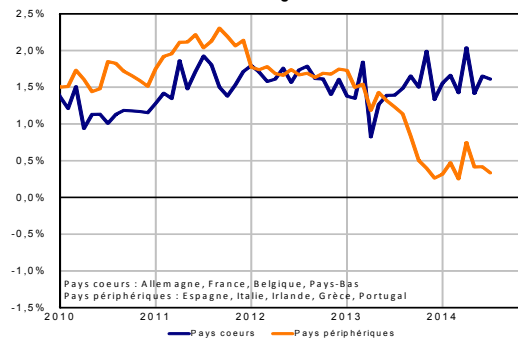
Face au risque d'inflation durablement très basse et à ses conséquences, le calibrage du policy-mix joue un rôle clef. Il est en effet essentiel, afin de se prémunir de tout risque d'effets auto-entretenus, de veiller au bon calibrage des ajustements budgétaires en zone euro et de favoriser un rééquilibrage des ajustements intra-zone plus symétrique entre pays en excédent et pays en déficit.

Graphiques 13 : Evolution des prix

Des biens industriels hors énergie (g.a. de l'IPCH)



Des services (g.a. de l'IPCH)



Source : Eurostat ; calculs DG Trésor.

a. Cf. Bouvard F, El Kasmi S, Sampognaro R. et Tazi A., (2014), « Quel risque de déflation en zone euro ? », *Trésor-Éco* n°130, juin.

b. Selon la BCE, sur les 2 pts de baisse de l'inflation depuis 2012, près d'1/2 pt serait dû à l'appréciation de l'euro (plus de +10 % en termes effectifs sur la période).

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

En zone euro, les tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine, si elles se renforçaient, pourraient peser sur les perspectives, comme cela semble déjà être le cas en Allemagne. L'amélioration des conditions financières pourrait être plus rapide que prévu suite à la publication des résultats de l'évaluation complète des bilans bancaires par la BCE ; mais un

regain de tension n'est pas non plus à exclure en cas de besoins de recapitalisation plus élevés qu'anticipé pour certains établissements. Par ailleurs, ce scénario est celui d'une inflation durablement faible, compliquant les efforts de désendettement, ainsi que le rééquilibrage intra-zone (cf. encadré 3). Un rééquilibrage plus « symétrique » au sein de l'union monétaire, comprenant notam-

ment une relance plus franche de la demande intérieure dans les pays en excédent courant, éloignerait le risque de déflation tout en soutenant la croissance en zone euro.

Hors zone euro, au Japon, si le *policy-mix* agressif a pour l'heure semblé tenir ses promesses, sa réussite reste très incertaine et dépendra notamment du degré de la transmission de la hausse de l'inflation aux salaires et de la mise en œuvre des réformes structurelles de soutien à la croissance et de maîtrise des finances publiques. Dans les économies anglo-saxonnes, la normalisation de la politique monétaire ne poserait pas de risque majeur, mais son timing sera important, d'autant qu'il est compliqué par l'incertitude entourant la situation de la productivité et du marché du travail.

Enfin, concernant les économies émergentes, le risque d'accentuation des tensions politiques, en particulier celles liées à l'Ukraine, et dans le Proche et Moyen Orient, représente un aléa baissier majeur, notamment pour l'économie russe. Un ralentissement plus prononcé qu'attendu de l'économie chinoise (en particulier en lien avec le moindre dynamisme du secteur immobilier), qui aurait des conséquences sur l'économie mondiale et en particulier les pays exportateurs de matières premières (Russie, Brésil), ou encore une recrudescence des tensions financières ne sont pas non plus à exclure. À l'inverse, une reprise plus dynamique des pays développés ou un assouplissement monétaire dès 2014 dans les économies émergentes constituent des aléas haussiers.

**Marie ALBERT, Flore BOUVARD, Guillaume CLÉAUD,
Samuel DELEPIERRE, Marie MAGNIEN**

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

Derniers numéros parus

Septembre 2014

n°134. Comment l'évolution des coûts salariaux unitaires en France se situe-t-elle par rapport aux partenaires de la zone euro ?

Cristian Ciornohuz, Maxime Darmet-Cucchiari

Juillet 2014

n°133. Piste pour l'instauration d'une norme de salaire minimum européenne

Maxence Brischoux, Anne Jaubertie, Christophe Gouardo, Pierre Lissot, Thomas Lellouch, Arthur Sode

Juin 2014

n°132. Une assurance chômage pour la zone euro

Thomas Lellouch, Arthur Sode

n°131. Le décrochage du PIB par habitant en France depuis 40 ans : pourquoi ?

Camille Thubin

n°130. Quel risque de déflation en zone euro ?

Flore Bouvard, Sabrina El Kasmî, Raul Sampognaro, Amine Tazi

<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.