
RECHERCHE ET EXPERTISE
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE



CEPII

« Reprise contrastée,
croissance fragile mais en
mutation »

L'économie mondiale 2015

Présentation de :

Natacha Valla

Directrice-adjointe,
CEPII

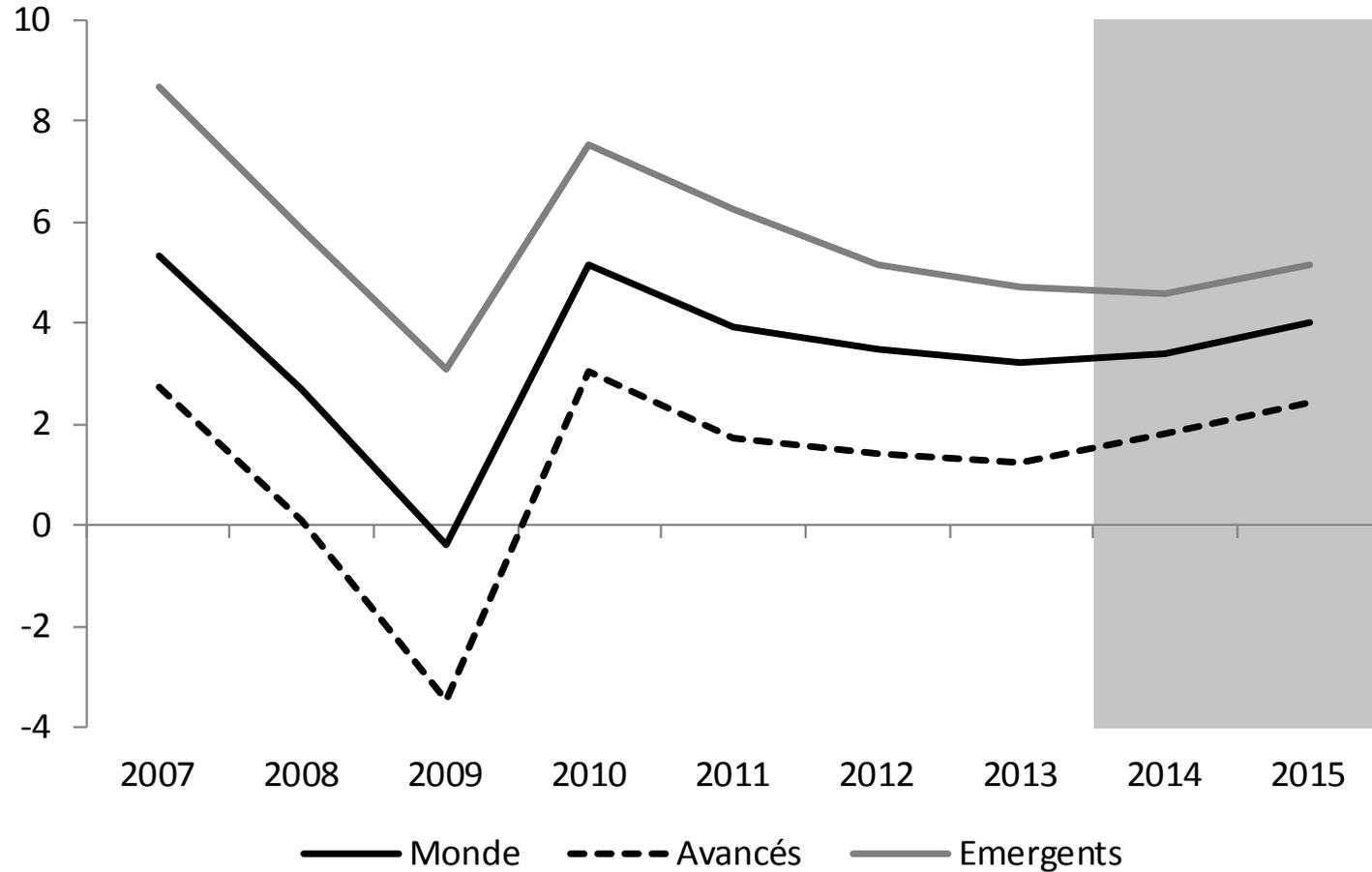
Mercredi 24 septembre 2014, 15h00-17h45

Introduction :

Les grands traits de l'environnement économique mondial en quelques graphiques

Perspectives de croissance mondiale : Un lent redémarrage

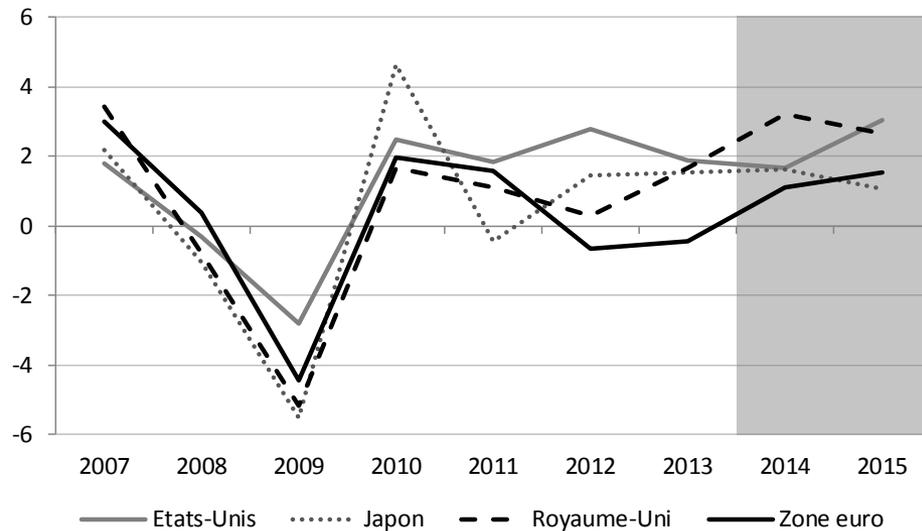
(croissance du PIB réel, % annuel)



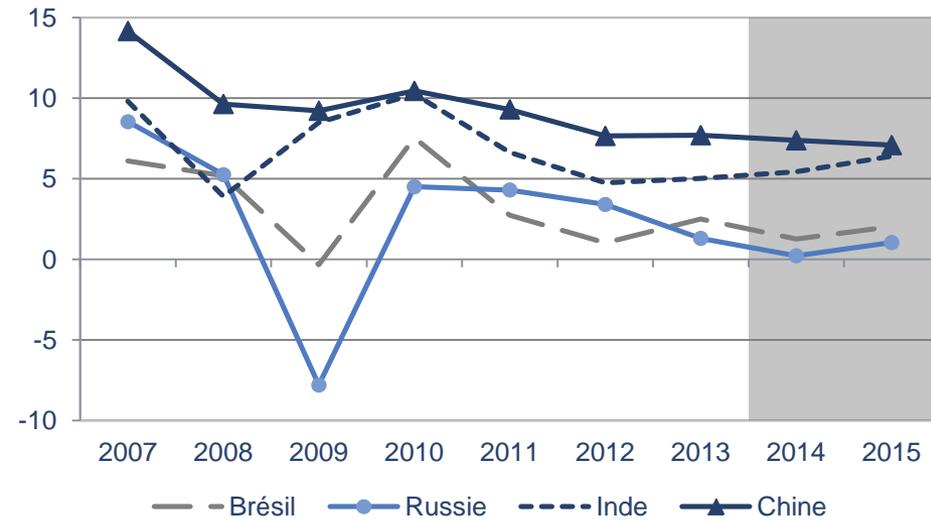
Les contrastes entre les pays émergents (PE) et développés (PD) se recomposent

(croissance du PIB réel, % annuel)

Pays avancés

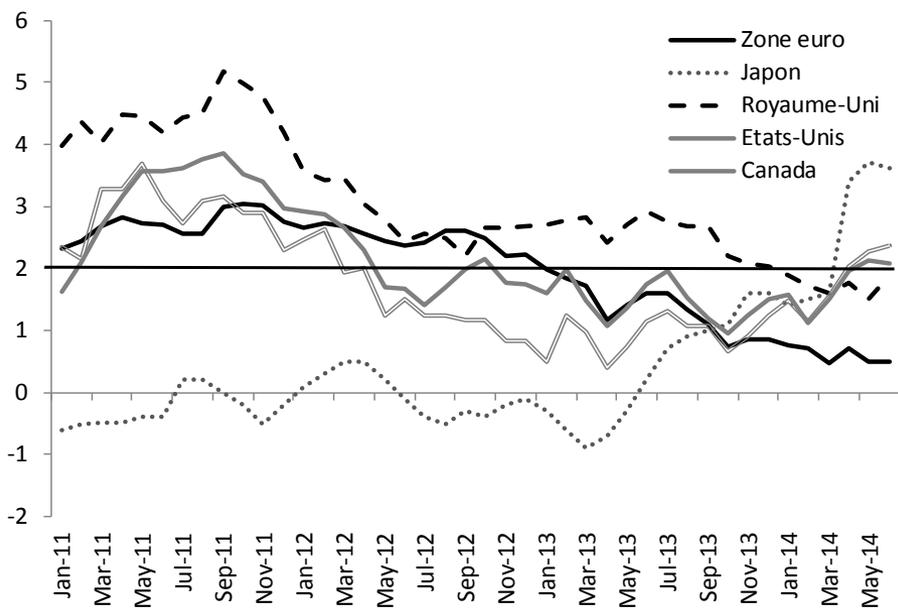


Pays émergents

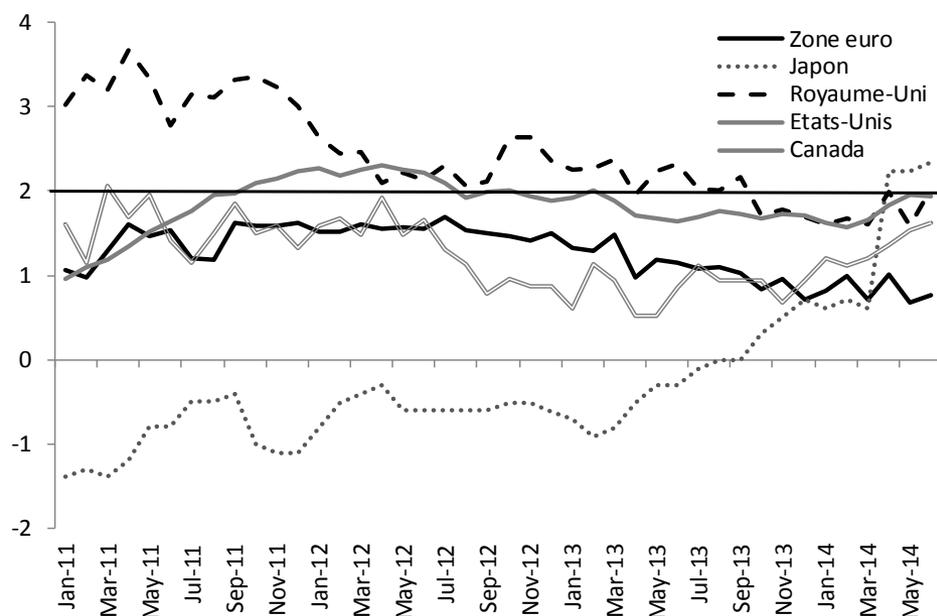


Inflation dans les pays développés : basse, certes, mais un message à nuancer

Inflation "headline"

