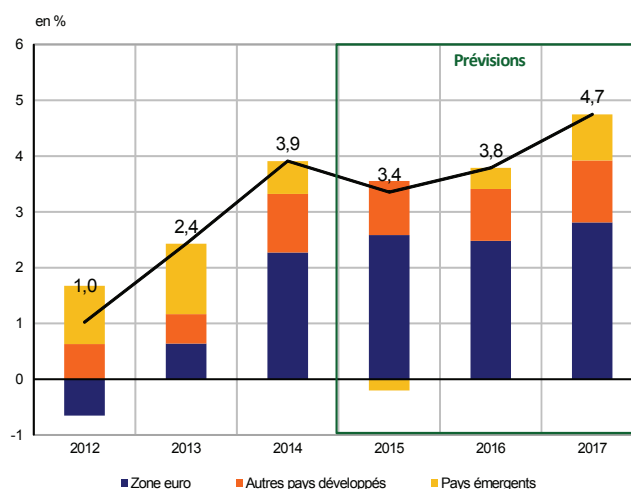


La situation économique mondiale au printemps 2016 : redressement graduel après le creux de 2015

- En 2015, l'activité économique mondiale a décéléré, avec de fortes disparités selon les zones. Dans les économies avancées, l'activité a poursuivi son expansion, avec une croissance allante dans les pays anglo-saxons. Dans les économies émergentes en revanche, le ralentissement s'est poursuivi. L'activité mondiale se redresserait dès 2016 et accélérerait en 2017, portée à la fois par le redressement des économies émergentes, après cinq années consécutives de décélération de l'activité, et par l'accélération de l'activité des économies avancées en 2016 suivie d'une stabilisation de la croissance en 2017.
- Les économies émergentes ont été peu dynamiques en 2015. Le ralentissement de l'activité se poursuit en Chine tandis que le Brésil et la Russie connaissent de profondes récessions. L'Inde et, dans une moindre mesure, la Turquie se distinguent au contraire par une croissance résiliente. Les économies émergentes accéléreraient graduellement en 2016 et 2017, avec une situation moins défavorable au Brésil et en Russie faisant plus que compenser la poursuite du ralentissement économique chinois.
- Dans les pays anglo-saxons, après une année 2015 dynamique dans le sillage d'une forte demande intérieure, l'activité maintiendrait son rythme, voire ralentirait légèrement sur l'horizon de prévision, tout en restant au-dessus du potentiel de croissance. Au Japon, la reprise amorcée en 2015, marquée par quelques à-coups notamment en fin d'année, se poursuivrait en 2016. Toutefois, en 2017 l'activité marquerait le pas en raison de la hausse de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) attendue au 1^{er} avril 2017.
- En zone euro, la reprise s'est renforcée en 2015 tout en restant hétérogène. La forte baisse des taux d'intérêt, favorisée par la politique monétaire mise en place par la BCE, ainsi qu'une moindre consolidation budgétaire et des prix du pétrole bas continueraient à soutenir l'activité sur l'horizon de prévision.
- Le commerce mondial en volume a nettement ralenti en 2015, freiné par la contraction des importations en Russie, au Brésil et en Chine notamment. Il accélérerait en 2016 et 2017, porté par le redressement graduel des économies émergentes. Compte tenu de la structure de ses échanges, la demande mondiale adressée à la France a moins souffert du ralentissement observé dans les économies émergentes en 2015 mais elle bénéficierait également moins du rebond attendu dans ces économies en 2016. Ainsi, elle accélérerait modérément en 2016 et plus fortement en 2017, soutenue par l'accélération attendue des échanges au sein de la zone euro.
- Les gains liés à la baisse passée des prix du pétrole ainsi qu'au change favorable pourraient être investis ou consommés plus rapidement que prévu au sein des économies avancées, accélérant ainsi la croissance. *A contrario*, le ralentissement de la demande chinoise lié aux surcapacités industrielles et au rééquilibrage de l'économie pourrait être plus important que prévu, mais entraînerait probablement une réaction plus appuyée des autorités chinoises pour soutenir la demande. Enfin, les cours des matières premières - du pétrole notamment - et des changes sont soumis à de nombreux aléas, pouvant constituer, le cas échéant, un renfort ou un frein à l'activité des pays avancés et émergents. Au total, les aléas pesant sur ce scénario sont équilibrés.

Croissance de la demande mondiale adressée à la France et contributions*



Source : DG Trésor.

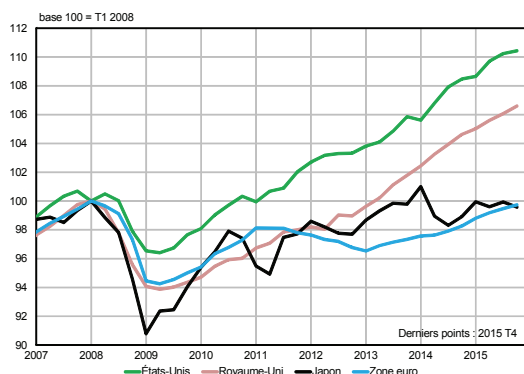
* Les prévisions et données de ce document sont arrêtées au 18 février 2016.

