

# **L'économie mondiale fragilisée**

**Note de conjoncture – septembre 2015**

**Clément Bouillet**

# L'économie mondiale fragilisée

Croissance mondiale : Attention, fragile !.....	3
---	---

## Marchés internationaux

Le commerce international au cœur des mutations de l'économie mondiale .....	4
Marchés financiers : l'euphorie douchée.....	5
Stabilisation de l'euro, poursuite de la baisse des prix pétroliers .....	6

## Europe

Europe : le redémarrage de la zone euro tire la croissance .....	7
Zone euro : l'embellie se confirme .....	8
Allemagne : la force tranquille.....	9
La reprise se dessine en France.....	10
L'Italie sort la tête de l'eau .....	11
L'Espagne accélère .....	12
Pays-Bas : à la recherche du second souffle .....	13
Royaume-Uni : normalisation de la croissance .....	14
Russie : l'économie s'effondre .....	15
Pologne : le bon élève .....	16

## Amérique du nord

Amérique du Nord : le Canada flanche .....	17
La crise est finie aux Etats-Unis.....	18
Canada : coup de froid.....	19

## Amérique latine

Amérique latine : un continent à la dérive .....	20
Brésil : la fête est finie.....	21
Mexique : la croissance ralentit.....	22

## Asie-Océanie

Asie-Océanie : le ralentissement chinois pénalise la zone.....	23
Chine : un colosse aux pieds d'argile.....	24
Le Japon ne s'en remet pas.....	25
L'Inde maintient le cap .....	26
Australie : la croissance faiblit.....	27
Corée du Sud : moins bien que prévu.....	28

## **Afrique-Moyen Orient**

Afrique-Moyen Orient : une croissance inégale.....	29
Turquie : peut mieux faire .....	30

## **Vue d'ensemble**

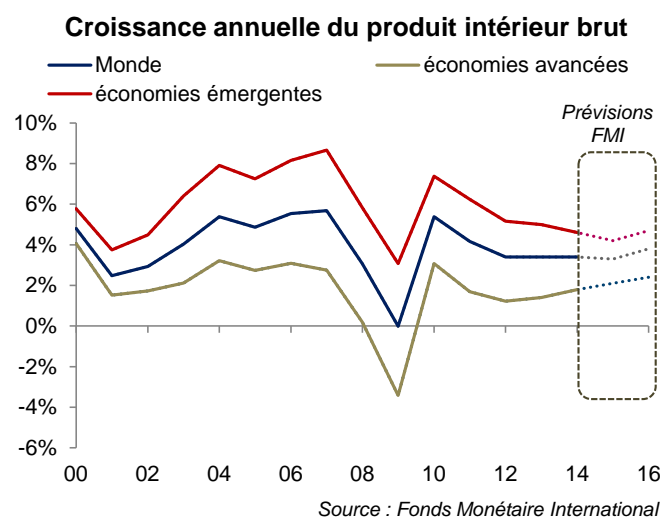
Croissance.....	32
Comptes extérieurs.....	33
Dettes publiques.....	34
Soldes publics.....	35
Inflation .....	36
Taux de chômage .....	37

# Croissance mondiale : attention, fragile !

Les difficultés de l'économie mondiale à retrouver son rythme d'avant crise sont le fruit de deux tendances opposées. D'un côté, les économies développées confirment leur redressement, tandis que les économies émergentes montrent des signes de faiblesse. Dans ce contexte, la croissance mondiale devrait être légèrement inférieure à celles des années précédentes.

## La croissance mondiale faiblit

En 2015, la croissance mondiale devrait être légèrement inférieure aux trois dernières années (3,3% contre 3,4%), selon les dernières prévisions du Fonds monétaire international.



Alors qu'elles étaient depuis plusieurs années le talon d'Achille de la croissance mondiale, les économies avancées connaissent un renforcement progressif de l'activité (+2,1% en 2015 selon le FMI), grâce notamment au redémarrage de la zone euro, et dans une moindre mesure du Japon. Aux Etats-Unis, la croissance reste solide (+2,5%), malgré un mauvais début d'année, de même qu'au Royaume-Uni (+2,4%).

En revanche, les économies émergentes continuent de s'affaiblir. En cause, le ralentissement de la Chine, probablement sous-estimé par les chiffres officiels, mais pas seulement.

La Russie, en pleine récession, essuie les conséquences du conflit ukrainien et les contraintes structurelles qui pèsent sur son économie. Le Brésil, au cœur d'une région à la dérive, voit les difficultés se multiplier (ralentissement de la Chine, baisse des prix du pétrole, accélération de l'inflation, etc.).

Parmi les « BRIC », seule l'Inde garde le cap, et devrait à nouveau enregistrer une croissance supérieure à 7% cette année.

## De nombreux facteurs de risque

La stabilité financière et la croissance de l'économie mondiale sont menacées par plusieurs facteurs de risque majeurs.

L'imminence du resserrement de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et son potentiel de déstabilisation inquiètent. La hausse de ses taux directeurs, qui a été repoussée probablement à décembre, cristallise les attentions, notamment dans les économies émergentes en proie à des fuites de capitaux.

Dans la zone euro, la Banque centrale européenne laisse infuser l'idée que l'ampleur et la durée de ses mesures de soutien à l'économie pourraient être augmentées. La reprise est encore naissante dans plusieurs pays, le niveau de l'inflation demeure faible et les facteurs de tensions se sont multipliés ces derniers mois.

Les difficultés des économies émergentes et notamment de la Chine ont provoqué une onde de choc sur les marchés financiers. Par ailleurs, les nouveaux développements de la crise en Grèce font resurgir de manière récurrente la menace d'une sortie de la zone euro et de ses conséquences imprévisibles, en dépit de l'engagement européen du nouveau gouvernement Tsipras.

La chute des cours des matières premières est également un facteur déstabilisant, et ce à plusieurs titres. Outre le ralentissement et la déformation de la dynamique des prix qu'elle a provoqués, la chute des cours alimentaires et énergétiques pénalise l'activité et l'investissement dans les économies les plus exposées, et, par ricochet, la stabilité de leurs comptes publics et extérieurs. Là encore, les économies émergentes apparaissent particulièrement exposées.

# Le commerce international au cœur des mutations de l'économie mondiale

Depuis plusieurs années, la croissance de l'économie mondiale est moins créatrice d'échanges internationaux. Ce phénomène est le fruit d'une série de facteurs dont la nature augure de changements durables dans l'évolution des flux économiques et financiers internationaux.

## La mondialisation des économies

Durant les années qui ont précédé le déclenchement de la crise financière, la croissance des économies développées et émergentes s'est accompagnée d'une progression dynamique de leurs échanges avec l'extérieur. Leur ouverture grandissante a fait de la compétitivité et de l'accès aux marchés de capitaux un pilier de leur santé économique et financière.

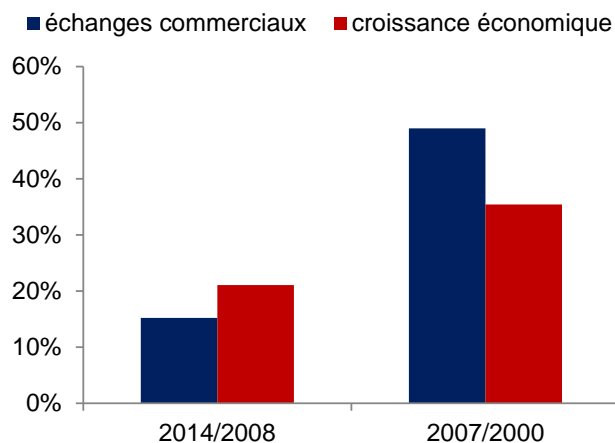
Cette intensité croissante des échanges internationaux a renforcé l'interdépendance des économies. Ce dynamisme répondant largement à une logique de proximité géographique, les nations sont tributaires du cycle économique de leurs voisins. Mais les principales puissances commerciales mondiales, par leur capacité à commercer au-delà de leur région d'appartenance, constituent pour leurs continents des fenêtres ouvertes sur le monde et jouent un rôle de courroie de transmission de la croissance mondiale.

Dans la zone euro, l'économie allemande joue ce rôle de locomotive depuis la création de l'union économique et monétaire. Sur le plan des échanges intra-zone, l'Allemagne est le principal partenaire commercial de huit autres pays membres (France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Grèce, Luxembourg, Slovaquie, Slovénie). Sur le plan des échanges commerciaux extra-zone, le constat est le même : près de 40% des exportations vers les économies hors zone euro proviennent d'Allemagne.

## Rééquilibrage des échanges et stabilité financière

Au poids croissant du commerce extérieur dans les comptes nationaux, s'est ajoutée l'hypersensibilité des flux d'importations et d'exportations à la croissance mondiale durant la période d'avant crise. Depuis plusieurs années, cette élasticité faiblit. Entre 2000 et 2007, le PIB mondial a progressé de 35%, tandis que le volume d'échanges internationaux de biens et services a progressé de 49%. Entre 2008 et 2014, le commerce a progressé de seulement 15%, pour 21% de croissance. On peut avancer plusieurs facteurs explicatifs de ce phénomène qui témoignent des mutations de l'économie mondiale.

## Commerce international et croissance



Sources : Datastream, CPB, FMI

Tout d'abord, on peut mettre en avant que les échanges internationaux ont une forte teneur en produits manufacturés. Or, la part de la valeur ajoutée manufacturière baisse au profit de secteurs abrités, y compris désormais dans les économies émergentes.