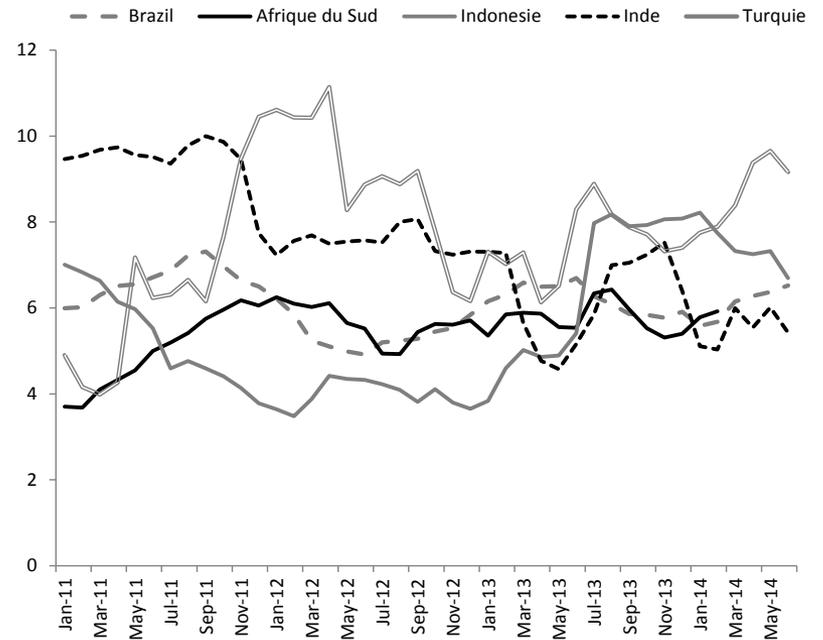
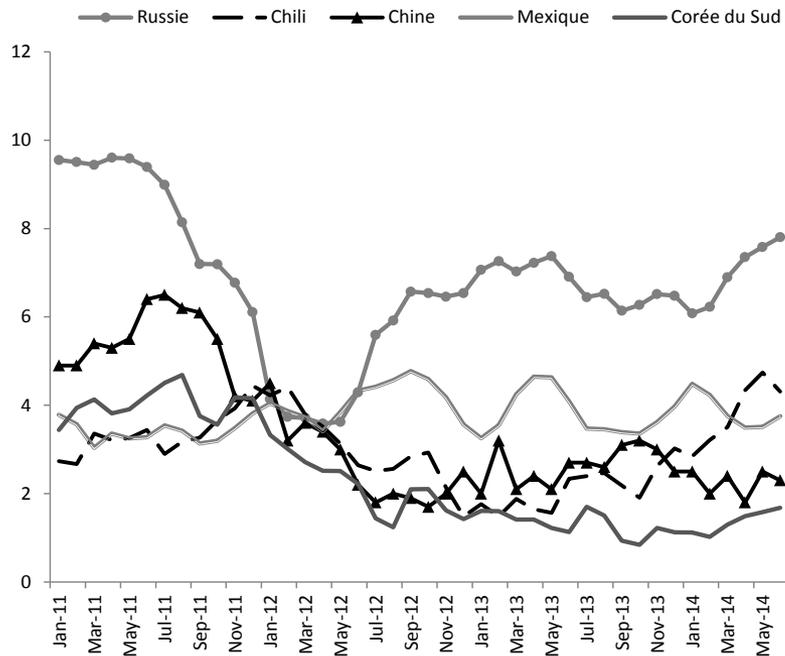


Inflation "core"



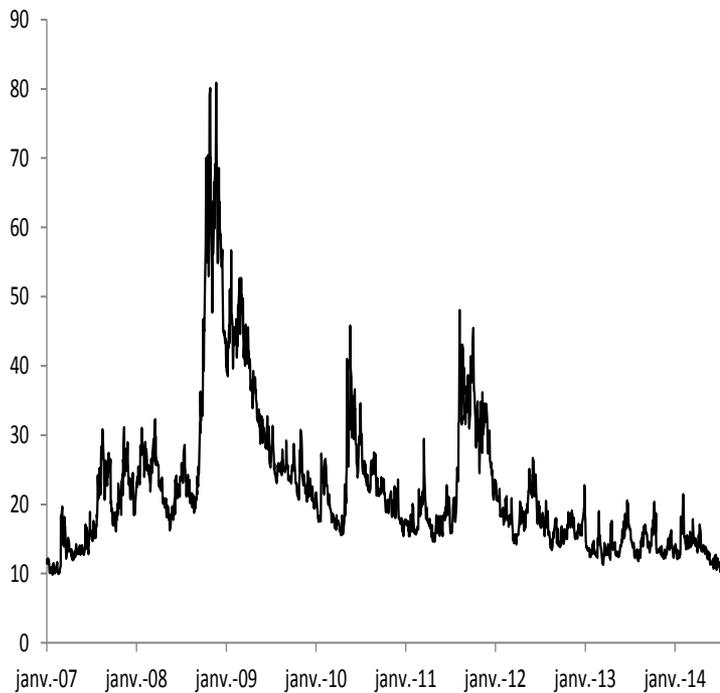
Inflation dans les pays émergents : plus soutenue, en ligne avec la conjoncture

(Inflation « headline », croissance annuelle, %)

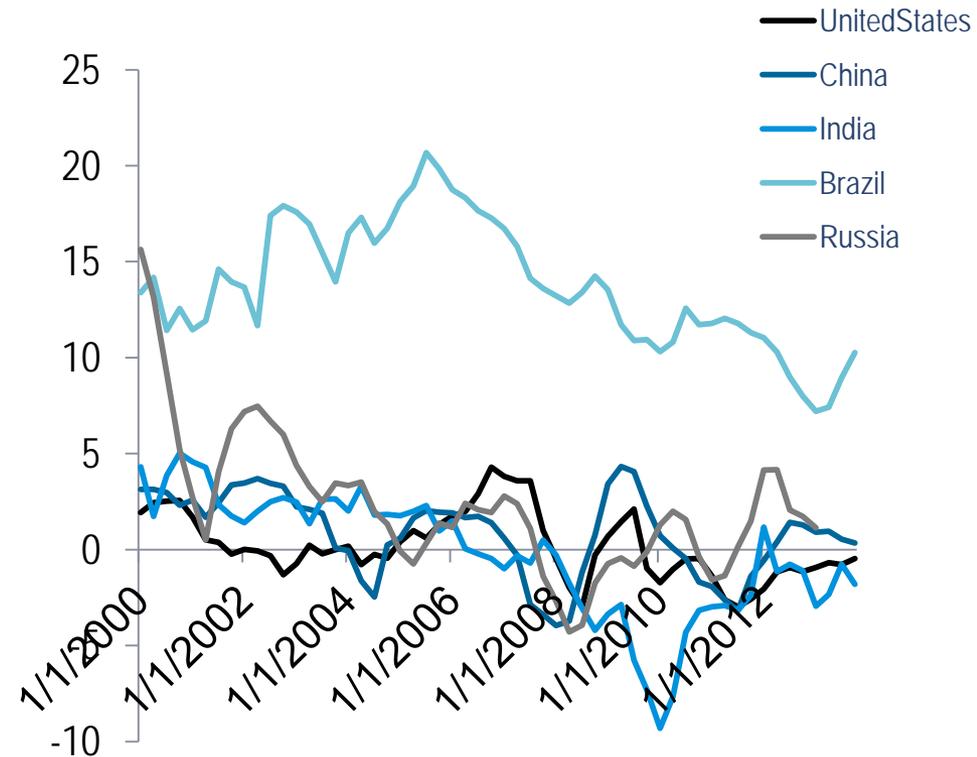


Des taux d'intérêt et une volatilité historiquement bas: un sentiment de déjà vu?

CBOE SPX VOLATILITY VIX new
(indice de volatilité)



Taux d'intérêt réel de court terme
(CPI deflated discount rate)



Monde émergent: redéfinition de la croissance

- Une croissance durablement moins forte
- Vulnérabilités visibles dès 2010-2011 – « Cinq Fragiles »
Croissance, solde courant (Turquie, Inde, Brésil)
- Aléas du secteur industriel
Vulnérabilité-coût, dépendance de l'extérieur
- Ralentissement du commerce mondial
- Risques financiers en Chine

...mais...