1. L'économie mondiale a temporairement ralenti en 2015 en raison des difficultés des économies émergentes et d'à-coups dans les économies avancées

En 2015, l'activité économique a décéléré au niveau mondial, avec de fortes disparités selon les zones. La croissance est restée allante dans les pays anglo-saxons et la reprise s'est renforcée en zone euro malgré un léger ralentissement au 2nd

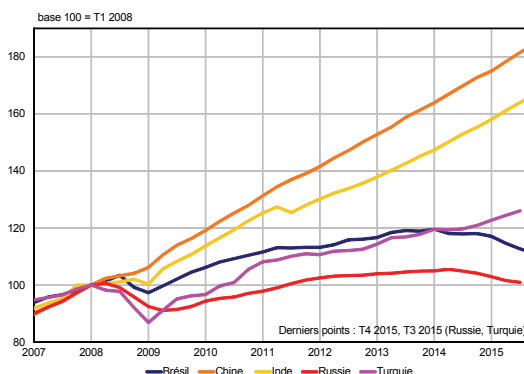
semestre ; l'activité redémarre par à-coups au Japon et le ralentissement s'est poursuivi dans les économies émergentes, sur fond de récessions au Brésil et en Russie, et de poursuite du ralentissement chinois (cf. graphiques 1 et 2).

Graphique 1 : évolution du PIB dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 2 : évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

1.1 Le ralentissement se poursuit dans les économies émergentes

Fin 2015, l'activité économique des économies émergentes a confirmé son ralentissement. Cela s'explique par des facteurs externes et internes. Parmi les facteurs externes, les économies émergentes pâtissent du ralentissement de l'activité en Chine, du durcissement des conditions internationales de financement et - pour les pays exportateurs de matières premières - de la baisse de leur prix. Les économies fortement dépendantes des exportations de matières premières (Moyen-Orient, Russie, Venezuela notamment) sont particulièrement affectées¹. Parmi les facteurs internes, de nombreuses économies émergentes font face à un ralentissement de leur productivité lié à des difficultés structurelles et à des incertitudes politiques (Afrique du Sud, Brésil, Venezuela) ou des tensions géopolitiques (Moyen-Orient, Russie, Turquie) (cf. encadré 1). La combinaison de ces facteurs réduit les marges de manœuvre budgétaires et monétaires, limitant les possibilités de soutenir l'activité.

Parmi les principales économies émergentes, les situations sont contrastées. Le Brésil et la Russie sont plongés dans de profondes récessions, liées notamment à la baisse des prix des matières premières et de la demande chinoise, mais aussi à des facteurs spécifiques comme les sanctions internationales en Russie et le climat politique très dégradé au Brésil. En Chine, le ralentissement graduel reflète pour partie le rééquilibrage de l'économie vers la consommation et les services dans un contexte de surcapacités industrielles et immobilières. Le risque d'un freinage brutal semble s'être réduit depuis l'été, du fait notamment du stimulus monétaire et budgétaire mis en œuvre par les autorités, mais la volatilité sur les marchés financiers reste élevée. Enfin, la croissance est restée relativement dynamique en Inde et en Turquie.

Pour 2016, les indicateurs conjoncturels ne laissent pas présager de forte accélération de l'activité dans les économies émergentes. En Chine, ils suggèrent une poursuite du ralentissement de l'activité. La récession pour-

rait perdurer au Brésil, sous l'effet de politiques économiques restrictives et dans l'attente d'une clarification de la situation politique, et en Russie, compte tenu de la faiblesse du prix du pétrole. En Turquie, la croissance resterait contrainte par des incertitudes géopolitiques majeures. En Inde, à l'inverse des principales économies émergentes, le dynamisme de l'activité devrait se poursuivre.

1.2 L'activité a résisté dans les pays avancés mais les enquêtes suggèrent un ralentissement début 2016

Dans les économies avancées, la reprise s'est maintenue malgré quelques à-coups. En zone euro, le rythme de croissance s'est légèrement affaibli au 2nd semestre (+0,7 % après +0,8 % au 1^{er} semestre). En Espagne, l'activité a conservé son dynamisme. À l'inverse, l'activité est restée modérée en Allemagne et a de nouveau décéléré en Italie. En dehors de la zone euro, l'activité des économies anglo-saxonnes est restée soutenue quoique légèrement décevante aux États-Unis en fin d'année. Au Japon, alors que la reprise semblait se confirmer depuis le début de l'année, l'activité a reculé fortement au quatrième trimestre suivant le recul de la consommation privée.

Les indicateurs conjoncturels disponibles début 2016 laissent attendre un ralentissement de l'activité dans la plupart des économies avancées. Les enquêtes auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière et dans les services se dégradent, au Royaume-Uni, en zone euro, au Japon et aux États-Unis (cf. graphique 3). Ainsi au Royaume-Uni, les enquêtes PMI se contractent nettement après le rebond de la deuxième moitié de l'année 2015. En revanche, aux États-Unis, l'indice ISM composite qui semblait poursuivre une dynamique baissière depuis l'été se redresse légèrement en février. De même, en zone euro, les enquêtes PMI rebondissent en mars après les dégradations observées en janvier et février. Néanmoins, si ces enquêtes semblent indiquer une détérioration des perspectives, le niveau reste tout de même au-dessus de la barre des 50 pour les quatre zones.

(1) Cf. Camatte H., Darinet-Cucchiarini M., Gillet T., Masson E., Meslin O., Padieu Y. et Tavin A. (2016), « Baisse du prix du pétrole : quelles conséquences pour l'économie mondiale et pour la France ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 168, à paraître.

Encadré 1 : Vulnérabilités dans les économies émergentes

Les économies émergentes sont confrontées à un contexte international défavorable qui pèse sur leur croissance et exacerbe leurs difficultés structurelles. L'activité ralentit dans les économies émergentes depuis le rebond post-crise observé en 2010-2011. Ce ralentissement de l'activité se distingue par : (i) son origine, à la fois conjoncturelle et structurelle ; (ii) son ampleur, la plupart des grandes économies émergentes sont concernées ; et (iii) sa durée, qui est supérieure aux précédents épisodes de ralentissement.