Ensuite, les désordres nés des déséquilibres courants des économies périphériques de la zone euro ont rappelé avec brutalité que la stabilité financière dépendait de la santé de leurs comptes extérieurs. La substitution de la production domestique au recours aux importations et la restructuration de leur appareil productif pèse sur leur demande extérieure nette. Aux Etats-Unis, le secteur manufacturier a été un contributeur majeur de la croissance dans les années d'après crise, et la politique d'indépendance énergétique a été un puissant facteur de rééquilibrage extérieur.

Enfin, les grandes nations épargnantes (Japon, Allemagne, Chine) semblent s'affranchir progressivement de leur modèle de croissance basé sur la contribution du commerce extérieur, au profit de la consommation domestique, davantage tirée par la progression des salaires.

Si le commerce mondial devait bénéficier du réveil attendu de la croissance dans la zone euro dans les années à venir, il ne devrait néanmoins pas retrouver la vigueur qui fut la sienne durant la décennie précédente.

# Marchés financiers : l'euphorie douchée

Alors que les principaux indices boursiers avaient fortement progressé (et sans à-coups) en début d'année dans le sillage des annonces de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne, la multiplication des facteurs de tensions a favorisé le retour de la volatilité. Côté obligataire, les taux souverains ont brusquement augmenté en mai.

## En attendant la Fed...

Les économies des principales banques centrales mondiales évoluent toujours en ordre dispersé. Dans la zone euro, l'assouplissement quantitatif de la politique monétaire, annoncé le 22 janvier par la Banque centrale européenne et entamé le 11 mars, pourrait être prolongé si le besoin s'en fait sentir. Même son de cloche au Japon, où les programmes d'achats d'actifs pourraient être étendus dans un futur proche.

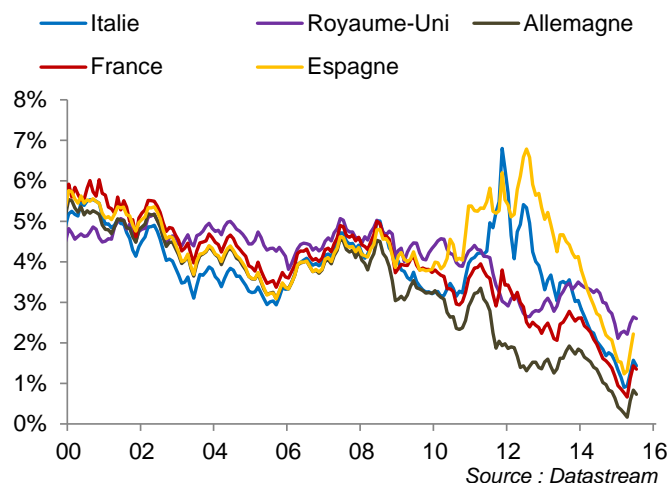
Au Royaume-Uni et aux États-Unis, en revanche, les interrogations portent davantage sur les modalités de sortie des mesures expansionnistes, à l'œuvre depuis huit ans. Il faudra sans doute attendre 2016 pour que la Banque d'Angleterre annonce un premier resserrement de sa politique monétaire.

Aux États-Unis, l'agitation autour du ralentissement chinois, la faiblesse des prix et le manque de vigueur de l'emploi ont poussé la Réserve fédérale américaine à temporiser. Le 17 septembre, sa présidente Janet Yellen a annoncé que le Comité de politique monétaire de la Fed avait décidé du maintien des taux directeurs à 0,25%.

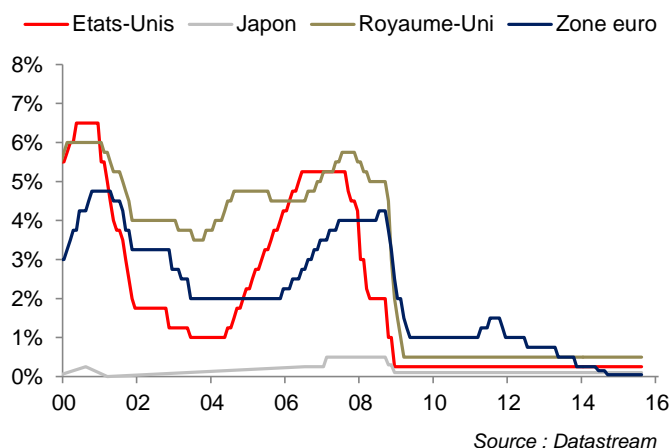
allemands ont tutoyé pendant quelques jours des territoires négatifs.

En mai, un réajustement rapide à la hausse de plusieurs dizaines de points de base a cependant eu lieu. La Banque centrale européenne s'est montrée relativement impassible devant cette remontée qui semblait devoir arriver. Pour l'instant, le financement des États demeure (très) bon marché, malgré le faible niveau de l'inflation, et les spreads (écarts entre taux) restent resserrés.

Taux longs souverains



Taux directeurs



## Taux souverains : le saut de chaîne

Dans les semaines qui ont suivi les annonces de rachats de dette publique de la Banque centrale européenne, les taux souverains ont poursuivi leur baisse. Les taux longs

## Retour de la volatilité sur les marchés actions

Après une fin d'année 2014 plutôt agitée, les annonces de Quantitative easing de la Banque centrale européenne avaient ramené un peu de sérénité sur les marchés d'actions.

La résurgence de la crise grecque, le dégonflement de la bulle financière chinoise et le manque de lisibilité de la stratégie de la Réserve Fédérale ont mis un terme à la hausse tranquille des marchés boursiers. Pour l'instant, aucune direction claire ne semble devoir être prise, et il semble que la volatilité est de retour. Dernier événement en date : la crise de confiance qui frappe Volkswagen a contaminé dans une certaine mesure les autres valeurs boursières.

# Stabilisation de l'euro, poursuite de la chute des prix pétroliers

Les anticipations du premier resserrement de la politique monétaire américaine depuis le début de la crise agitent les marchés de change, en particulier les monnaies émergentes. L'euro semble en revanche se stabiliser depuis quelques mois. L'affaiblissement du prix des matières premières, et notamment énergétiques (pétrole, gaz), s'est confirmé.

## L'euro, au plus bas depuis 11 ans

Le taux de change de l'euro a connu une forte baisse durant la période entourant les annonces de Quantitative easing de la Banque Centrale européenne. Après avoir touché un plus bas au cours de 1 € = 1,05 \$ courant mars, l'euro a connu une légère remontée ensuite, oscillant autour de 1,10 \$, et approche désormais de 1,15\$.

L'appréciation du dollar est beaucoup plus marquée face à la plupart des devises émergentes (peso mexicain, livre turque, real brésilien, rouble, etc.) et traduit l'intensification des mouvements de capitaux à l'approche du resserrement monétaire que la Réserve Fédérale tarde à annoncer.

Le yuan a été dévalué de 4% par les autorités monétaires chinoises suite à l'éclatement de la bulle financière. Pour l'instant, il semble abusif de dire que la Chine se lance dans une guerre des monnaies, dans la mesure où cet ajustement correspond à peine à la dépréciation subie par ses partenaires commerciaux régionaux. La situation de la Chine pourrait encore évoluer, face aux incompatibilités de long terme dont souffre sa position monétaire, sur lesquelles nous reviendrons.

Taux de change eurodollar

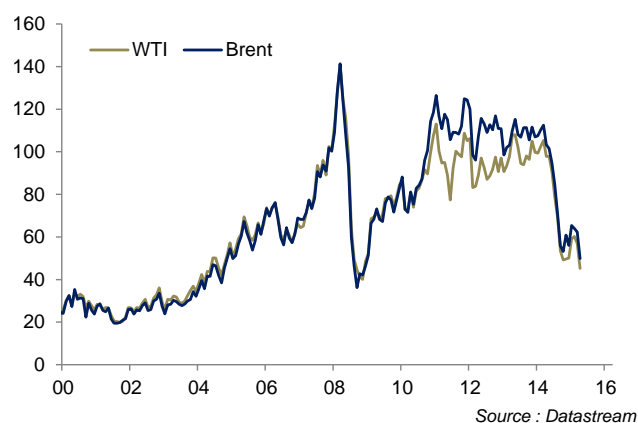


## Contre-choc pétrolier et baisse généralisée des matières premières

Les cours des matières premières s'effondrent depuis un an. Le baril de pétrole WTI oscillait mi-septembre autour de 45 dollars (contre 90 dollars un an plus tôt), après

avoir touché un point bas fin août en dessous du seuil de 40 dollars. Le ralentissement de la croissance émergente et l'excès du niveau de production favorisent l'affaiblissement des prix. Sur la période récente, la production américaine s'est tassée (elle reste au-dessus de sa tendance de longue période). Le nombre de faillites dans le secteur augure toutefois d'une poursuite de la chute de la production US, ce que confirment les projections de l'agence internationale de l'énergie. Le gaz naturel est quant à lui de retour à son plus bas niveau depuis 2009.

Cours du pétrole en dollars



L'effondrement des cours du pétrole et des hydrocarbures a des conséquences importantes. Pour les économies exportatrices, ce mouvement est déstabilisant à la fois pour les finances publiques et les comptes extérieurs. Pour les pays importateurs, elle crée une déformation transitoire de la structure des prix.