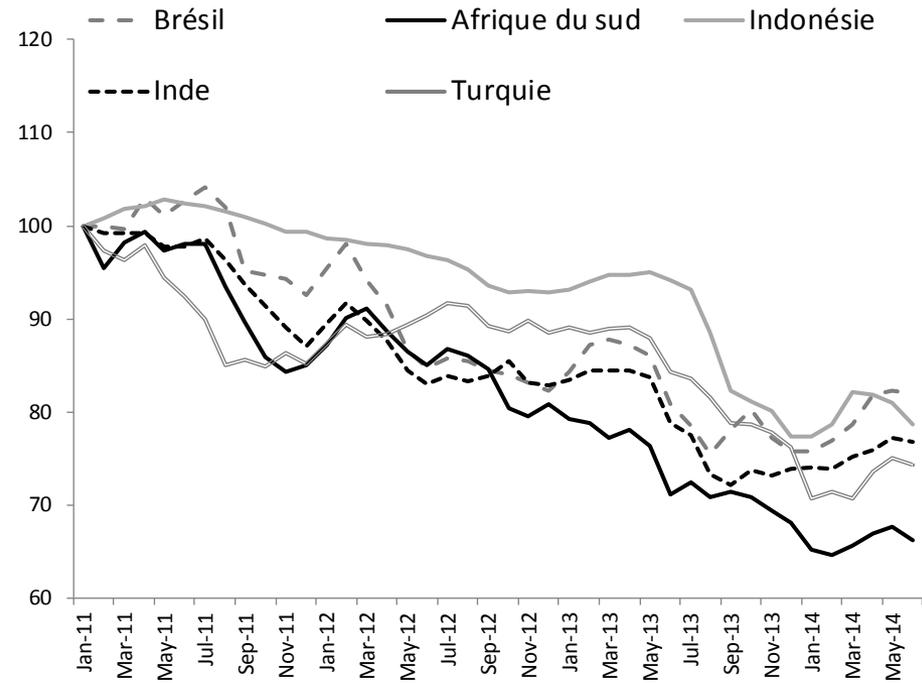
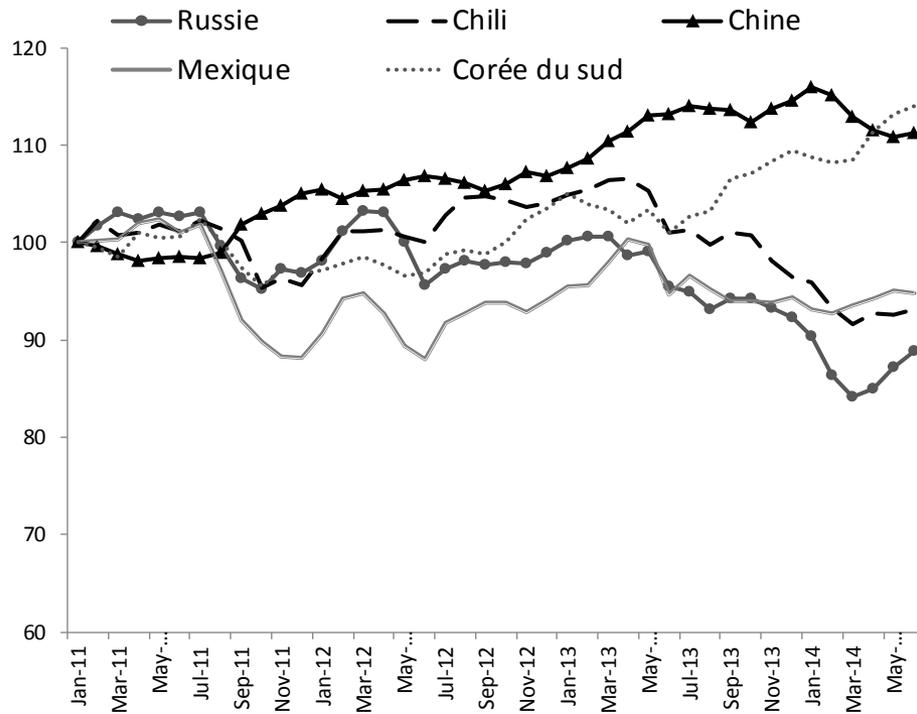
Monde émergent: redéfinition de la croissance

...mais...

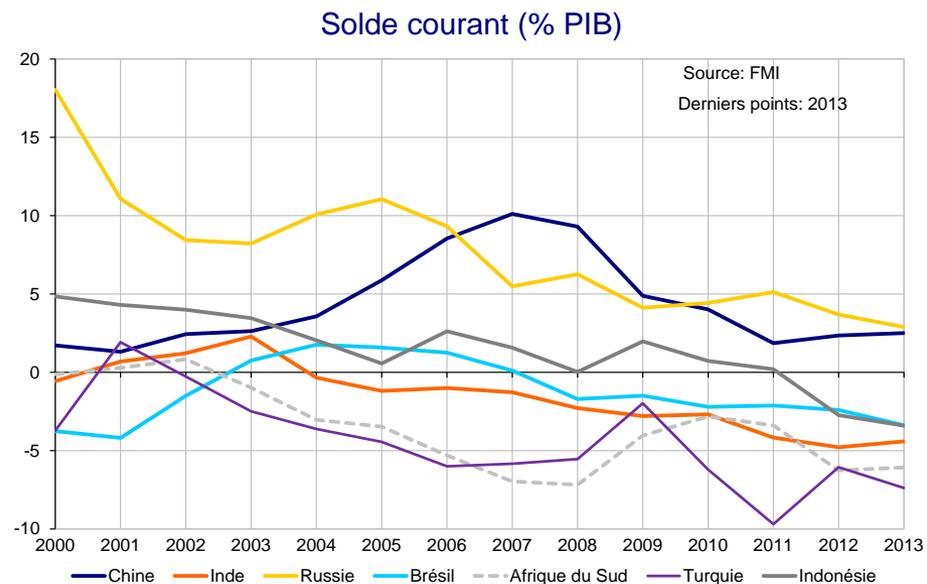
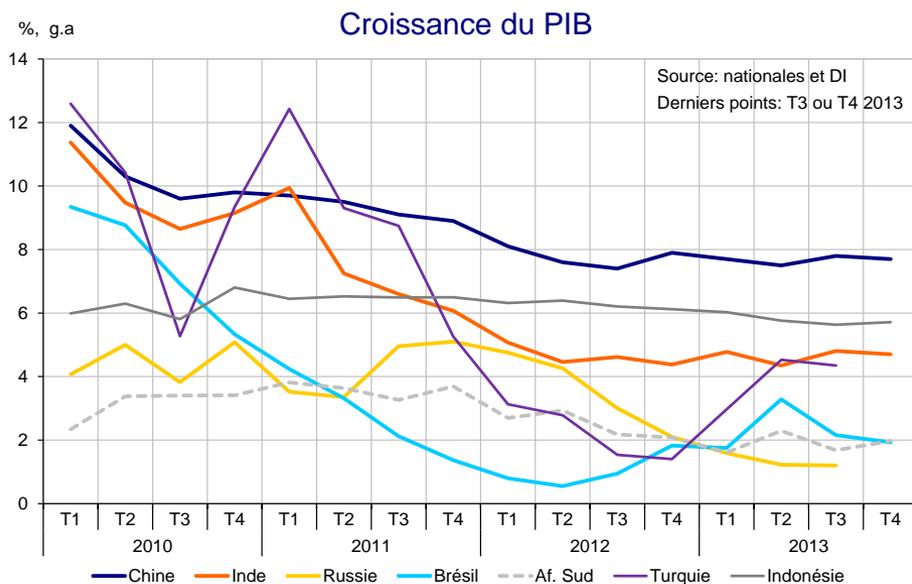
- Chine : plus résiliente à long-terme
 - « Plan »
 - Salaires
 - Productivité « inland »
 - Classes moyennes
- Des finances publiques plus saines
- Des réserves de changes souvent abondantes

Les tensions financières ont pesé sur les taux de changes des pays émergents

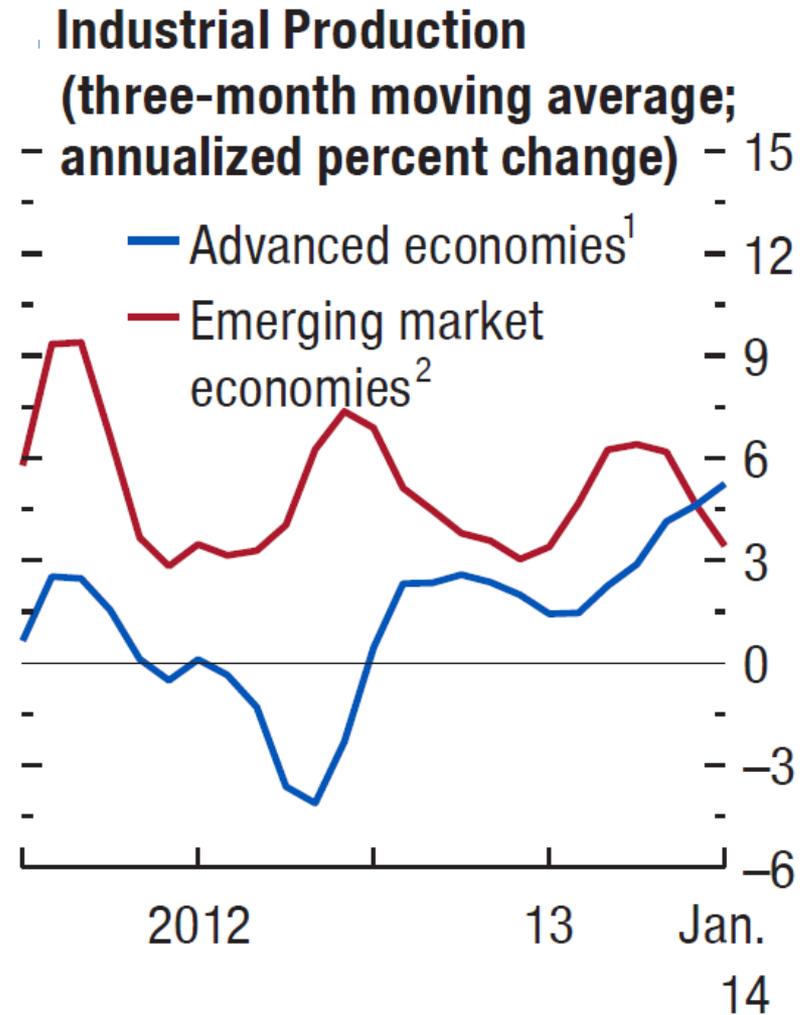
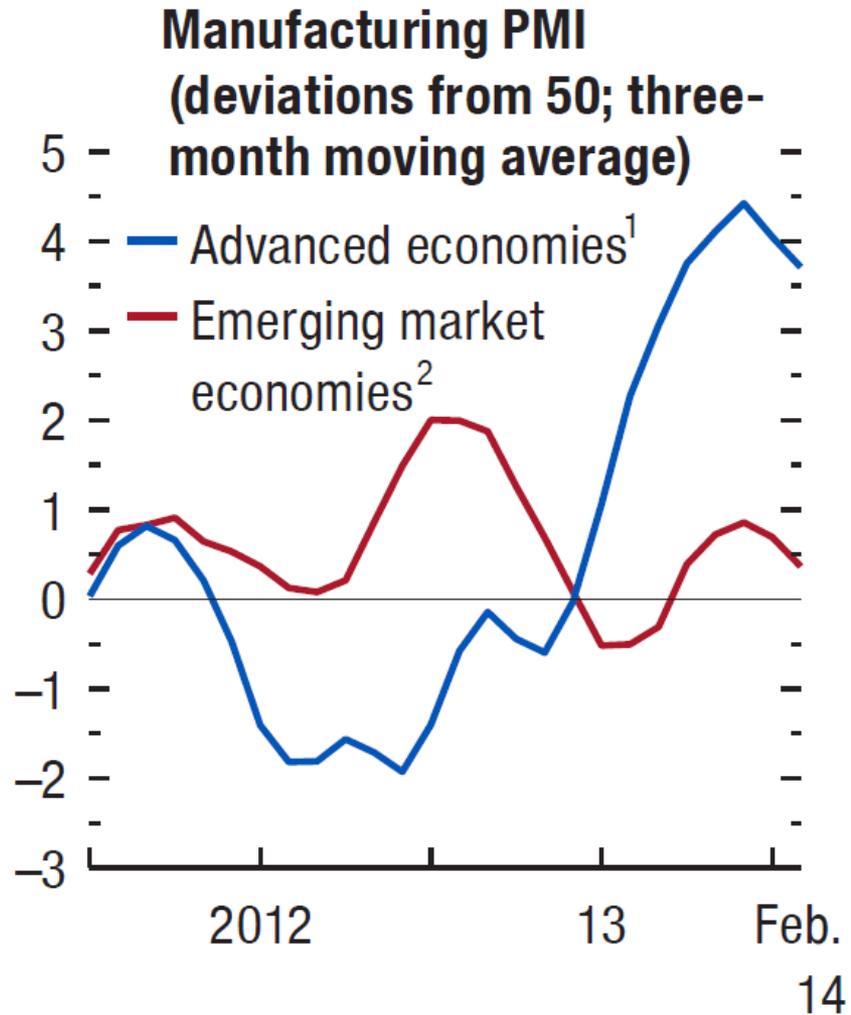
Taux de change nominal effectif