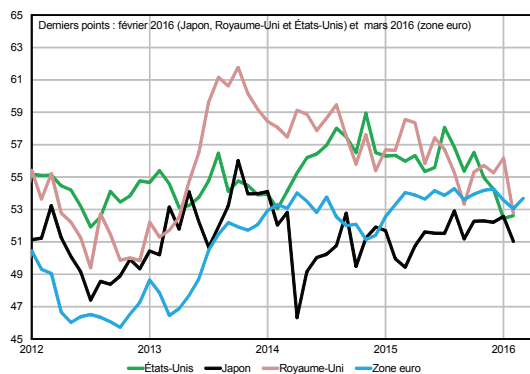
Les difficultés structurelles des économies émergentes accentuent leur exposition aux risques externes. La dépendance des économies émergentes aux financements externes s'est accrue ces dernières années, dans un contexte de politiques monétaires accommodantes des pays avancés. Depuis début 2015, les anticipations de resserrement de la politique monétaire américaine provoquent d'importantes sorties de capitaux qui augmentent les coûts de financement et pèsent sur l'activité. Le retrait des investisseurs étrangers s'accompagne également d'une dépréciation des devises émergentes qui fragilise les États et les entreprises endettées en devises étrangères, et menace la stabilité des systèmes bancaires. Par ailleurs, les économies dont le modèle de croissance repose principalement sur la demande extérieure sont vulnérables au ralentissement du commerce mondial. La baisse de la croissance en Chine et le rééquilibrage de son modèle de croissance^a affectent particulièrement les pays asiatiques compte tenu d'une forte intégration régionale. Selon le FMI (*Spillover report* 2014), une baisse d'un point de croissance en Chine conduirait à une diminution de 0,3 pp de croissance dans les économies asiatiques, avec un impact important pour la Corée et Taiwan (-0,6 et -0,9 pp de croissance). Le ralentissement chinois se répercute également sur les prix de certaines matières premières, en raison du poids prépondérant de la Chine sur ces marchés. Les économies les moins diversifiées y sont fortement exposées, en particulier les producteurs de pétrole et de gaz naturel qui pâtissent d'une forte baisse des prix. Les pays exportateurs les plus vulnérables sont ceux disposant de faibles réserves financières au regard notamment de leur dette externe.

Le ralentissement de l'activité s'explique également par des facteurs internes spécifiques à chaque économie. Certains pays (Afrique du Sud, Brésil) pâtissent d'un déficit d'investissement qui crée des goulets d'étranglement et pèse sur la productivité. Certaines économies insuffisamment diversifiées, notamment celles dont le modèle de croissance se fonde sur les matières premières (Moyen-Orient, Venezuela), pâtissent très fortement de la baisse des prix des matières premières. Dans plusieurs pays, des tensions politiques (Brésil, Venezuela) ou géopolitiques (Moyen-Orient, Russie) pénalisent l'investissement et à plus long terme la croissance potentielle. La baisse de la croissance est d'autant plus marquée que les marges de manœuvre des autorités pour soutenir l'activité sont limitées. Dans de nombreux pays, les finances publiques sont fragilisées par de moindres recettes fiscales liées à la faiblesse de la croissance et la baisse des prix des matières premières. De plus, la politique monétaire est contrainte par le resserrement des conditions monétaires internationales et les sorties de capitaux, qui exacerbent la dépréciation des devises et génèrent de l'inflation importée. Au Brésil par exemple, le real s'est déprécié de plus de 30 % face au dollar en 2015 et l'inflation a atteint en janvier 2016 près de 11 % en glissement annuel en raison de l'ajustement de prix administrés et de l'inflation importée.

Les risques de court terme dans les économies émergentes sont élevés, mais la plupart d'entre elles restent caractérisées par un important potentiel de croissance à plus long terme. De nombreuses économies émergentes ont accru leur résilience, notamment vis-à-vis des chocs externes. Certaines économies bénéficient d'une dynamique démographique favorable et d'une main d'œuvre de plus en plus qualifiée. En Inde par exemple, selon les projections de l'ONU, la population en âge de travailler (de 25 à 64 ans) continuerait de croître d'ici 2050. La réalisation de ces perspectives de croissance reste néanmoins sujette à la mise en œuvre des réformes structurelles permettant de remédier aux vulnérabilités de ces économies et d'accroître la confiance des investisseurs.

a. Cf. Albert M., Jude C., Rebillard C. (2015), « Rééquilibrage et croissance potentielle en Chine », *Lettre Trésor-Éco* n° 155, octobre.

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



Source : ISM, Markit.

1.3 Sur la période récente, la volatilité accrue des marchés financiers résulte de la combinaison de facteurs économiques, monétaires et politiques

La fin de l'année 2015 a été marquée par des divergences de politiques monétaires entre la Fed et les autres banques centrales. Après la dégradation des perspectives d'inflation à l'été 2015, la Banque Centrale Européenne (BCE) a en décembre 2015 étendu son programme de *Quantitative Easing* (QE) de 6 mois jusqu'en mars 2017, et en mars 2016, a de nouveau abaissé le taux de sa facilité de dépôt de 10 pdb à -0,40 % et le taux de refinancement de 5pb. En outre, en mars, les achats mensuels pratiqués dans le

cadre du QE ont été augmentés de 20 Md€ et l'ensemble des titres éligibles aux programmes a été élargi aux obligations *corporate* de la zone euro. Enfin, quatre nouvelles lignes de TLTRO seront allouées à des conditions très favorables entre juin 2016 et mars 2017. Elle a aussi annoncé se tenir prête à mobiliser ses instruments en cas de nouvelle dégradation des prévisions de croissance et d'inflation. Parallèlement, la Banque du Japon (BoJ) après avoir décidé fin décembre d'un ensemble de mesures supplémentaires (allongement de la maturité des titres achetés sans modification du montant d'achats de titres), a introduit fin janvier des taux d'intérêt négatifs sur une partie des excédents des nouvelles réserves des banques commerciales et a pour la quatrième fois reporté l'horizon d'atteinte de la cible d'inflation (2 %) à mi-2017. En outre, elle indique qu'elle poursuivra sa politique de « *quantitative and qualitative easing* » et de taux d'intérêt négatif aussi longtemps que nécessaire afin d'atteindre et stabiliser cette cible. La Banque d'Angleterre (BoE), aussi, s'est engagée à maintenir une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que la reprise économique soit fermement établie. Pour mémoire, elle maintient son taux directeur à 0,5 % depuis mars 2009 et a arrêté d'acheter des actifs depuis novembre 2012. De son côté, la Fed a augmenté ses taux directeurs de 25 pdb à l'issue de la réunion de politique monétaire de décembre, mais a annoncé que sa politique resterait accommodante. La Fed adopte désormais une posture prudente quant à la trajectoire et le rythme de remontée des taux.