Les cours des métaux précieux sont également pour la plupart en net repli depuis plusieurs mois (nickel, platine, aluminium), même si pour certains la chute était déjà engagée depuis plusieurs années (or, argent).

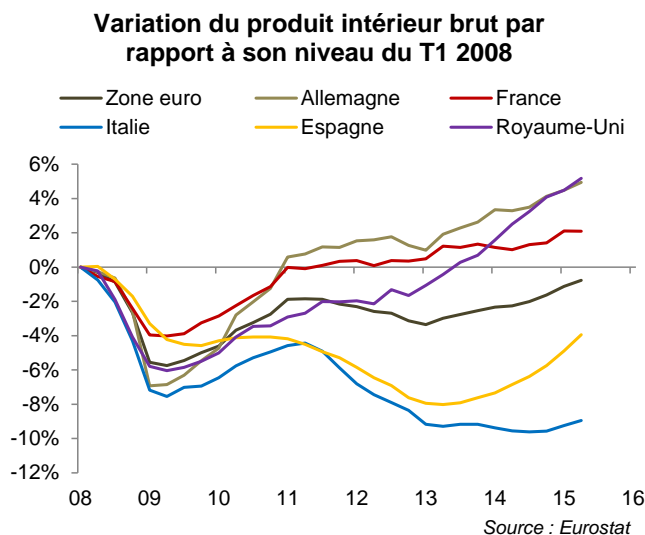
Les déterminants des prix alimentaires étant nombreux, l'évolution de leurs cours est plus inégale. Tandis que certains (avoine, soja, blé) ont connu un fort recul sur les derniers mois, certains résistent mieux (cacao, maïs, riz).

# Europe : le redémarrage de la zone euro tire la croissance

En Europe de l'ouest, la croissance se renforce doucement grâce au redémarrage de la zone euro, qui pourrait atteindre (voire dépasser) 1,5% de croissance en 2015, tandis que l'économie britannique, quoique solide, connaît un léger ralentissement. En Europe centrale, les économies intégrées à l'Union européenne restent dynamiques, alors que plus à l'est, le conflit ukrainien a provoqué une chute de l'activité en Russie et chez ses partenaires.

## La zone euro décolle enfin

Le renforcement de la croissance amorcé en 2014 dans la zone euro se confirme. Les principales économies de l'Union économique et monétaire devraient toutes voir l'activité accélérer en 2015. Alors que l'Allemagne surnage depuis plusieurs années, le redémarrage progressif de la France, de l'Italie, des Pays-Bas et la résurrection de l'Espagne permettront à la croissance de la zone euro d'atteindre environ 1,5%, après 0,8% en 2014.



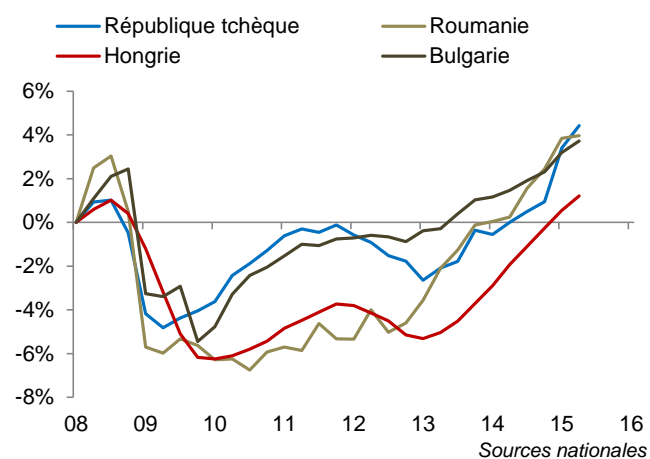
Malgré des progrès, la hausse de l'activité apparaît relativement timide au regard des facteurs favorables dont bénéficie la zone euro et invite à s'interroger sur sa capacité à générer de la croissance. En effet, la conjonction de l'assouplissement monétaire de la Banque centrale européenne, de la baisse de l'euro et de la baisse des prix des matières premières constitue un soutien de poids dont le caractère est transitoire.

Au Royaume-Uni, la normalisation de la croissance devrait déboucher sur une progression plus modérée de l'activité cette année, qui resterait solide autour de 2,5%.

Le taux de chômage bénéficie de ce regain d'activité en Europe de l'ouest, dans un climat de réformes tous azimuts du marché du travail.

En Europe centrale, les économies intégrées à l'Union européenne connaissent un niveau de croissance élevé (Pologne, République tchèque, Roumanie), bénéficiant de leurs relations commerciales privilégiées avec l'Allemagne.

## Variation du produit intérieur brut par rapport à son niveau du T1 2008



## Les économies d'Europe de l'est touchées par le conflit ukrainien

Plus à l'est, le bilan est largement moins bon. Les conséquences du conflit ukrainien ont plongé les économies de la région en récession.

La Russie, qui a échappé de peu à la récession en 2014, traverse une phase de contraction sévère de l'activité sur fond de crise monétaire. La Biélorussie est également en difficulté, pâtissant de la chute de son principal partenaire commercial. En Ukraine, l'activité économique continue de s'effondrer.



# Zone euro : l'embellie se confirme

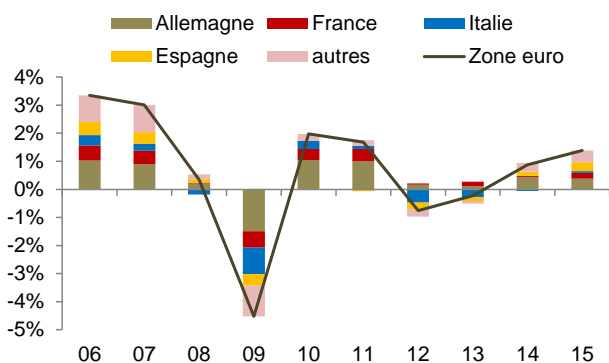
Après être sortie de récession en 2014 (+0,9%), l'économie de la zone euro accélère. La croissance devrait avoisiner 1,5% en 2015, portée par le redémarrage de l'Espagne et la solidité de l'Allemagne. En France, en Italie et aux Pays-Bas, l'activité se renforce également. Les conditions particulièrement favorables entourant ces progrès appellent toutefois à un optimisme mesuré.

## La croissance se renforce doucement...

Portée par la renaissance espagnole et la solidité de l'économie allemande, la croissance dans la zone euro continue de se renforcer. La production a progressé de 0,5% (t/t) au T1, puis de 0,4% au T2. En 2015, la croissance devrait approcher 1,5%.

Le taux de chômage poursuit son reflux (10,9% en juillet). La dynamique des prix reste très affaiblie du fait de la baisse des prix des matières premières. On note toutefois un renforcement plutôt rassurant de l'inflation sous-jacente depuis quelques mois après plusieurs années de ralentissement, en ligne avec les progrès de la zone euro sur le front de la croissance.

## Contributeurs de la croissance de la zone euro



\*Pour l'année 2015, le calcul repose sur les deux premiers trimestres

Sources : Datastream, Eurostat, calculs CEP Groupe ALPHA

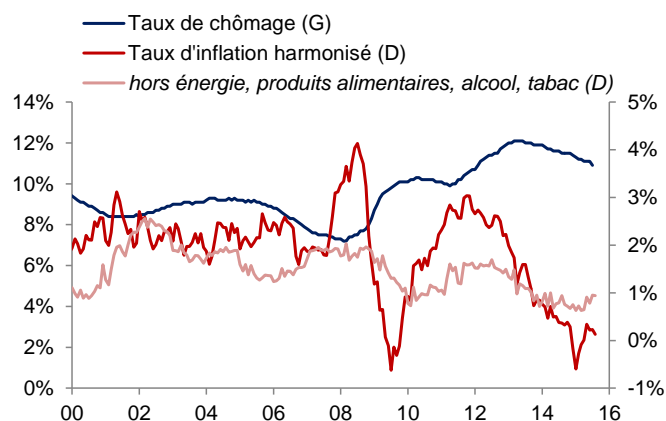
Dans le sillage de la fin d'année 2014, la consommation des ménages a confirmé son rôle moteur dans le redémarrage européen, alors que les dépenses publiques repartent doucement.

Si l'investissement a de nouveau chuté au T2 (-0,5% t/t) après une nette accélération au T1 (+1,4%), une dynamique plus soutenue semble s'être installée au vu des données en glissement annuel.

Le redémarrage de la demande interne de la zone euro est également perceptible sur le plan extérieur. Le volume des importations redémarre et fait désormais jeu égal avec les exportations (+5,2% a/a au T2). Malgré cela, les excédents commerciaux augmentent, alimentés par le changement de rapport de prix entre importations

et exportations dû à la chute des cours des matières premières.

## Inflation et chômage dans la zone euro



Sources : Datastream, Eurostat

La forte baisse de l'euro qui avait accompagné les annonces du Quantitative Easing de la BCE s'est achevée en mars, après avoir atteint un creux à 1 € = 1,05 \$. Depuis, l'euro s'est renforcé. Malgré ce rebond, le taux de change réel effectif de la zone euro reste nettement plus faible qu'il y a un an.