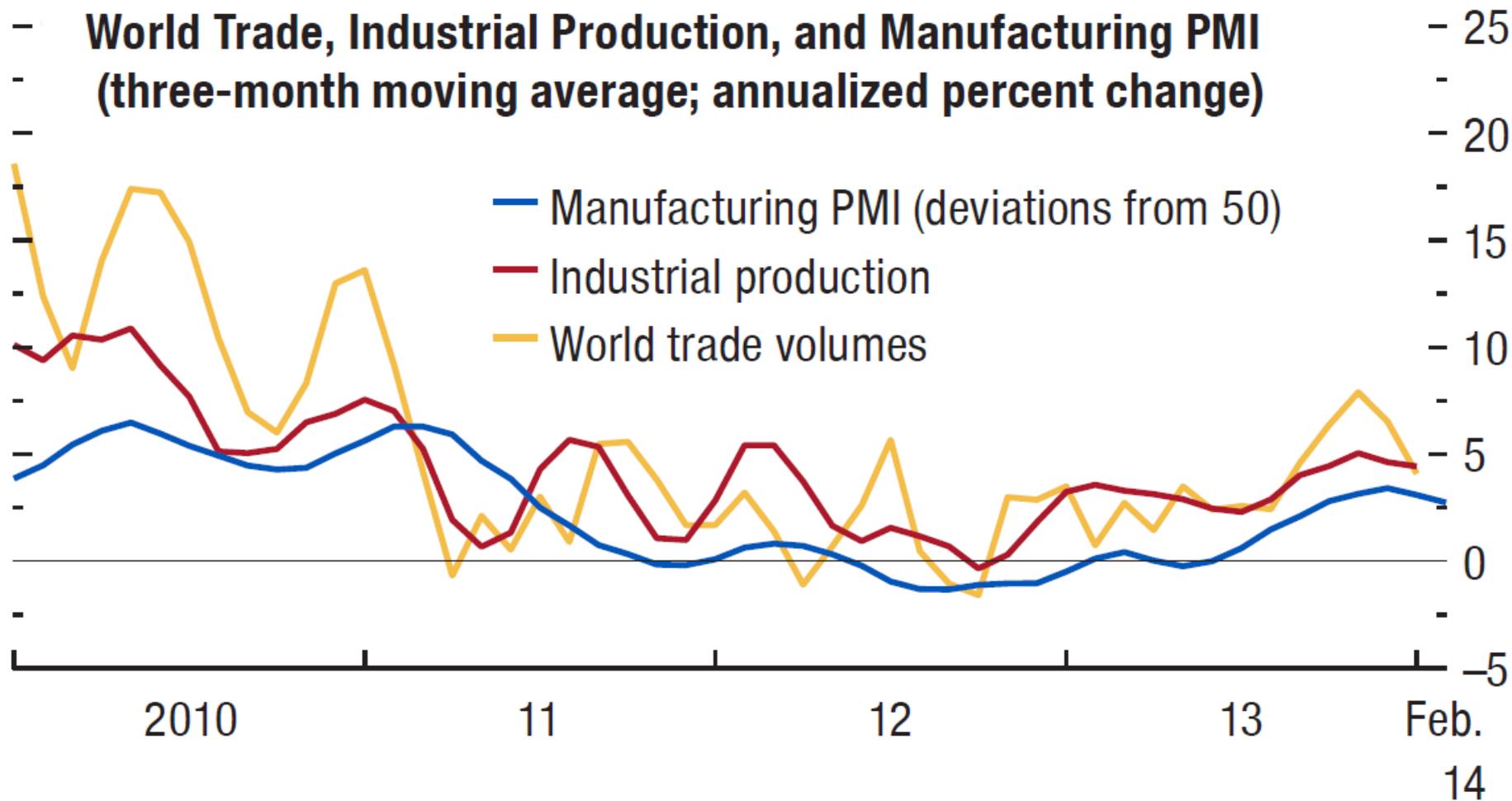
Cependant, un affaiblissement économique des émergents était déjà visible depuis 2010-2011



Malgré une croissance tendancielle plus dynamique, ce ne sont donc pas les émergents qui tirent la reprise mondiale

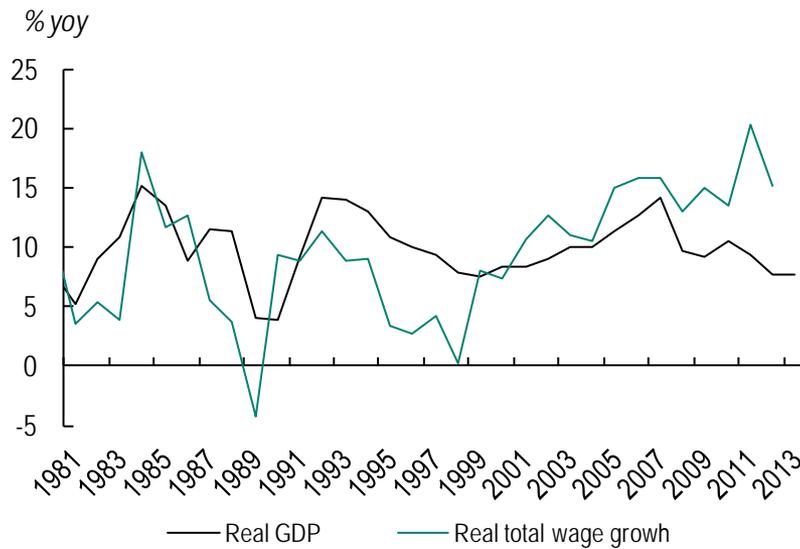


...et le commerce mondial perd de son dynamisme

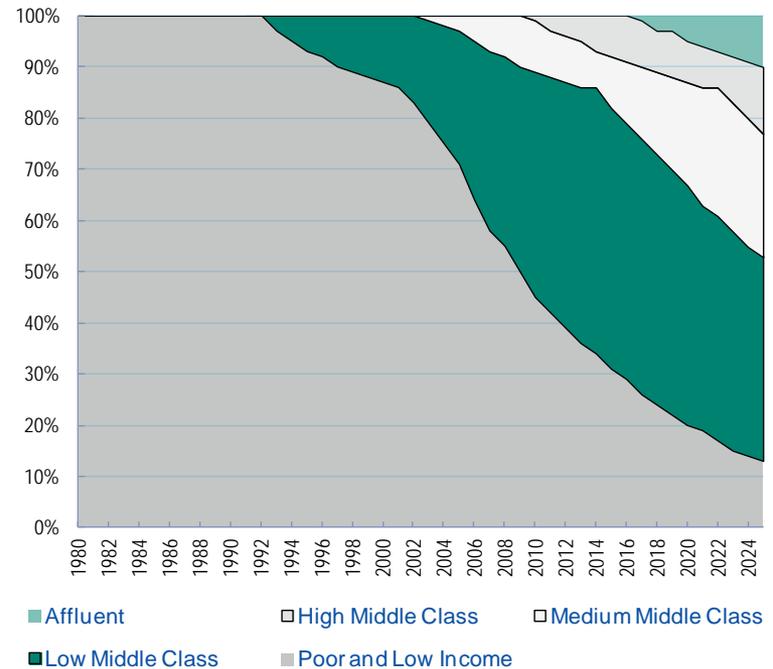


Emergents: des ajustements majeurs en Chine

Chine : croissance du PIB réel et croissance des salaires

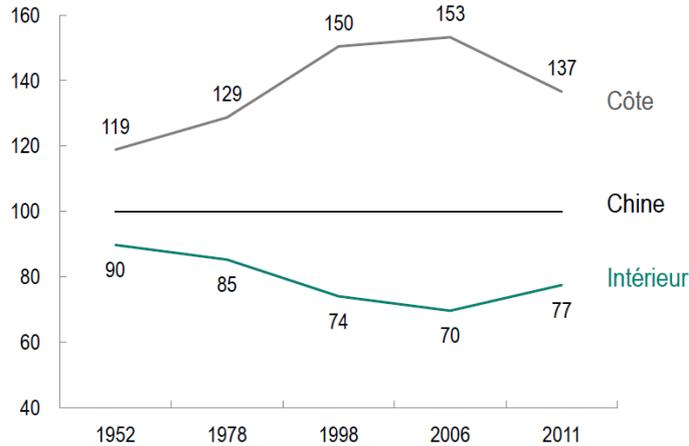


Chine : Structure de la population en 2025



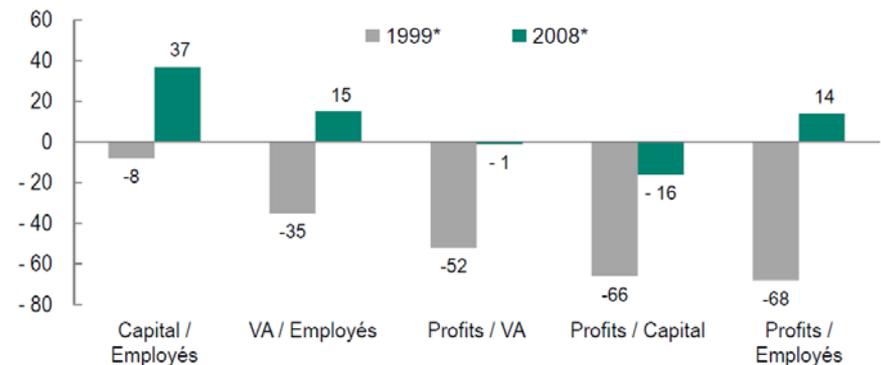
Chine : le rééquilibrage interne ralentit la croissance, mais c'est un facteur de soutenabilité

Chine : PIB par habitant (% de la moyenne nationale) – côte vs inland



Source : Bureau National des Statistiques de RPC, Annuaire.

Chine "Inland" : productivité du secteur manufacturier (% de la moyenne côtière)



Note : moyennes triennales de l'année indiquée et des années précédente et suivante.