Les incertitudes sur les choix de politiques monétaires ajoutées aux inquiétudes liées à la Grèce l'été dernier et à la Chine depuis, ainsi que l'impact de la baisse des cours du pétrole sur les valeurs pétrolières ont conduit à une volatilité accrue des valeurs boursières et des taux d'intérêt souverains. Dans ce contexte d'aversion au risque accrue, les places boursières ont reculé au 3^e trimestre 2015 et début 2016, avant de rebondir depuis la mi-février. Par ailleurs, les taux d'intérêt souverains des économies avancées ont légèrement baissé en deuxième partie d'année après une forte hausse d'avril à juillet, les *spreads* restant néanmoins contenus.

L'abondance de l'offre de pétrole, conséquence des décisions de l'OPEP et du dynamisme de la production de pétrole non-conventionnel notamment, a poussé de nouveau les prix à la baisse. Après avoir brutalement chuté entre mi-2014 et janvier 2015, passant de 110 \$ à 50 \$, les cours du pétrole sont remontés et ont connu une volatilité marquée au premier semestre 2015 - contenue entre 50 \$ et 65 \$ - alimentée par de nombreuses incertitudes portant notamment sur les négociations autour du programme nucléaire iranien. Depuis le second semestre 2015, les cours du Brent et du WTI (*Western Texas Intermediate*) ont de nouveau chuté, passant sous les 30 \$ en janvier 2016, leur plus bas niveau en 11 ans.

2. Après avoir marqué le pas en 2015, la croissance accélérerait en 2016 et 2017 dans le sillage du redressement graduel des économies émergentes et du renforcement de l'activité des économies avancées

Après avoir décéléré en 2015 dans le sillage des économies émergentes, l'activité mondiale accélérerait progressivement en 2016 et 2017. Elle serait portée à la fois par le redressement graduel des économies émergentes d'ici 2017 (à l'exception de la Chine qui poursuivrait son ralentissement) et par le dynamisme des pays avancés : l'activité continuerait d'accélérer en zone euro et la croissance des pays anglosaxons demeurerait allante. L'impact de la baisse actuelle des prix du pétrole sur l'activité mondiale serait positif, même si plusieurs effets potentiellement cumulables pourraient en limiter l'ampleur⁽²⁾.

2.1 L'activité dans les économies émergentes accélérerait graduellement dans le sillage du Brésil et de la Russie, à l'exception de la Chine

L'activité dans les économies émergentes accélérerait graduellement en 2016 et 2017 à la faveur notamment d'une sortie de crise progressive en Russie et au Brésil. Outre l'hypothèse d'apaisement des incertitudes politiques au Brésil, le Brésil et la Russie profiteraient de la stabilisation des prix des matières premières et des effets positifs sur leur compétitivité des dépréciations passées de leurs monnaies. La normalisation moins rapide qu'anticipé de la politique monétaire américaine réduirait les tensions financières dans les pays émergents qui sont fortement exposés aux mouvements de capitaux internationaux (Afrique du Sud, Brésil, Mexique, Turquie notamment). Les mesures des autorités chinoises destinées à limiter le ralentissement de leur économie soutiendraient aussi indirectement l'activité des économies émergentes et en particulier asiatiques (Corée, Malaisie, Taïwan). En revanche, l'économie chinoise poursuivrait son ralentissement et les pays pétroliers (Moyen-Orient notamment) seraient freinés par les mesures de consolidation budgétaire destinées à compenser en partie des pertes de recettes pétrolières et la fragilisation de leurs équilibres externes.

En Chine, la poursuite du ralentissement économique attendue en 2016 et 2017 s'explique en partie par des facteurs structurels, tels que le rééquilibrage du modèle de croissance et le vieillissement de la population. Il traduit aussi des facteurs conjoncturels liés notamment au ralentissement de

l'investissement qui pâtit des surcapacités de production et de la forte progression passée de l'endettement des agents économiques. Le stimulus monétaire et budgétaire mené par les autorités devrait toutefois atténuer le ralentissement. En effet, les autorités ont annoncé un déficit public de 3,0 % du PIB en 2016 contre 2,3 % en 2015 et prévoient notamment une réduction de la fiscalité ainsi que des hausses de dépenses sociales. Par ailleurs en début d'année 2016, la Banque centrale a baissé son ratio de réserves obligatoires pour la quatrième fois depuis novembre 2014.

Au Brésil, la récession devrait se poursuivre en 2016, avant une reprise très graduelle en 2017 sous l'hypothèse d'une amélioration progressive du climat politique qui pèse sur l'investissement. L'activité resterait pénalisée en 2016 par la consolidation budgétaire, la politique monétaire restrictive face au niveau élevé de l'inflation, et les vulnérabilités structurelles (déficit d'infrastructures).

En Inde, la croissance resterait soutenue en 2016 et 2017. La faiblesse des prix des matières premières, notamment du pétrole, continuerait de stimuler l'activité et permettrait d'accroître les marges de manœuvres de politique économique par la baisse des dépenses publiques liées aux subventions énergétiques ainsi que par la diminution de l'inflation.