## ... malgré les tensions

Sur le plan politique, la zone euro a connu un été agité par la résurgence de la crise grecque, qui a débouché sur l'adoption d'une feuille de route contraignante. Et ce, malgré les réticences des citoyens grecs, exprimées par la victoire du « non » au referendum organisé le 5 juillet, à subir un nouveau tour de vis budgétaire. Après les élections du 20 septembre, le nouveau gouvernement grec paraît engagé dans la mise en œuvre de la feuille de route.

Au-delà des dissensions politiques apparues entre les dirigeants des pays européens durant les négociations, la résolution de la crise économique en Grèce reste un parcours d'obstacles. Malgré l'effondrement de la demande domestique, les déficits commerciaux persistent, la dette externe, notamment publique, apparaît de moins en moins soutenable, et les mécanismes d'ajustement de la compétitivité qui fonctionnent ailleurs ne raniment pas l'économie grecque.

# Allemagne : la force tranquille

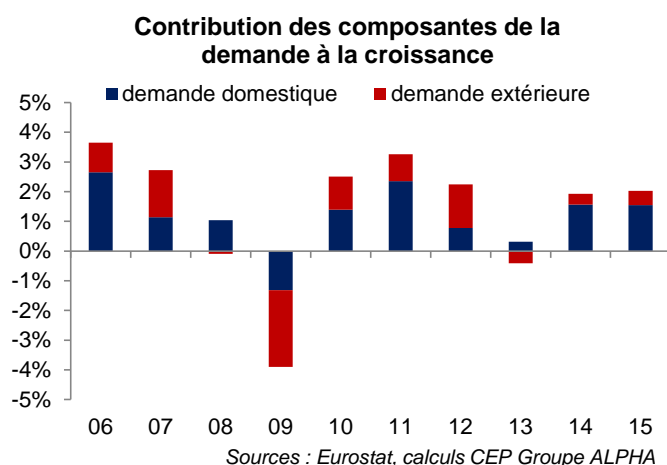
En 2015, la croissance de l'activité allemande devrait avoisiner sa performance de l'année dernière (+1,6%). Alors que la demande émergente ralentit, l'Allemagne prouve à nouveau sa capacité de résilience. Tandis que la consommation des ménages bénéficie de la hausse des salaires et tire la demande domestique, les exportations bénéficient du redémarrage de la zone euro.

## L'économie allemande garde le rythme

L'économie allemande semble avoir trouvé son rythme de croisière durant le premier semestre (+0,3% t/t au T1, +0,4% t/t au T2), dans la lignée de 2014 qui a vu l'activité croître de 1,6%. En 2015, le niveau de croissance devrait être sensiblement le même, l'acquis étant de 1,2% au T2.

Le taux de chômage poursuit son lent repli et affiche désormais un niveau inférieur à 6,5% de la population active. En revanche, le niveau de l'inflation continue de subir la baisse de sa composante énergétique et enregistre une progression quasiment nulle, à +0,1% en glissement annuel entre juin et août.

Deux facteurs expliquent les bonnes performances allemandes sur la première partie de l'année. Tout d'abord, le redémarrage de l'activité dans la zone euro qui bénéficie au commerce intra zone et à ses exportations. Ce redémarrage est une bonne nouvelle pour l'Allemagne dans un contexte de ralentissement de la demande émergente. Par ailleurs, la progression soutenue des salaires et des revenus disponibles augmente le pouvoir d'achat des ménages allemands et tire la contribution de la consommation privée à la croissance.



Alors que l'Allemagne avait su trouver des relais hors de la zone euro ces dernières années, la confirmation du ralentissement des économies émergentes pèse cependant sur les exportations. A ce titre, l'atterrissage

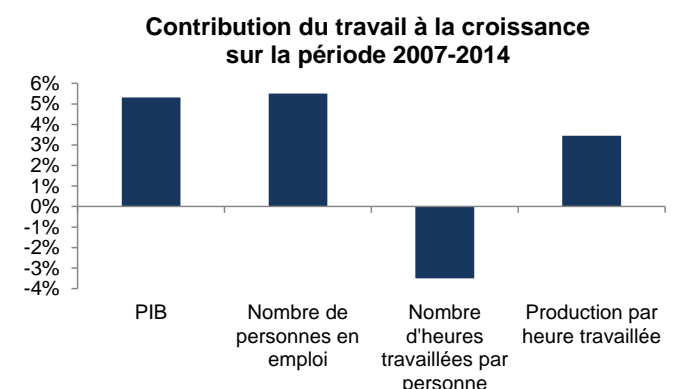
brutal de la croissance chinoise est une mauvaise nouvelle.

## Tout pour (le volume de) l'emploi

Pour le moment, la création d'emplois reste dynamique et ne pâtit pas de la hausse du coût du travail, qui fait légèrement fléchir le niveau des marges des entreprises non financières. S'il ne faut pas minorer les bonnes performances de l'économie allemande en matière d'emploi, il convient de nuancer la faiblesse du taux de chômage en comparaison de celui du reste de la zone euro, qui résulte de plusieurs facteurs.

Tout d'abord, la solidité de l'activité. Depuis le début de la crise, l'économie allemande s'est montrée parmi les plus résistantes de la zone euro. Cela ne constitue pas toutefois la seule explication. Les tendances démographiques constituent également un facteur de poids dans la baisse du taux de chômage. Parmi les principales économies de la zone euro, l'Allemagne est la seule qui a connu un fléchissement du nombre de personnes en âge de travailler depuis 2008.

Enfin, le dynamisme du volume de l'emploi s'explique par des choix dans la politique économique allemande. Le recours massif au chômage partiel a limité les conséquences de la crise sur l'emploi, qui ont été absorbées par la baisse du nombre d'heures travaillées par personne. Par ailleurs, l'existence de contrats atypiques et la faible progression des salaires sur longue période ont favorisé le volume de l'emploi, au détriment de l'investissement qui reste un contributeur marginal à la croissance.



# La reprise se dessine en France

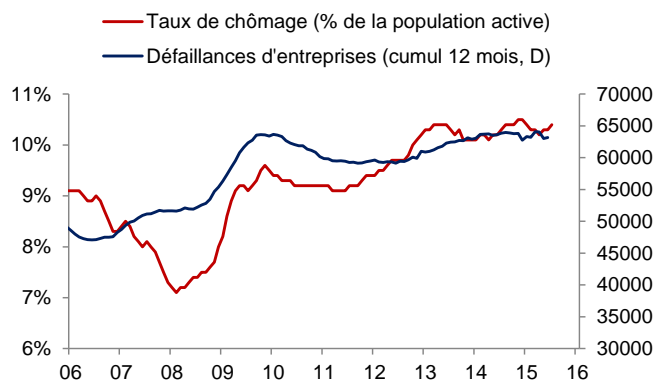
Après trois années de quasi-stagnation, la croissance de l'économie française devrait enfin atteindre, voire dépasser, 1% en 2015. L'activité est tirée par la demande externe et la consommation des ménages, alors que l'investissement continue de s'affaiblir malgré le renforcement des marges des entreprises.

## L'économie française sort de la stagnation

La croissance économique française se renforce progressivement. Au-delà des variations de stocks qui ont créé du jeu sur les deux premiers trimestres de 2015, l'activité a connu une accélération sensible. Après un T1 au-dessus des attentes (+0,7% t/t), l'activité a stagné au T2 (-0,0%). Fort d'un acquis de 0,8%, l'objectif de croissance de 1% du gouvernement semble plus que jamais accessible et pourrait même être légèrement dépassé.

Après trois années de quasi-stagnation, ces légers progrès sont insuffisants pour faire baisser le taux de chômage, stabilisé autour de 10-10,5% depuis deux ans. Cette stabilisation masque une dégradation continue des indicateurs de taux d'emploi, sur fond de démographie dynamique et d'augmentation du nombre d'inactifs. C'est également insuffisant pour relancer l'inflation, qui se renforce très lentement après deux mois de baisse des prix en janvier/février.

Globalement, les tendances entrevues fin 2014 se sont confirmées au premier semestre 2015. La croissance de la consommation des ménages (+1,7% a/a au T2, après +2,0% au T1) et des exportations (+7,0% au T2, après +5,1% au T1) se renforcent. Le raffermissement de la demande domestique s'est matérialisé par une reprise des importations. Côté investissement, la rechute de l'investissement au T2 (-0,3% t/t) après une stabilisation au T1 montre que le redressement des déterminants de l'offre en France est loin d'être achevé. Les nouveaux records de défaillances d'entreprises (+ de 64000 sur un an) atteints en mars-avril en témoignent.



Sources : Banque de France, INSEE

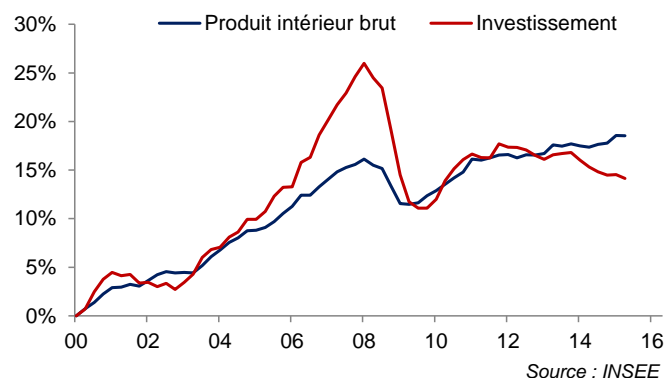
## Politique économique : le bon dosage

Tout espoir n'est cependant pas perdu. Le déploiement du pacte de responsabilité et de solidarité et la montée en charge du CICE ont participé à la poursuite du redressement des taux de marges des sociétés non financières. Aidé par le redémarrage de la demande globale dans la zone euro, l'objectif de soutien à la compétitivité est en bonne voie, au vu du dynamisme retrouvé des exportations françaises.