Source : Bureau National des Statistiques de RPC, Recensement des entreprises industrielles.

Etats-Unis

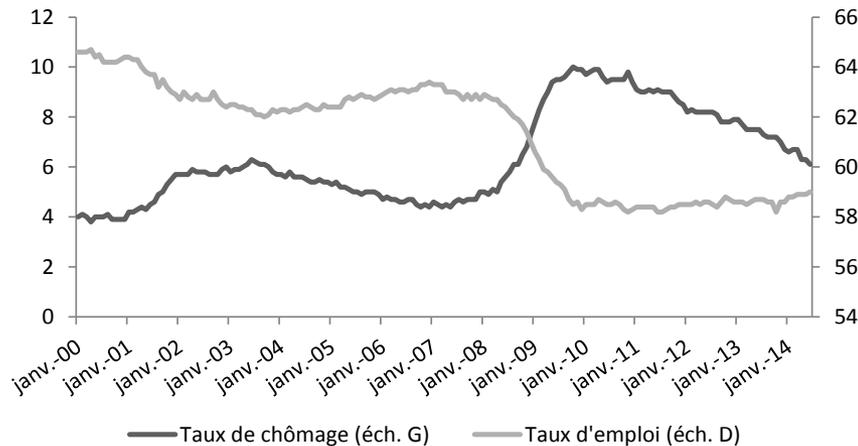
- Une reprise confirmée, le berceau de la reprise mondiale
- Et pourtant, pas d'exubérance
- Evolutions favorables sur le marché du travail
- Retour de la confiance des consommateurs
- Bilans des ménages plus sains (richesse, endettement)
- Bilans des banques plus sains

Etats-Unis

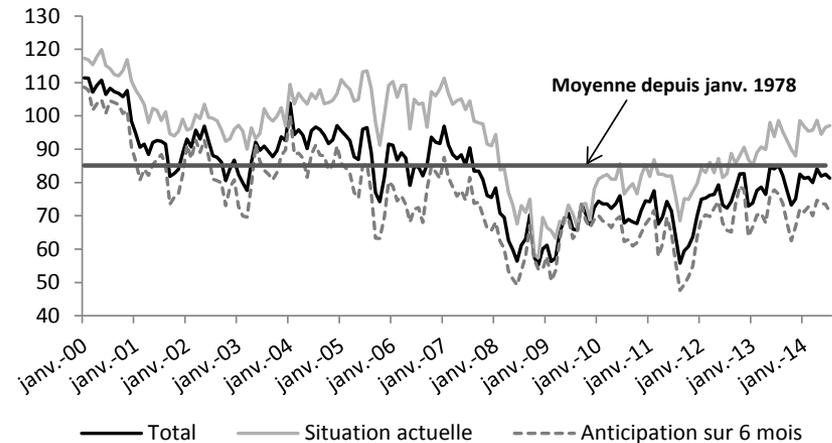
- Un couple croissance / inflation plus confortable
- Policy mix pro-croissance
 - Le « Fiscal drag » passe de $\approx 2\%$ à $\approx 0.5\%$ du PIB
 - La Réserve Fédérale: Janet Yellen and the Labour Markets
 - ...mais attention : « Plan de normalisation » de la politique monétaire de septembre 2014
 - Dollar : amélioration macroéconomique, retournement de la politique monétaire (quand?)
 - Taux d'intérêts à long terme : les risques

Etats-Unis : des évolutions favorables sur le marché du travail, chez le consommateur

US : marché du travail (chômage, emploi)

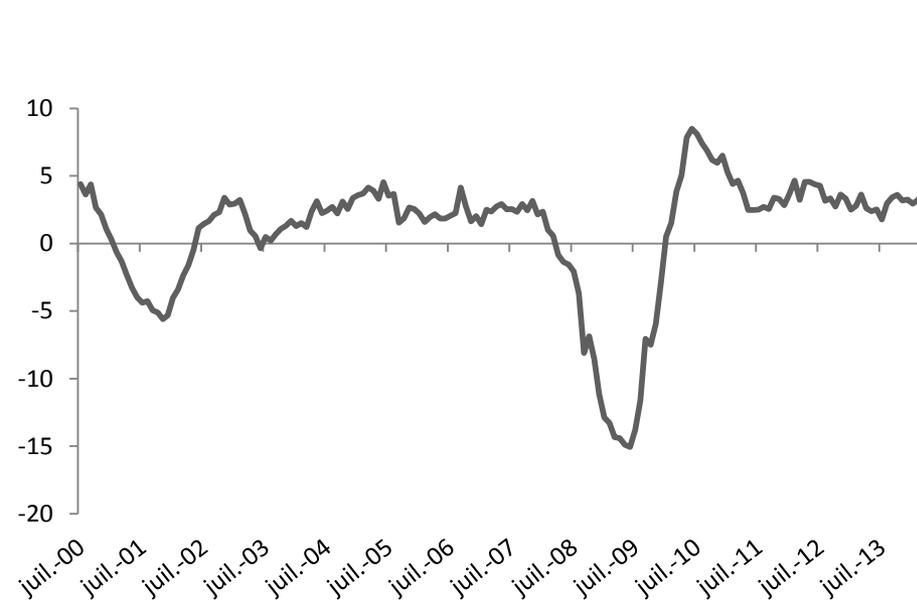


US confiance des ménages

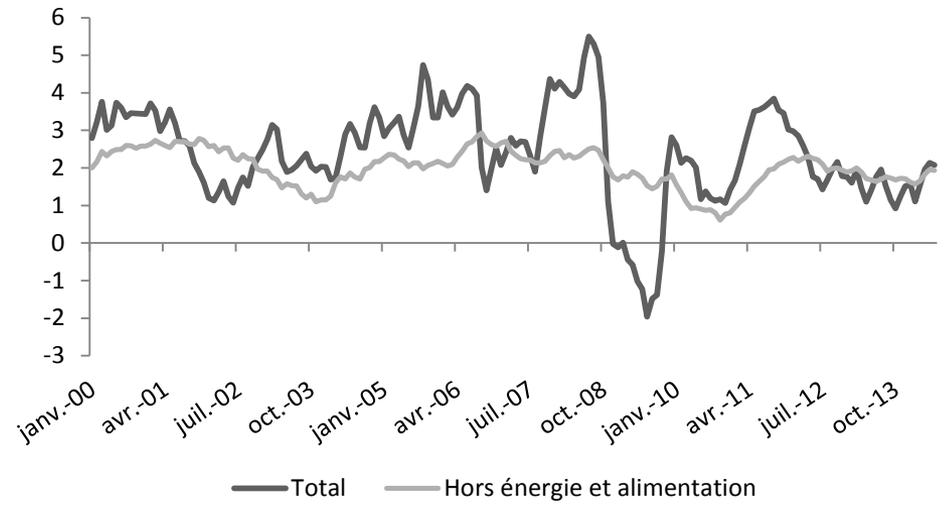


Etats-Unis : le couple croissance/inflation est favorable

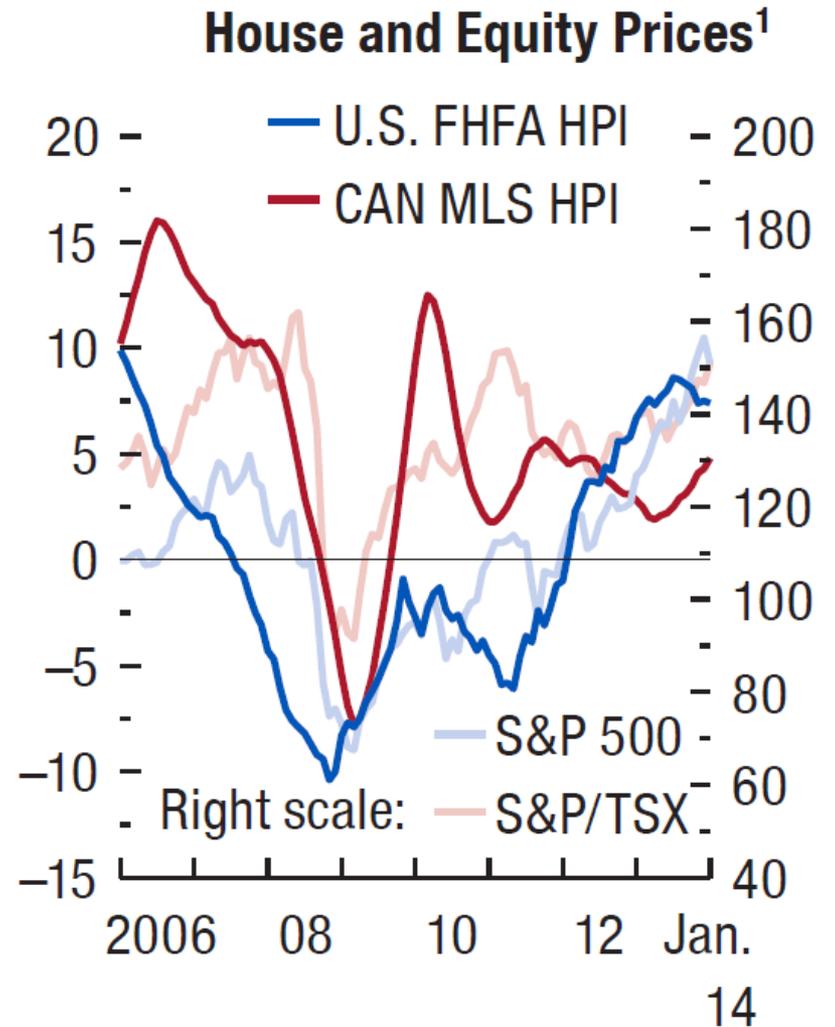
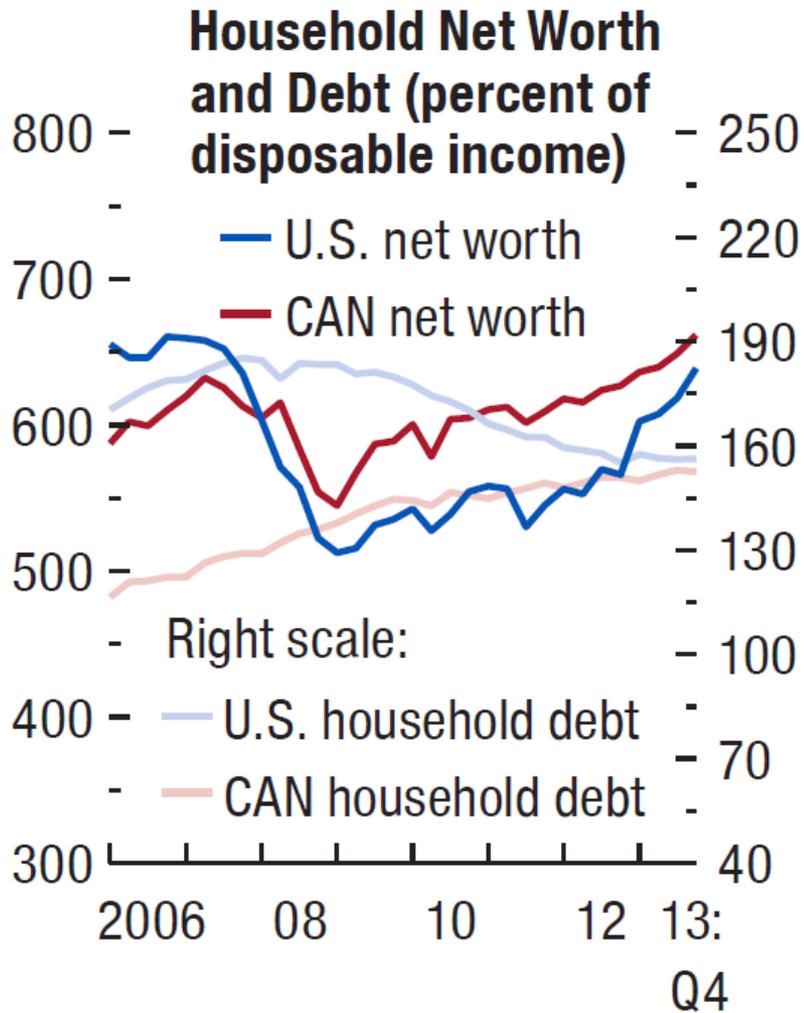
US : Production industrielle