En Russie, la récession devrait perdurer en 2016 dans un contexte international défavorable marqué par la faiblesse du prix du pétrole et les sanctions. La demande intérieure serait freinée par l'inflation et les mesures de consolidation budgétaire. Le rebond de la croissance pourrait intervenir en 2017 sous l'hypothèse d'une normalisation progressive de la situation géopolitique et d'une stabilisation des prix des matières premières.

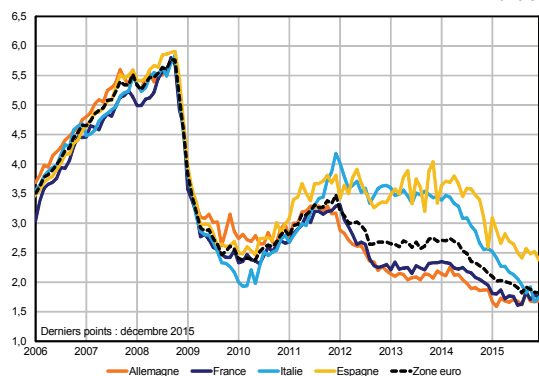
En Turquie, la croissance serait stable en 2016 et 2017, proche de son potentiel, grâce à une demande intérieure soutenue par la faiblesse du prix du pétrole et l'augmentation du salaire minimum début 2016. Néanmoins, le dynamisme de l'activité serait contraint par les incertitudes géopolitiques et la vulnérabilité induite par l'endettement externe en devises.

(2) Cf. Camatte H., Darnet-Cucchiari M., Gillet T., Masson E., Meslin O., Padieu Y. et Tavin A. (2016), « Baisse du prix du pétrole : quelles conséquences pour l'économie mondiale et pour la France ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 168, à paraître.

2.2 En zone euro, l'activité continuerait d'accélérer, soutenue par les moteurs internes de la croissance

La croissance se renforcerait progressivement en zone euro avec une moindre divergence des rythmes de croissance au sein de la zone. Les prix du pétrole bas, la moindre consolidation budgétaire et la politique monétaire accommodante de la BCE soutiendraient l'activité, qui accélérerait en 2016 et 2017 portée par la demande intérieure. D'une part, la consommation privée bénéficierait de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, dans un contexte d'inflation toujours modérée et de créations d'emplois dynamiques. D'autre part, l'investissement des entreprises serait dynamique, porté par de meilleures perspectives de débouchés et l'amélioration notable des conditions de financement dans les pays périphériques. La fragmentation financière s'est fortement réduite, y compris pour les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux entreprises (cf. graphique 4), qui restent toutefois élevés en Espagne. De plus, le crédit aux entreprises repartirait, soutenu par la politique accommodante de la BCE. Enfin, les exportations seraient portées par l'accélération de la demande mondiale, soutenue par le redressement graduel de la demande dans les pays émergents.

Graphique 4 : taux d'intérêt sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières



Source : BCE.

En Allemagne, la croissance resterait dynamique en 2016 et 2017. L'activité serait soutenue par la consommation privée et des dépenses publiques qui devraient être bien orientées, en réponse notamment à l'afflux de migrants, sans pour autant remettre en cause leur équilibre ni l'objectif du gouvernement de réduction de la dette publique. L'emploi demeurerait un soutien malgré une possible progression du taux de chômage, après avoir atteint un plus bas historique en 2015, suivant l'intégration progressive des migrants dans la population active. Le secteur de la construction se redresserait mais la prudence reste de mise concernant l'investissement des entreprises compte tenu de leur comportement en la matière depuis la crise.

En Italie, l'activité devrait accélérer en 2016 et 2017. Les créations d'emplois resteraient dynamiques avec la consolidation de la reprise, une tendance aidée par la reconduction partielle en 2016 des exonérations de cotisations sociales sur les embauches en CDI. De plus, les exonérations fiscales (suppression de la taxe foncière sur l'habitation principale) en faveur des ménages apporteraient un soutien supplémentaire au pouvoir d'achat, conduisant à l'accélération de la consommation privée. L'investissement en équipement poursuivrait son redressement, bénéficiant de l'amélioration des perspectives de demande, des mesures fiscales en faveur des entreprises et de l'amélioration des conditions financières.

En Espagne, la croissance resterait élevée en 2016 et 2017 grâce à une consommation des ménages particulièrement dynamique. Cette dernière devrait en effet continuer de bénéficier de la faiblesse de l'inflation, dans un contexte de fortes créations d'emplois et de moindre modération salariale. L'investissement resterait allant, y compris dans la construction, porté notamment par une dynamique de rattrapage qui sera amenée à progressivement s'estomper. L'évolution modérée des coûts salariaux devrait aider à soutenir les exportations et permettre à l'Espagne de consolider les gains de parts de marché enregistrés ces dernières années.

2.3 La croissance des économies anglo-saxonnes continuerait d'être vigoureuse et la reprise au Japon devrait se poursuivre, avant un ralentissement en 2017

Hors zone euro, l'activité des pays anglo-saxons continuerait d'être la plus dynamique parmi les économies avancées mais n'accélérerait plus. La croissance serait globalement stable aux États-Unis, dans un contexte de remontée des taux d'intérêts de la Fed. Au Royaume-Uni, la croissance se stabiliserait en 2016-2017 à un rythme élevé et resterait supérieure à la croissance potentielle. Au Japon, la reprise qui s'intensifierait en 2016 marquerait le pas début 2017, du fait de la hausse de la TVA prévue au 2^e trimestre 2017.