Ce transfert de richesse des ménages vers les entreprises intermédié par l'Etat, s'il constitue une réponse cohérente à la déformation du partage de la valeur ajoutée depuis 2009, a provoqué une hausse du poids des administrations publiques dans le produit intérieur brut. Les annonces d'économies et de réduction du niveau d'imposition pourraient marquer un début d'inflexion dans cette tendance.

En revanche, les difficultés de l'économie française à recréer une dynamique de reprise de l'investissement constituent pour l'instant un échec (imputable également à plusieurs autres facteurs, comme la faiblesse persistante du taux d'utilisation des capacités).

Variation du produit intérieur brut et de l'investissement par rapport à leur niveau du T1 2000



Source : INSEE

En attendant la matérialisation des pleins effets de sa politique d'offre, le gouvernement a décidé de ne pas imposer de choc négatif de demande à l'économie dont la reprise est encore fragile, passant outre les injonctions de la Commission européenne à réduire plus rapidement les déficits publics.

# L'Italie sort la tête de l'eau

Après trois années de récession, l'économie italienne sort la tête de l'eau. En 2015, la croissance devrait rester légèrement inférieure à 1%. En chute libre depuis le début de la crise, l'investissement montre (enfin) des signes de reprise encourageants.

## La croissance est (enfin) là

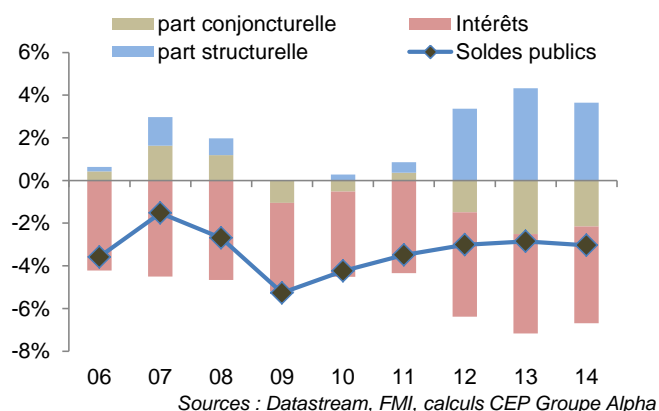
L'économie italienne est en progrès. Sur les deux premiers trimestres 2015, l'activité a progressé (+0,4% t/t au T1, puis +0,3% au T2). Ce sera toutefois probablement insuffisant pour espérer atteindre 1% de croissance en 2015 pour l'Italie, toujours à la traîne par rapport aux principales économies de la zone euro.

Le taux de chômage profite de cette embellie ainsi que de la réforme du marché du travail et des dispositifs d'aide à l'embauche, à 12% en juillet (en repli de 1 point par rapport au pic de novembre dernier). S'il faut saluer la progression récente du volume de l'emploi, cette décreue du chômage est nuancée par la faiblesse du taux de participation et la progression du nombre d'inactifs. La croissance des prix est redevenue positive mais demeure affaiblie par l'activité encore fragile et la dégradation des anticipations des agents.

Dans un contexte budgétaire toujours difficile, les dépenses de consommation sont tirées par les ménages (+0,6% a/a au T2), qui affichent un vrai regain d'optimisme depuis le début de l'année à en croire l'évolution des principaux indicateurs de confiance.

Sur le plan extérieur, ce frémissement de la demande interne se matérialise par la reprise vigoureuse des importations (+1,7% t/t au T1, +2,2% au T2 en volume). De leur côté, les exportations continuent de profiter du renforcement de la croissance dans la zone euro depuis un an.

## Soldes des administrations publiques italiennes (%PIB)

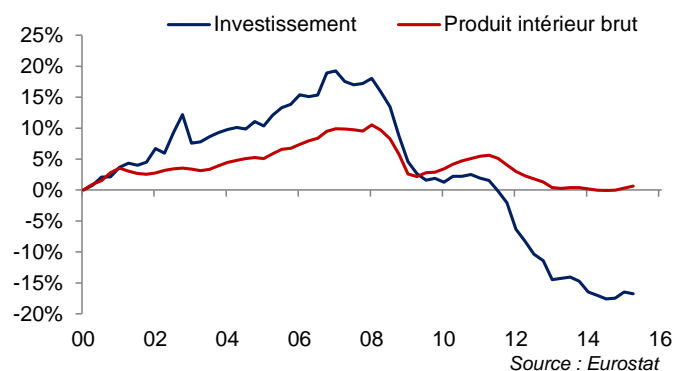


Malgré ces développements positifs, la situation de l'Italie reste préoccupante. Afin de laisser le temps à la croissance de se renforcer, le président du conseil, Matteo Renzi, entend négocier des marges de manoeuvre avec les institutions européennes afin de mener de nouvelles réformes, sur le champ de la fiscalité notamment.

## Investissement : l'hémorragie est stoppée

L'effondrement de l'investissement en Italie depuis le déclenchement de la crise a lourdement pesé sur l'activité ces dernières années. Le premier semestre 2015 a été marqué par la reprise de la formation brute de capital fixe (+1,2% t/t au T1), qui avait touché un nouveau point bas au T4 2014.

## Variation du produit intérieur brut et de l'investissement par rapport à leur niveau du T1 2000



Cette remontée est le fruit du vif rebond de la demande d'infrastructures de transports (+25% t/t au T1), et du renforcement des dépenses en machines et équipements. En revanche, le secteur de la construction continue de souffrir, à la fois dans le résidentiel et le non résidentiel.

Le redémarrage de l'investissement demeure toutefois contraint par la situation financière des entreprises, dont les marges continuent de chuter, et par le niveau des carnets de commandes encore mitigé, notamment à l'export. Côté financement, le crédit continue de ralentir, même si des progrès sont perceptibles grâce à l'amélioration des conditions de financement et aux récentes mesures sur le provisionnement des créances douteuses.

# L'Espagne accélère

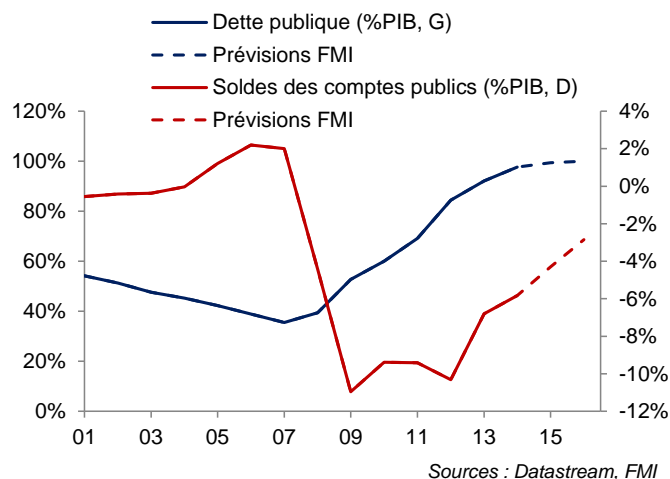
La reprise de 2014 (+1,4%) se confirme en Espagne. Forte de l'accélération de l'activité au premier semestre, la croissance de l'économie espagnole pourrait dépasser 3% en 2015, tirée par la consommation et les exportations. La trajectoire d'endettement des agents publics et privés est également rassurante.

## Le redémarrage de l'économie espagnole n'en finit plus d'étonner

La croissance continue de se renforcer en Espagne. L'accélération de l'activité observée sur la deuxième partie de 2014 s'est confirmée au premier semestre 2015 (+0,9% t/t au T1, puis +1% au T2). L'économie espagnole pourrait progresser de plus de 3% cette année, au-dessus des attentes.

Fort de ces bons résultats, le taux de chômage décroît rapidement, à 22,2% en juillet mais reste élevé, ce qu'explique en partie le taux de participation élevé de la population active espagnole. L'Espagne était toujours en déflation en août, malgré le renforcement de l'inflation sous-jacente depuis plusieurs mois.

Tenue par les engagements communautaires en matière de réduction des déséquilibres budgétaires, la progression des dépenses publiques est contenue largement en dessous du niveau de croissance et le déficit se réduit rapidement. La trajectoire de la dette publique pourrait se stabiliser (autour de 100% du PIB), voire décroître, dès 2016.



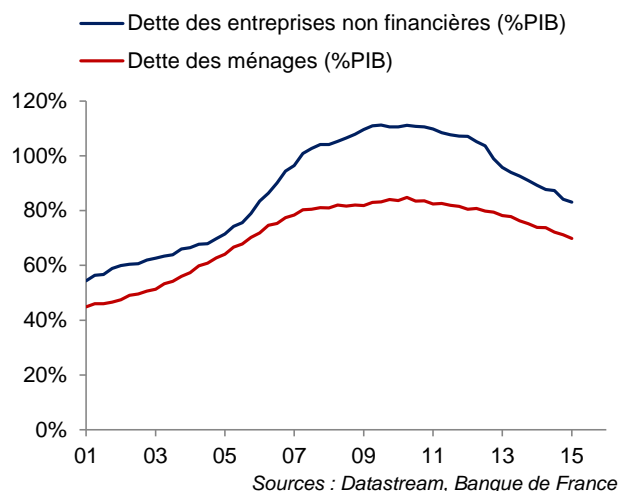
La consommation des ménages continue de tirer la croissance (+3,5% a/a au T1 et au T2), portée par les baisses d'impôts et la hausse des revenus salariaux qui dopent le pouvoir d'achat des ménages. La formation brute de capital fixe continue de se renforcer (+6% a/a au T2), grâce au dynamisme des dépenses en équipements et à l'inflexion des dépenses en construction.