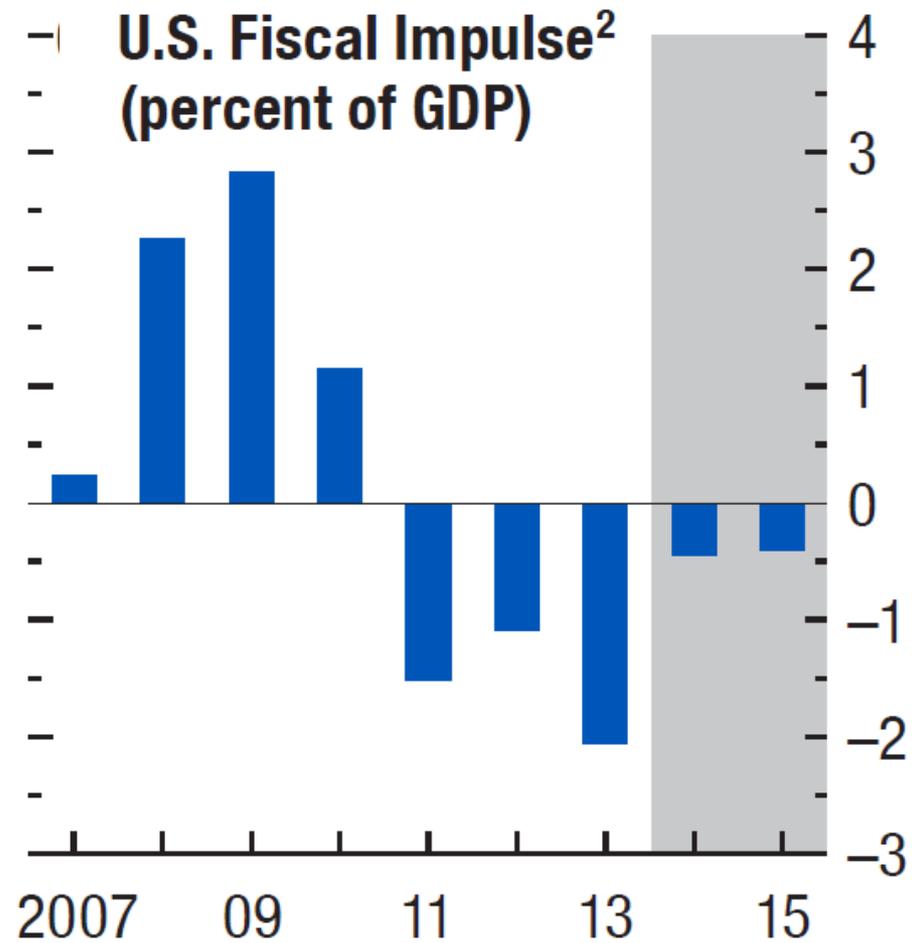
US : Inflation



(données supplémentaires sur les ménages US)



Le policy-mix US est favorable à la croissance



Les conséquences des politiques américaines sur le reste du monde sont importantes

- L'amélioration macroéconomique US devrait être favorable au dollar
- Quid des taux d'intérêt longs : objet de controverse ?
- Le « Tapering » de la Fed est un phénomène complexe (remontée des taux, reverse repos, forward guidance, inversion du QE – dans cet ordre)
- Yellen et le « Plan de normalisation » annoncé en 09/2014

Epilogue sur les Etats-Unis : une divergence frappante avec la zone euro



Source: IMF, CEPII (Brand-Tripier (2014)).

Bilan des risques principaux sur le scénario macroéconomique des émergents et des US

- Ralentissement Chine plus marqué que prévu
(moins de demande extérieure des développés, effet sur les exportateurs de matières premières) – peu probable
- Déséquilibres financiers en Chine (bulle de crédit) – potentiellement « disorderly »
- Tensions géopolitiques (effets déjà visibles avec l'Ukraine)
- Un retour généralisé d'une aversion au risque plus élevée
- Risques haussiers sur les taux longs US
- La « stagnation séculaire » de Larry Summers ?

Seconde Partie

La zone euro

- Une reprise qui s'éémousse, parfois de façon marquée, au « cœur » de la zone
- Inflation : plus faible qu'anticipé, proche de zéro
- Re-fragmentation financière durable (cf ci-dessous)

...mais...

Zone euro

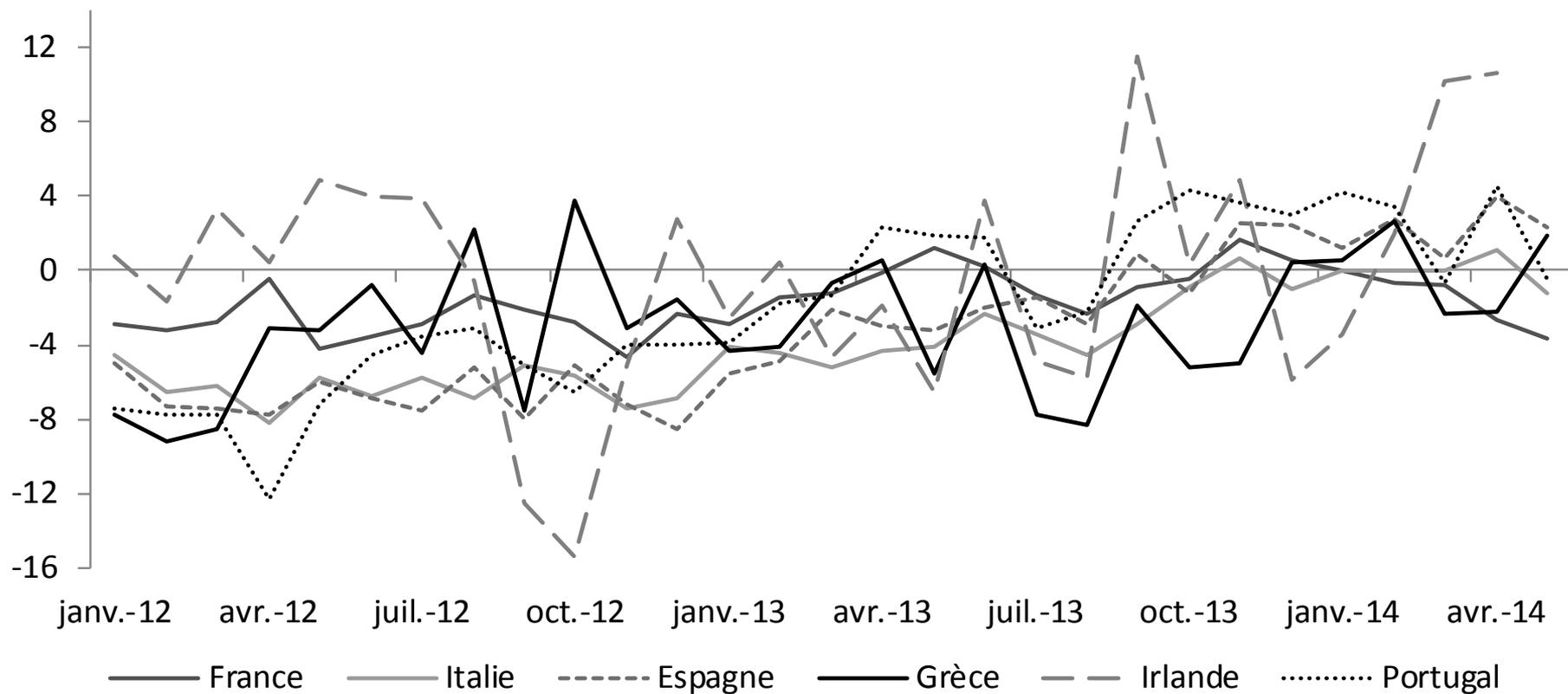
...mais...