Aux États-Unis, la croissance serait globalement stable sur l'horizon de prévision. Le rythme des créations d'emplois pourrait décélérer avec la baisse du chômage en dessous de son niveau naturel, mais l'amorçage de la dynamique salariale pourrait contribuer à l'accélération du revenu des ménages. Toutefois, la consommation ralentirait sous l'effet de la progression de l'inflation. Les dépenses d'investissement resteraient globalement stables malgré la hausse des taux d'intérêts. Enfin, la contribution négative du commerce extérieur à la croissance devrait s'atténuer en 2016 et 2017.

Au Royaume-Uni, la croissance se stabiliserait en 2016 et en 2017 dans un contexte de poursuite de la consolidation budgétaire. La consommation privée, portée par l'accélération du revenu des ménages et l'inflation toujours faible, resterait le principal moteur de la croissance. Le dynamisme de l'investissement des entreprises devrait alors être favorisé par la bonne orientation des perspectives de demande ainsi que la diminution des capacités inutilisées. La campagne et l'issue du référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne constituent un aléa majeur entourant ce scénario.

Au Japon, la reprise entrevue en 2015 devrait se poursuivre en 2016 mais la hausse annoncée de la TVA devrait peser sur l'année 2017. La demande intérieure serait soutenue par le plan de relance en 2016 et par des effets de sursaut de consommation en anticipation de la hausse de TVA. Cette hausse prévue au 1^{er} avril 2017 provoquerait ensuite un ralentissement significatif de la consommation. Les exportations seraient soutenues par une compétitivité mieux orientée, les entreprises semblant désormais prêtes à transmettre davantage la dépréciation passée du yen aux prix de vente. Les salaires nominaux continueraient d'augmenter à la faveur des résultats des négociations salariales et d'un rebond de la rentabilité des entreprises bénéficiant du nouveau plan de relance. Le taux d'investissement des entreprises progresserait sous l'effet de la reconstitution des marges et de demandes intérieure et extérieure plus allantes.

Encadré 2 : principales révisions économiques depuis le Projet de Loi de Finances 2016 et comparaison avec les principaux organismes internationaux

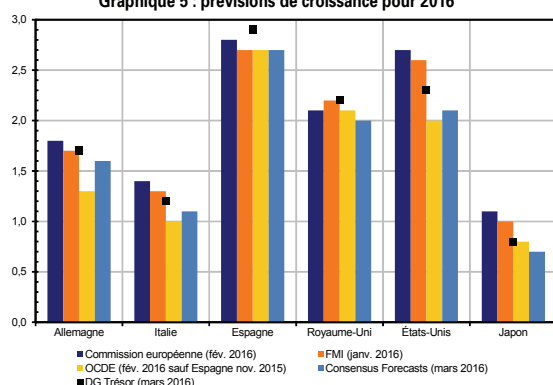
Depuis les prévisions réalisées à l'été pour le Projet de Loi de Finances (PLF) 2016, les nouvelles informations sur la situation économique mondiale ont conduit à des révisions à la baisse.

Dans les économies émergentes, les tensions financières, la faiblesse du commerce mondial et la baisse des prix des matières premières ont davantage pénalisé la croissance que prévu. En 2016, la révision est particulièrement marquée (i) au Brésil (-2,7 pts), où la dégradation de la note souveraine et la détérioration du climat politique pèsent sur la confiance des investisseurs et retardent la mise en œuvre des réformes structurelles nécessaire à la reprise économique, et (ii) en Russie (-1,4 pt), pénalisée par la baisse du prix du pétrole depuis le PLF 2016.

Concernant les économies avancées, l'abaissement des prévisions pour 2016 peut s'expliquer par un dynamisme plus faible qu'attendu fin 2015 et un environnement extérieur dégradé. La zone euro voit ainsi sa prévision révisée à la baisse pour 2016 (-0,1 pt). De même, la reprise au Japon serait moins soutenue qu'anticipé lors de l'exercice précédent (révision de -0,2 pt pour 2016) et les prévisions pour les États-Unis ont été révisées à la baisse (-0,5 pt pour 2016). En particulier, la baisse des prix du pétrole a durablement affecté l'industrie extractive.

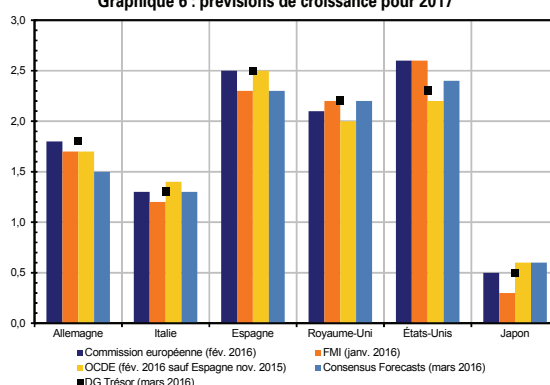
Ces prévisions sont globalement consensuelles (cf. graphiques 5 et 6). La grande majorité des organismes anticipe toujours une accélération de l'activité malgré la prise en compte des informations conjoncturelles récentes. Toutefois, les récentes prévisions de l'OCDE (exercice intermédiaire de février 2016) apparaissent globalement plus basses que les autres prévisions. En effet, l'OCDE révisé à la baisse son scénario compte tenu des fragilités des économies avancées qui semblent transparaître dans les derniers indicateurs de l'année 2015 et de la vulnérabilité des économies émergentes (révision à la baisse de la croissance mondiale de -0,3 point par rapport aux prévisions de novembre à +3,0 % et +3,3 % pour 2016-2017 après +3,0 % en 2015).