Le réveil de la demande domestique dynamise les importations et plombe la contribution du commerce extérieur qui est redevenue négative. Les exportations sont toutefois bien orientées. L'Espagne gagne des parts de marché, les déficits extérieurs sont contenus au regard du niveau de croissance, de l'effet prix subi par les produits espagnols, et des dérivés qu'a connus l'Espagne durant la précédente décennie.

## L'Espagne est-elle tirée d'affaire ?

La situation financière de l'Espagne s'améliore mais demeure préoccupante. Le niveau de dette publique devrait dépasser légèrement 100% du PIB d'ici peu, avant de commencer à décroître. La position extérieure demeure largement négative (85% du PIB), et, même si là encore des progrès se font jour, le niveau de la dette externe est élevé. Enfin, la normalisation du niveau de dette privée est très rapide compte tenu de la dynamique des prix défavorable.

Si la conjoncture favorable en Espagne invite à l'optimisme, il doit rester mesuré, compte tenu de la conjonction de facteurs favorables dont elle bénéficie actuellement (politique monétaire, taux de change, baisse des prix des matières premières). L'économie espagnole est en reconstruction, comme en atteste le niveau élevé du taux de chômage, et demeure vulnérable. Les effets de rattrapage dont elle bénéficie après plusieurs années de récession devrait rapidement buter sur des contraintes structurelles, ce que confirment les prévisions du Fonds Monétaire International à horizon 2020.



# Pays-Bas : à la recherche du second souffle

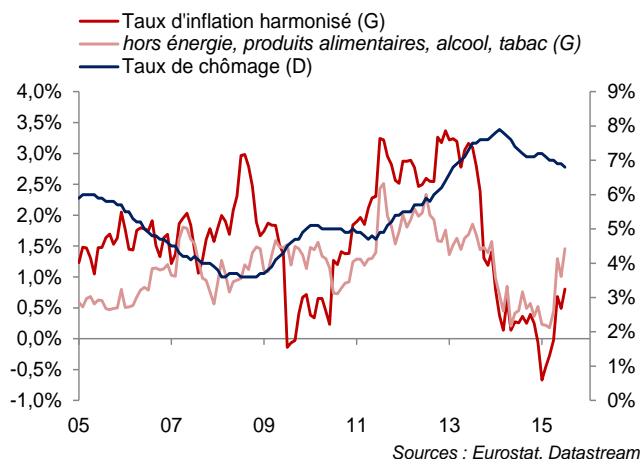
Après avoir retrouvé le chemin de la croissance en 2014, l'économie néerlandaise devrait se renforcer en 2015 (autour de +1,5%). La construction et les exportations portent la croissance, alors que l'endettement des ménages pèse sur la consommation.

## La croissance cale

Depuis sa sortie de récession début 2013, l'économie néerlandaise était entrée dans une phase d'accélération, qui semble désormais s'essouffler. Alors que le produit intérieur brut avait cru de +0,9% (t/t) au T4 2014, la progression de l'activité a ralenti au T1 (+0,6%) et au T2 2015 (+0,2%). A noter tout de même que la production dépasse son niveau d'avant crise depuis le premier trimestre. En 2015, le niveau de croissance devrait excéder légèrement 1,5%.

Le taux de chômage a poursuivi sa baisse entamée depuis début 2014, repassant sous la barre des 7%. Toutefois, le volume de l'emploi ne progresse pas, et ce reflux est davantage à mettre sur le compte de la baisse du nombre d'actifs que sur la baisse du nombre de chômeurs.

L'inflation, qui est passée en territoire négatif en début d'année, se renforce progressivement depuis plusieurs mois.



Les difficultés des Pays-Bas à retrouver le chemin de la croissance tiennent en partie à la faiblesse persistante de la consommation. Les ménages orientent leurs dépenses vers l'immobilier et sont très endettés. Par ailleurs, les revenus salariaux ont connu un nouveau coup d'arrêt début 2015. Côté administrations, l'assainissement des finances publiques passe par le contrôle de l'évolution des dépenses, qui sont en léger repli au premier semestre.

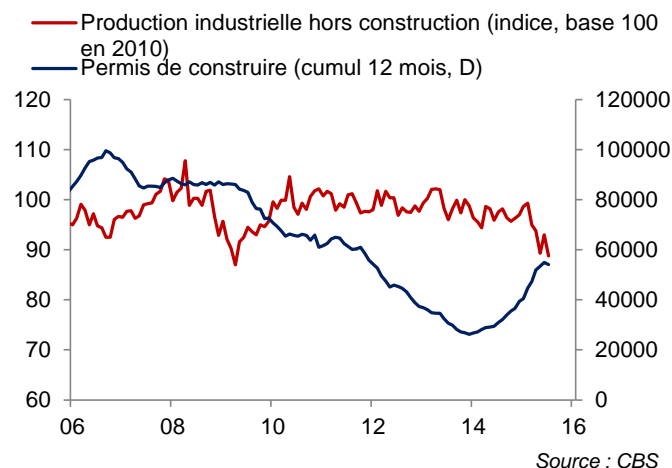
## Construction et exportations sont les piliers de la croissance néerlandaise

Depuis deux ans, les deux principaux moteurs de la croissance sont le commerce extérieur et l'investissement (+10,8% en glissement annuel au T2 2015).

L'ouverture sur l'extérieur est à la fois la force et la faiblesse de l'économie néerlandaise, pleinement intégrée dans la zone euro, qui représente 60% de ses débouchés. D'un côté, les Pays-Bas sont extrêmement compétitifs et dégagent les plus gros excédents courants de la zone euro en termes de points de PIB.

D'un autre côté, les exportations, qui représentent 80% du PIB néerlandais, dépendent de ses partenaires commerciaux et de la bonne tenue de l'économie européenne. Les exportations bénéficient ainsi du frémissement des échanges intra zone (et notamment de l'Allemagne, son premier partenaire commercial), qui s'ajoute au dynamisme de la demande extérieure britannique.

Le volume de l'investissement est tiré notamment par la vigueur du rebond du secteur de la construction. Sur les derniers trimestres, le regain de confiance des ménages (malgré le niveau élevé de leur endettement), la faiblesse des taux d'intérêt expliquent ce dynamisme retrouvé. Des limites au potentiel de ce rebond existent cependant. Le taux d'endettement des ménages est très élevé (près de 2,5 fois le revenu disponible brut), et le durcissement réglementaire des conditions d'octroi du crédit hypothécaire.



# Royaume-Uni : normalisation de la croissance

Après une année 2014 au-dessus des attentes (+3%), la croissance de l'économie britannique devrait connaître un léger fléchissement en 2015 (+2,5%). La demande domestique est tirée par la consommation, qui profite de la hausse de l'emploi et des salaires, alors que le redémarrage de la zone euro bénéficie aux exportations.

## Léger essoufflement de la croissance

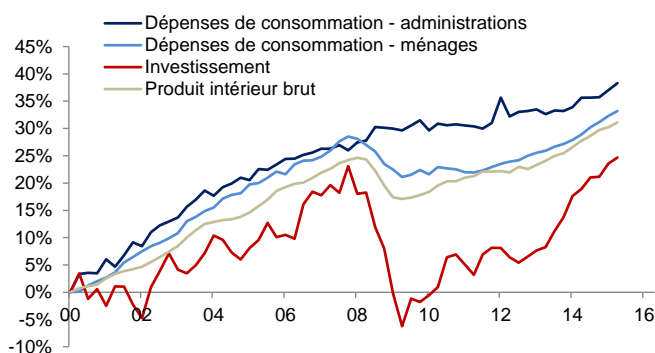
Après deux années de forte croissance, l'économie britannique montre ses premiers signes d'essoufflement. La croissance du produit intérieur brut a légèrement fléchi au premier semestre, à +0,4% t/t au T1 puis 0,7% au T2 (après +0,7% au T3, et +0,8% au T2). Quoiqu'en repli par rapport à 2014, le Royaume-Uni devrait afficher une croissance solide autour de 2,5% en 2015.

Dans le sillage de cette normalisation de la croissance britannique, le taux de chômage semble se stabiliser autour de 5,5%. Le niveau de l'inflation demeurerait quant à lui proche de zéro au sortir de l'été. Conjuguée à la volatilité des marchés et au ralentissement chinois, cette faiblesse des prix a poussé la Banque d'Angleterre au statu quo monétaire, et reporté à plus tard l'amorçage d'un resserrement.

Le dynamisme des exports (+8,1% a/a au T2) grâce au redémarrage de la zone euro est une bonne nouvelle pour le Royaume-Uni qui fait face à des déficits persistants sur le plan extérieur et à un léger tassement de la demande domestique.