- Recomposition des priorités européennes encore en cours – Juncker 2014
- Investissement : le temps des initiatives européennes (Italie, Pologne, et autres)
- Flux nets migratoires : limités, mais dans le bon sens
- BCE : un pas de plus vers le véritable QE « souverain » (mais nous n'y sommes pas encore) – Draghi post Jackson Hole
- Euro: reprise faible et contrastée, BCE...*mais...* excédent accru de la balance commerciale

Points-clé sur les politiques économiques en zone euro

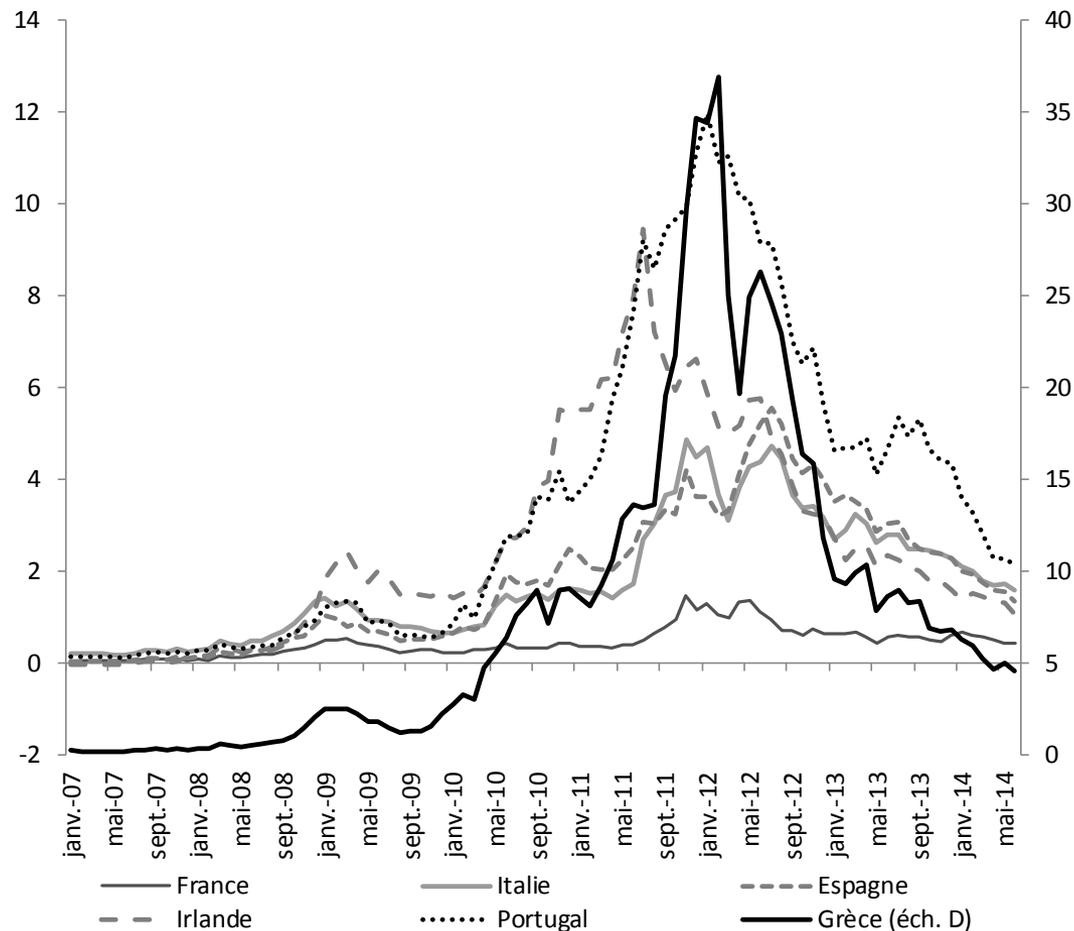
- La BCE face au risque de déflation et au dilemme souverain
- La recomposition Européenne et les priorités de la Commission Juncker
- La dynamique franco-allemande
- Les risques politiques

La performance industrielle des pays de la zone euro est devenue très contrastée – mais croissance en-deçà du potentiel



Retour dans une zone de normalité sur les marchés (ici, souverains)

Zone euro : spreads souverains (10 ans s/ Allemagne)



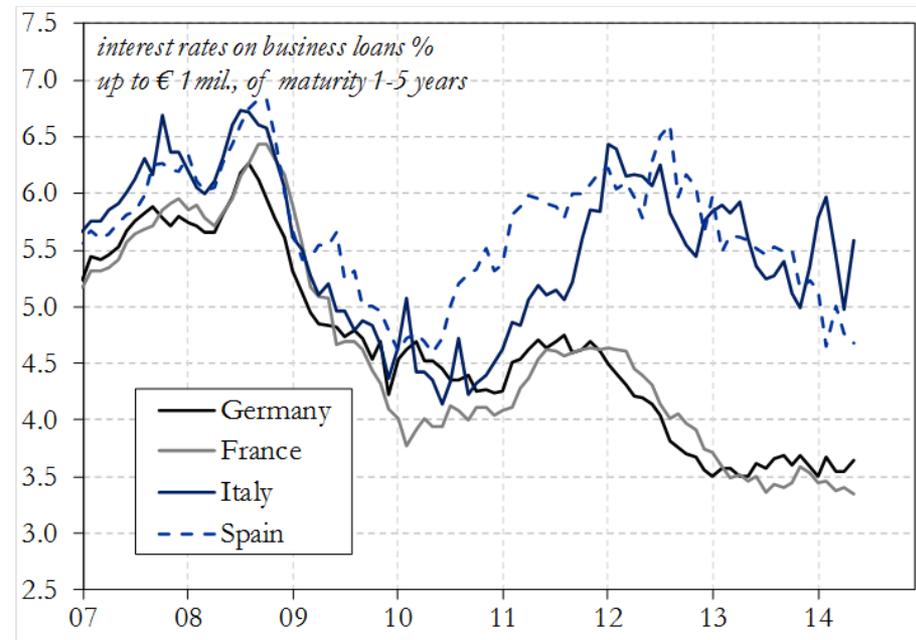
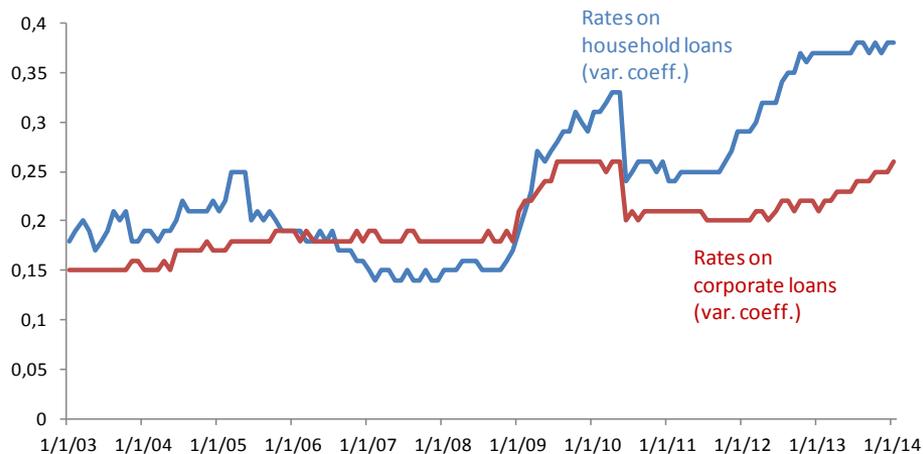
La re-fragmentation financière persiste (ici, différences entre taux d'intérêt de détail)

Coefficient de dispersion des taux d'intérêt de détail (ménages et entreprises)

Taux d'intérêt bancaires aux entreprises

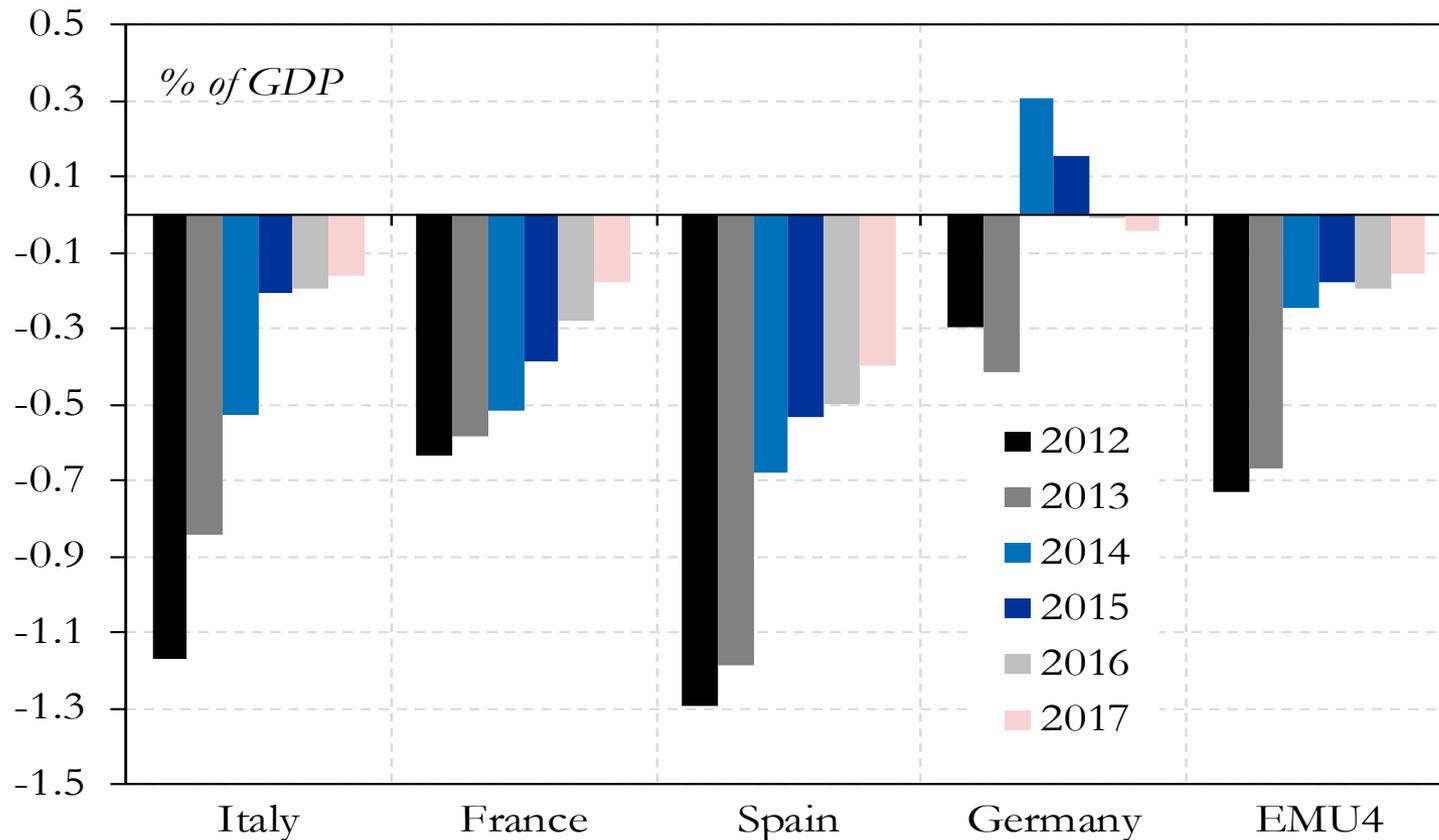
Variation of bank interest rates (EA households): segmentation to stay

(a variation of 0,1 means that retail bank interest rates can vary by 10% across countries)