Graphique 5 : prévisions de croissance pour 2016



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

Graphique 6 : prévisions de croissance pour 2017



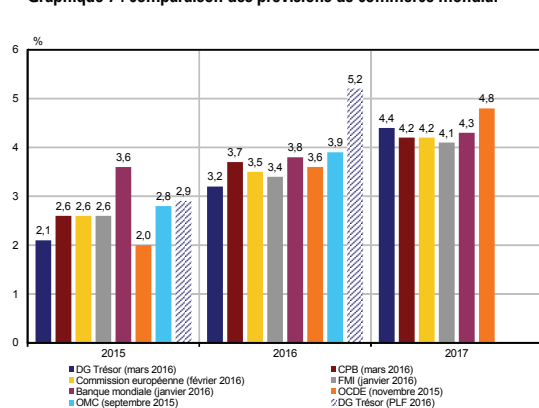
Sources : FMI, OCDE, Commission Européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor.

Nos prévisions de commerce mondial ont été revues à la baisse de près de 2 points en 2016 par rapport au PLF 2016. Cette nette révision à la baisse est partagée entre économies avancées et émergentes. D'une part, les importations ont été moins dynamiques que prévu en Chine, en Russie et au Brésil au 2nd semestre 2015, et les perspectives d'activité dégradées en Russie et au Brésil ont conduit à une révision à la baisse des prévisions d'importations dans ces deux pays. D'autre part, les importations ont déçu aux 3^e et 4^e trimestres 2015 aux États-Unis, qui pèsent environ 15 % du commerce mondial, ainsi qu'au Japon et en zone euro au 4^e trimestre. Les prévisions d'importations des économies avancées ont également été abaissées du fait de prévisions d'exportations plus faibles à la suite de la révision à la baisse des prévisions de demande des économies émergentes.

Notre scénario d'un redressement du commerce mondial dès 2016 après le net ralentissement observé en 2015 est consensuel. Nos prévisions se situent dans la fourchette basse des prévisions externes en 2016 et sont en ligne avec celles-ci en 2017 (cf. graphique 7).

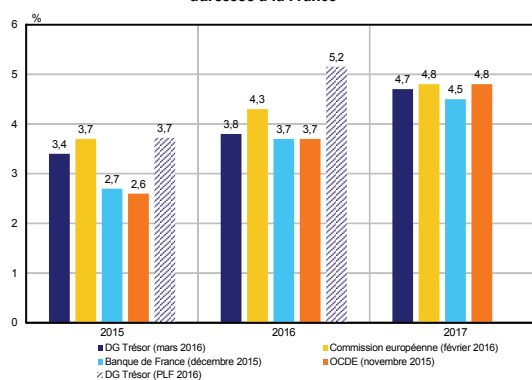
La demande mondiale adressée à la France a également été révisée à la baisse depuis le PLF, mais de manière moins marquée que le commerce mondial (-1,3 pt en 2016) en raison de la structure géographique des exportations françaises, relativement moins orientées vers les économies émergentes, les États-Unis et le Japon que les exportations mondiales. Nos prévisions sont en ligne avec les prévisions externes (cf. graphique 8).

Graphique 7 : comparaison des prévisions de commerce mondial



Source : DG Trésor.

Graphique 8 : comparaison des prévisions de demande mondiale adressée à la France



Source : DG Trésor.

Tableau 1 : prévisions de croissance

PIB (moyenne annuelle en %)	Moyenne 2000-2007	2014	2015	2016 (prévisions, CJO)	2017
Croissance mondiale^a	4,5	3,4	3,1	3,3	3,6
Économies avancées	2,7	1,8	1,9	2,0	2,0
États-Unis	2,1	2,4	2,4	2,3	2,3
Japon	1,1	-0,1	0,5	0,8	0,5
Royaume-Uni	2,4	2,9	2,3	2,2	2,2
Zone euro	2,2	0,9	1,6	1,7	1,8
Allemagne	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8
Italie	0,9	-0,4	0,8	1,2	1,3
Espagne	3,3	1,4	3,2	2,9	2,5
Économies émergentes	6,6	4,6	4,0	4,3	4,7
Brésil	3,6	0,1	-3,8	-3,2	0,0
Chine	10,5	7,3	6,9	6,3	6,0
Inde	7,1	7,3	7,3	7,4	7,4
Russie	7,2	0,6	-3,7	-1,2	1,0
Turquie	5,2	2,9	3,8	3,2	3,2
Demande mondiale - France^b		3,9	3,4	3,8	4,7
Commerce mondial^c		3,6	2,1	3,2	4,4

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

Source : FMI, WEO update de janvier 2016 ; calculs et prévisions : DG Trésor.

3. La demande mondiale adressée à la France accélérerait graduellement sur l'horizon de prévision

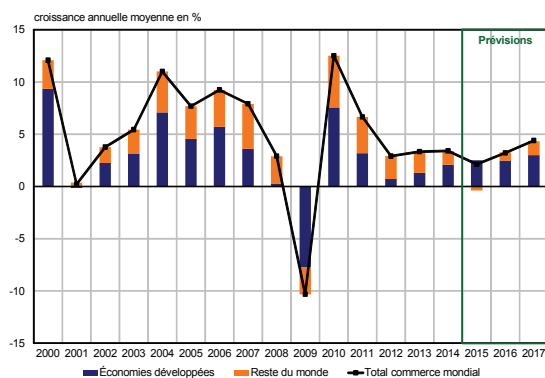
Le commerce mondial a nettement ralenti en 2015 (+2,1 % après +3,6 %) en lien avec la contraction des importations dans les économies émergentes, plus forte que ce qu'aurait suggéré l'évolution de la demande intérieure de ces pays. Certains facteurs spécifiques ont pesé sur les importations des principales économies émergentes : (i) au Brésil, où la forte dépréciation du real s'est traduite par une perte de pouvoir d'achat, (ii) en Russie, où le rouble s'est également déprécié et où le commerce extérieur a été affecté par la baisse du prix du pétrole, les sanctions internationales et les mesures de rétorsion adoptées en réponse, et (iii) en Chine, où l'investissement, relativement intensif en importations, a ralenti en lien avec les importants déséquilibres auxquels le pays fait face (surcapacités industrielles et immobilières, endettement élevé).