Si la consommation des ménages reste dynamique grâce à l'augmentation globale du volume de l'emploi et des revenus salariaux, l'affaiblissement de la productivité et des taux horaires devrait rapidement contraindre cette progression. L'investissement reste solide mais décélère (4,9% a/a au T2 contre 9,8% un an plus tôt), en raison de la faiblesse de la composante machines et équipements.

Variation des composantes de la demande par rapport à leur niveau du T1 2000



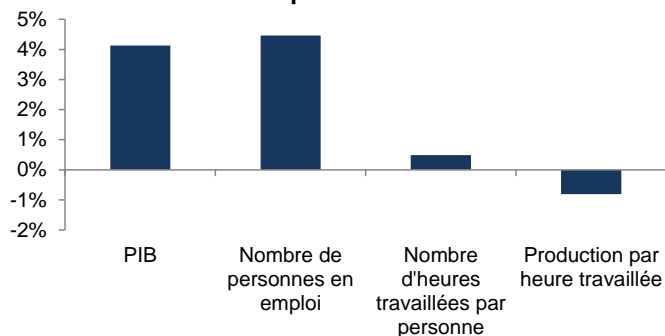
Source : Eurostat

## Le volume de l'emploi au prix de la productivité

Par rapport à l'Allemagne qui connaît également un taux de chômage faible par rapport à sa moyenne de longue période, le Royaume-Uni se caractérise par une démographie dynamique et un accroissement du nombre d'heures travaillées par employé.

Ses résultats en matière de taux de chômage et de taux d'emploi, qui ne sont pas le seul résultat du dynamisme de la croissance, apparaissent d'autant plus remarquables.

Contribution du travail à la croissance sur la période 2007-2014



Sources : OCDE, Eurostat, calculs CEP Groupe ALPHA

Le gouvernement a mené depuis plusieurs années une politique active en matière de réformes de la réglementation du marché du travail, qui ont participé au dynamisme du volume de l'emploi au prix d'une flexibilisation accrue.

Parmi ces réformes, on peut citer la mise en place du contrat zéro heure et du statut d'employé-actionnaire, la réforme des tribunaux et l'allongement de la période d'essai.

Ces changements ont participé à l'émergence de plusieurs tendances de fond : les salaires et la productivité ne progressent pas, la part des emplois temporaires a progressé et le nombre de personnes en situation de sous-emploi a faiblement reculé depuis son pic de crise.

# Russie : l'économie s'effondre

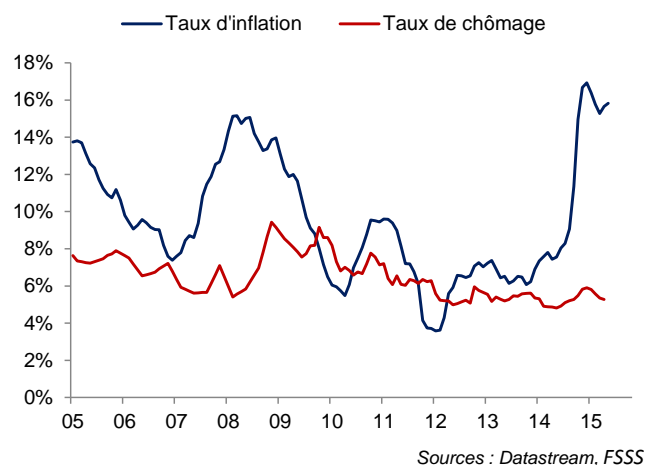
Grâce à une résistance inattendue de l'activité en fin d'année, l'économie russe a évité la récession en 2014 (+0,6%). En 2015, la Russie ne pourra pas éviter une lourde chute de l'activité, qui pourrait dépasser 4%, malgré la récente détente des conditions monétaires et la stabilisation de l'inflation.

## La récession s'amplifie

La production russe est en chute libre. Après un T1 catastrophique (-1,6% t/t), la situation s'est empirée au T2 (-2%). L'acquis de croissance de -3,6% à la fin du premier semestre annonce d'ores et déjà une 2015 de forte contraction de l'activité, qui pourrait excéder 4%.

Les facteurs du ralentissement russe sont autant d'ordre structurel que conjoncturel.

Sur le marché du travail, la hausse contenue du taux de chômage (5,3% en juillet) traduit davantage la prégnance des facteurs démographiques que la résistance du niveau de l'emploi. L'inflation s'est stabilisée depuis janvier, autour de 16%, après la poussée des prix alimentaires observée en fin d'année suite au blocage des produits en provenance de plusieurs de ses partenaires (notamment l'UE).

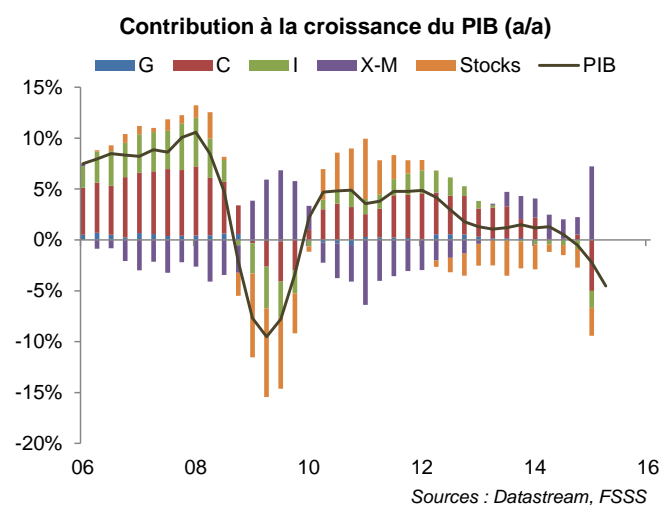


L'effondrement de la formation brute de capital fixe depuis quelques trimestres (-4,2% t/t au T1 2015, après -2,2% au T4 2014) participe à l'érosion d'un taux d'investissement déjà insuffisant, considérant les besoins en infrastructures (de transport notamment) de l'économie russe et l'extrême faiblesse de son efficacité énergétique.

La consommation sombre également. Les ménages ont précipité une partie de leurs dépenses en fin d'année dernière, anticipant une hausse de l'inflation, notamment sur les biens importés. Ce phénomène a quelque peu retardé la chute de la demande, et dynamisé transitoirement la production industrielle, qui a bénéficié

d'un choc de compétitivité dû à la chute du rouble. L'addition n'en fut que plus lourde au T1 2015, qui a vu les dépenses de consommation des ménages s'écrouler (-9% t/t).

Du côté des administrations publiques, la chute des prix des matières premières (que compense l'affaiblissement du rouble) s'ajoute au ralentissement de l'économie et creuse le déficit public.



## La situation est (à peu près) sous contrôle

Sur le plan extérieur, les conséquences de la chute du rouble ont été doubles : les exportations ont progressé en volume et soutenu un peu l'activité (+2,2% t/t au T1), alors que les importations se sont effondrées (-21,7%), profitant à l'offre domestique. Malgré cela, la balance commerciale russe, toujours excédentaire, se dégrade, en raison de l'effet prix de la chute des cours des matières premières.

Dans l'immédiat, la crise monétaire que traverse la Russie ne devrait pas prendre d'ampleur nouvelle, malgré la rechute du rouble en septembre, en raison de la relative sécurité que présente sa position extérieure. Sur le plan interne, la politique monétaire reste récessive malgré une détente progressive des taux (à 11% depuis juillet), extrêmement contrainte par les tensions sur le taux de change.



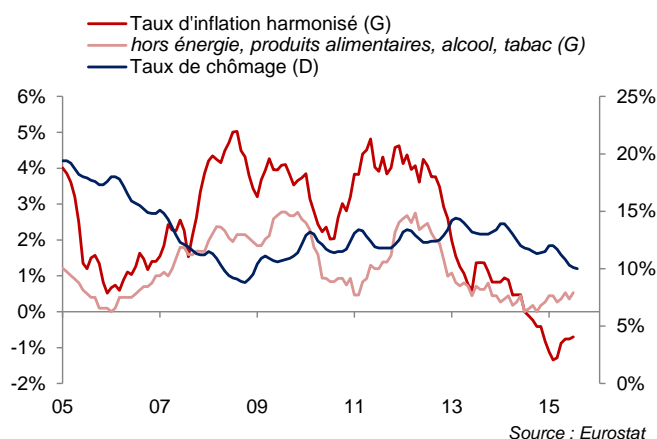
# Pologne : le bon élève

L'économie polonaise affiche une santé de fer. En 2015, malgré une légère décélération, l'activité devrait afficher un niveau de croissance autour de 3,5% en Pologne. Cette croissance apparaît en outre très équilibrée.

## La croissance toujours au-dessus de 4%

Le ralentissement de 2012-2013 ne semble plus être qu'un mauvais souvenir. Sur les deux premiers trimestres de 2015, l'activité est restée solide (+4,1% a/a au T2, après +4,2% au T1), quoiqu'en très léger ralentissement par rapport à la fin d'année dernière. En 2015, grâce à un acquis de croissance élevé, la progression du produit intérieur brut devrait approcher +3,5%.

Le taux de chômage bénéficie du dynamisme de l'économie, à 10% à la fin de l'été. Cette baisse est le résultat de deux tendances démographiques contraires : la baisse de la population en âge de travailler (la Pologne fait face à un vieillissement de sa population) et la hausse du taux de participation. Dans ces conditions, le dynamisme du volume de l'emploi trouve davantage de résonance dans la hausse du taux d'emploi.