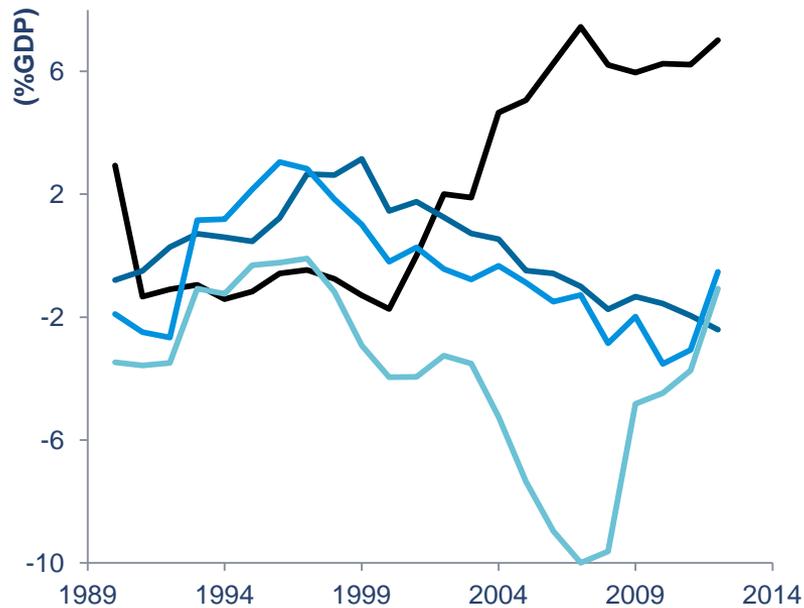
Le débat sur l'austérité fait rage, mais le pire de la consolidation budgétaire est derrière nous

Impact de la consolidation budgétaire sur la croissance du PIB réel



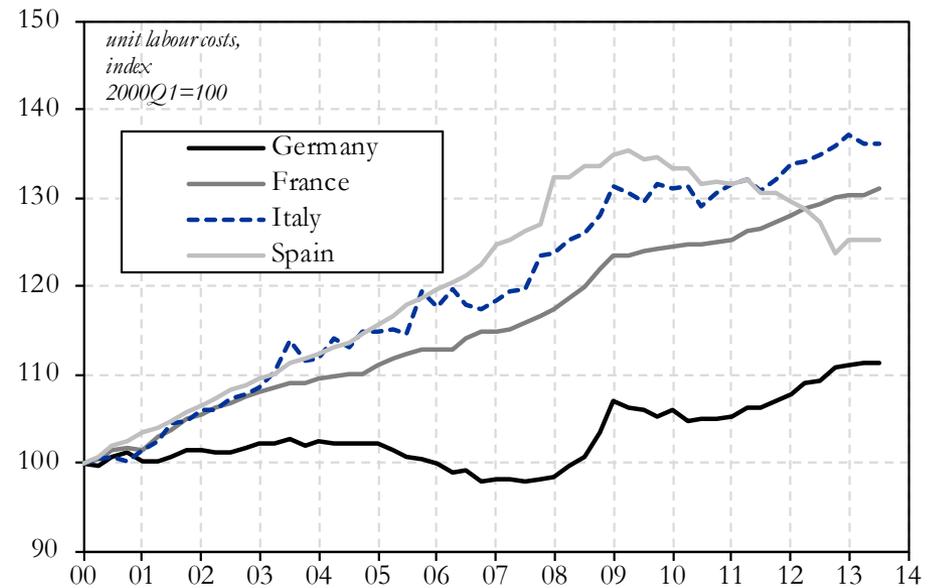
Des ajustements en cours au sein de la zone euro

Balance courante



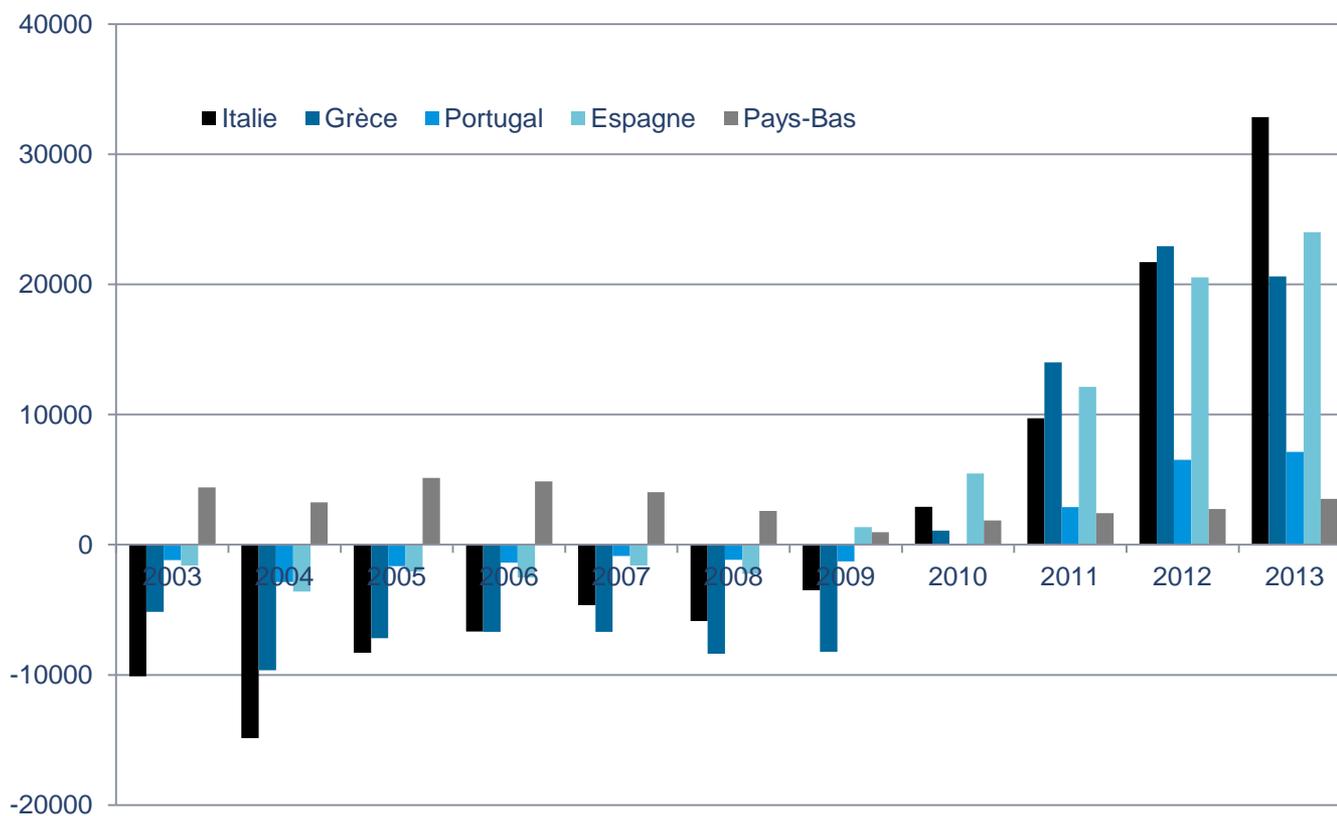
— Allemagne — France — Italie — Espagne

Coût du travail



Les migrations pourront-elles contribuer au rééquilibrage de la zone euro?

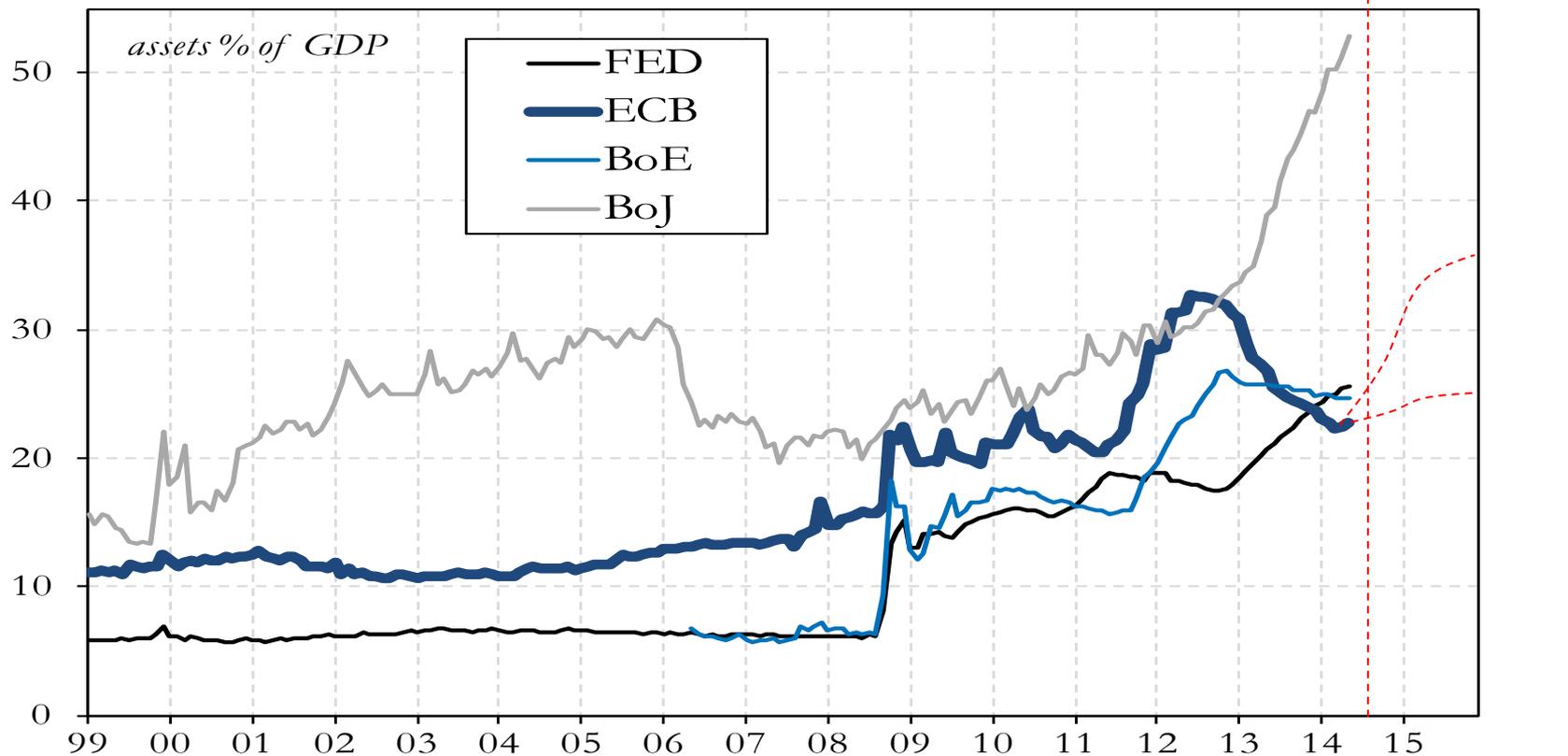
Migrations nettes vers l'Allemagne par nationalité



Les actions composées de la BCE

(efficacité et limites des TLTROs et achats d'ABS)

Taille du bilan des principales banques centrales
(% du PIB)



Source: Central Banks.