En contrecoup des mauvaises performances de 2015, le commerce mondial se redresserait en 2016 (+3,2 %) et

poursuivrait son accélération en 2017 (+4,4 %), à la faveur d'une sortie progressive de récession au Brésil et en Russie et du redressement graduel des importations de la Chine³, tandis que le commerce resterait dynamique au sein de la zone euro (cf. graphique 9). La croissance du commerce mondial serait néanmoins inférieure à son rythme d'avant-crise (+6,5 % par an entre 1990 et 2008) en raison de contraintes structurelles à l'œuvre⁴.

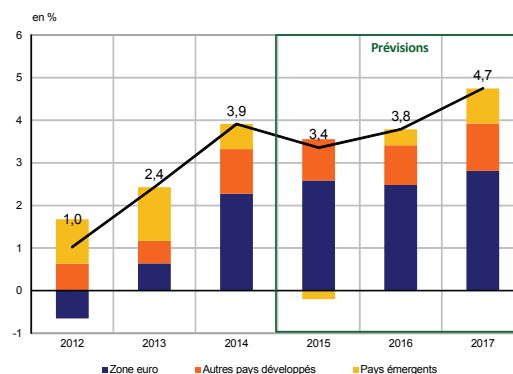
La demande mondiale adressée à la France suivrait un profil similaire (cf. graphique 10). Compte tenu de la structure des exportations françaises, la demande étrangère adressée à la France a moins ralenti que le commerce mondial en 2015 (+3,4 % après +3,9 %) mais elle bénéficierait également moins du rebond attendu dans les économies émergentes en 2016. Ainsi, elle accélérerait modérément en 2016 à +3,8 % - révisée à la baisse de plus d'1 point depuis le PLF 2016. Elle accélérerait plus franchement en 2017 à +4,7 %.

Graphique 9 : commerce mondial et contributions par zone



Sources : FMI, WEO update de janvier 2016 ; Prévisions : DG Trésor.

Graphique 10 : demande mondiale adressée à la France et contributions par zone



Source : DG Trésor.

- (3) Les importations chinoises resteraient tout de même moins dynamiques que l'activité compte tenu du rééquilibrage de l'activité vers les services.
- (4) Cf. François L., Lecumberry J. et Shimi L. (2016), « Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 166.

4. Ce scénario central est entouré d'incertitudes importantes

- **L'accroissement des vulnérabilités dans les économies émergentes constitue un important aléa (cf. encadré 1).** Au-delà des récessions en Russie et au Brésil, qui pourraient se prolonger plus longtemps qu'anticipé, certaines économies émergentes sont susceptibles de connaître des tensions financières qui pèseraient sur l'activité. La détérioration de la situation budgétaire et extérieure des pays pétroliers constitue également un facteur de risque. Toutefois, les risques dans les économies émergentes sont amoindris par leur plus grande résilience que dans des épisodes de tensions passés, la volonté des autorités chinoises d'utiliser les leviers monétaires et budgétaires pour soutenir l'activité et le rythme graduel à attendre de la remontée des taux de la Fed.
- **Le rythme de remontée des taux directeurs américains affectera également les économies avancées.** Compte tenu de la volatilité des marchés ainsi que des incertitudes sur les perspectives économiques américaines et mondiales, le rythme de remontée des taux adopté par la Fed pourrait être moins rapide qu'anticipé, ce qui soutiendrait la croissance américaine et mondiale.
- **L'évolution des cours des matières premières reste entourée d'aléas.** Les cours du pétrole pourraient être tirés à la baisse par le retour de la production iranienne sur les marchés. À l'inverse, une remontée du prix du pétrole et des autres matières premières pénaliserait le pouvoir d'achat des ménages et la demande intérieure des économies avancées, importatrices nettes. Toutefois, elle favoriserait la reprise économique des pays producteurs qui ont été fragilisés par la baisse des prix.
- **Les gains liés à la baisse passée du prix du pétrole ainsi qu'aux évolutions favorables du change pourraient se diffuser plus vite que prévu aux économies avancées.** Les entreprises ayant reconstitué leurs marges sous l'effet de la baisse des prix du pétrole pourraient désormais investir davantage. Parallèlement les ménages, dont l'épargne a augmenté en 2015 grâce à la baisse des prix du pétrole, pourraient également consommer davantage ces gains de pouvoir d'achat épargnés.

Jean-Baptiste BERNARD, Laetitia FRANÇOIS, Thomas GILLET,
Julien LECUMBERRY, Ysaline PADIEU, Alexandre TAVIN

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 :

Michel Houdebine

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

Avril 2016

n°166. Comment expliquer la faiblesse du commerce mondial ?
Laetitia François, Julien Lecumberry, Linah Shimi

Mars 2016

n°165. Formation initiale et continue : quels enjeux pour une économie fondée sur la connaissance ?

Jonas Anne-Braun, Killian Lemoine, Emmanuel Saillard, Patrick Taillepié

n°164. L'Afrique aura-t-elle besoin d'une nouvelle initiative « Pays Pauvres Très Endettés » ?
Anaïs Le Gouguec

n°163. Vers un meilleur pilotage de l'orientation budgétaire de la zone euro ?
Antonin Aviat, Sébastien Diot, Sabrina El Kasmî, Nicolas Jégou

n°162. Les énergies renouvelables : quels enjeux de politique publique ?
Laure Grazi, Arthur Souletie

n°161. Les nouvelles règles pour les prêts d'aide publique au développement : quels enjeux ?
Léonardo Pupperto

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

Derniers numéros parus

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.