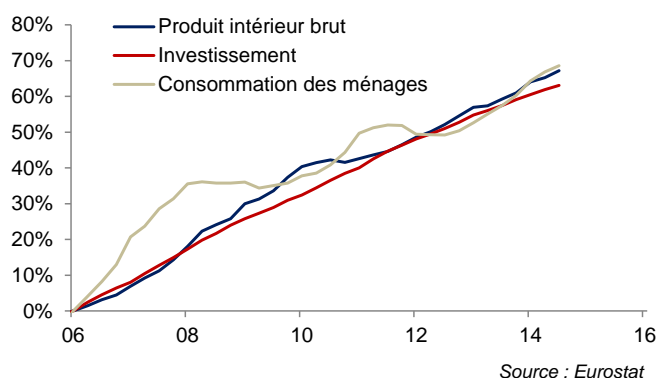
Dans le sillage du ralentissement de l'économie en 2012-2013, la dynamique des prix s'est affaiblie. Malgré le retour de la croissance, la Pologne est toujours en situation de déflation. Depuis plusieurs trimestres, la composante cyclique de l'inflation subit à la fois la chute des prix alimentaires et l'effondrement des prix des matières premières. Passé l'effet de base de ce double choc, l'inflation devrait revenir en territoire positif début 2016. Face à cette situation, la Banque centrale a procédé à plusieurs baisses de ses taux directeurs dont la dernière en date en mars, de 50 points de base à 1,5%.

La croissance apparaît globalement équilibrée. Si la consommation des ménages est vigoureuse (+3% a/a au

T2) et demeure le premier contributeur à la croissance, elle apparaît légèrement moins dynamique qu'il y a quelques années en raison du niveau de croissance des salaires inférieur à la croissance nominale.

L'investissement surnage (+9,9% a/a au T1, puis +5% au T2), tiré par le redémarrage du secteur de la construction depuis deux ans.

## Variation des composantes du produit intérieur brut par rapport à leur niveau du T1 2006



## La Pologne ne souffre pas de la récession en Russie

La dette publique est maîtrisée. La privatisation partielle des fonds de retraite ont permis aux administrations de dégager un excédent agrégé de +5% du PIB l'année dernière et de réduire la dette à 50% du PIB. Les déficits publics devraient avoisiner 3% du PIB en 2015, ce qui permettra de stabiliser la dette publique, compte tenu du niveau de croissance, voire de la réduire si l'inflation repart plus tôt que prévu.

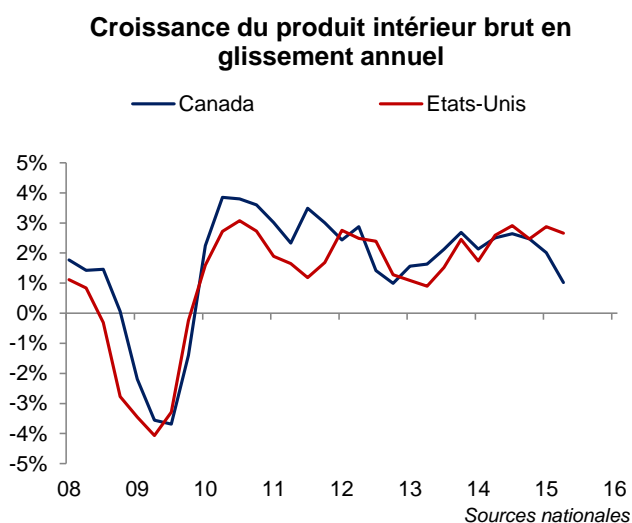
Sur le plan extérieur, la Pologne ne souffre pas de la récession en Russie, que compense largement le redémarrage de la demande en provenance de la zone euro et de la République tchèque. Les bonnes performances à l'export de l'économie polonaise se sont matérialisées par des excédents commerciaux depuis le début de l'année (une première depuis le début des années 1990), qui participent au rééquilibrage des comptes courants, lestés par un service de la dette externe onéreux du fait qu'elle est bonne partie libellée en devises.

# Amérique du nord : le Canada flanche

En Amérique du nord, la croissance reste dynamique, mais devrait connaître un léger fléchissement en 2015. Alors que les Etats-Unis devraient connaître une performance comparable à l'année dernière (+2,5%), l'économie canadienne souffre du ralentissement de son industrie.

## Les Etats-Unis gardent le rythme, le Canada s'essouffle

Alors que le Canada connaît quelques difficultés sur les derniers trimestres en raison du ralentissement des secteurs énergétiques, les Etats-Unis continuent de tirer la croissance en Amérique du Nord, malgré un mauvais départ au T1 2015.



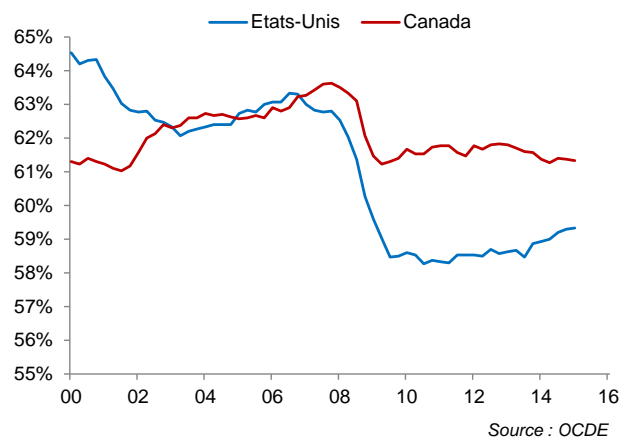
La bonne santé de l'économie américaine affecte positivement ses partenaires commerciaux, et ils sont nombreux à travers le monde, les Etats-Unis étant le plus gros acteur du commerce mondial. La demande américaine est d'autant plus forte que l'appréciation du dollar depuis quelques mois a dynamisé le volume des importations américaines. Les variations importantes observées sur les marchés de change traduisent cependant des tensions grandissantes sur le plan monétaire chez un certain nombre de pays émergents.

## Faiblesse persistante du taux d'emploi

La zone connaît un taux de chômage relativement faible, autour de 5% aux Etats-Unis et 7% au Canada, qui masque toutefois les difficultés de leurs économies à intégrer les nouveaux entrants sur le marché du travail. Si le volume de l'emploi est plutôt dynamique, il ne progresse pas suffisamment au regard de l'augmentation de la population en âge de travailler. Cette carence ne nourrit pas le nombre de chômeurs, mais plutôt le nombre d'inactifs.

En conséquence, si le taux de chômage a tendance à baisser depuis plusieurs années aux Etats-Unis et au Canada, le taux d'emploi, qui a brutalement chuté lors du déclenchement de la crise en 2008, reste largement au-dessous de son niveau d'avant crise dans chacun des deux pays.

## Taux d'emploi chez les personnes de plus de 15 ans



Ces tendances ont été identifiées par la Réserve Fédérale qui a pointé du doigt la sous-utilisation de la main d'œuvre disponible aux Etats-Unis pour justifier (entre autres arguments) le statut quo monétaire. Et ce malgré des projections encourageantes concernant le taux de chômage, qui pourrait prochainement tomber sous la barre des 5%.

Ces difficultés ne semblent pas remettre en cause la croissance à moyen terme dans la zone, portée aux Etats-Unis par des gains de productivité dynamiques. En revanche, elles posent la question de l'intégration des travailleurs moyennement qualifiés dans une région soumise à la polarisation des emplois.

# La crise est finie aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance de l'activité devrait enregistrer une performance comparable à l'année dernière, autour de 2,5%. La contribution des composantes de la demande est équilibrée, mais les déficits commerciaux persistent. La bonne santé de l'économie américaine devrait mener la Réserve fédérale à annoncer une première hausse de taux probablement avant 2016.

## La croissance reste élevée

Comme en 2014, l'économie américaine a connu un T1 difficile (+0,2% t/t), avant de redémarrer nettement au T2 (+0,9%). La croissance devrait avoisiner à nouveau 2,5% en 2015, sous réserve que les incertitudes qui pèsent sur l'économie mondiale ne pénalisent pas trop l'activité.

Le taux de chômage a pratiquement atteint la barre des 5%. Compte tenu de la faiblesse persistante du taux d'emploi, la baisse du taux de chômage doit être accueillie avec un optimisme mesuré. L'inflation a chuté depuis plusieurs mois à un niveau proche de zéro en raison de la faiblesse des prix des matières premières. L'inflation sous-jacente, en revanche, fait preuve de résistance, solidement ancrée au-dessus de 1,5%.

Les composantes de la demande domestique apparaissent particulièrement bien orientées et équilibrées. Au T2, la consommation des ménages excède 3% en glissement annuel pour le quatrième trimestre consécutif. De son côté, la progression de l'investissement résidentiel se normalise progressivement (+4,4% a/a au T2) après une forte croissance en 2014.

Dans ces conditions, la progression contenue des dépenses publiques permet une résorption efficace des déficits budgétaires. La dette publique (105 % du PIB) devrait commencer à décroître à partir de l'année prochaine.

Seul bémol, la persistance des déficits commerciaux. Malgré la réindustrialisation manufacturière américaine et le renforcement de son indépendance énergétique, le tassement des exports dans le sillage de la hausse du dollar et du taux de change réel effectif, plombe les comptes commerciaux américains.

Taux de change réel effectif des Etats-Unis (base 100 en 2010)



Sources : Datastream, FMI

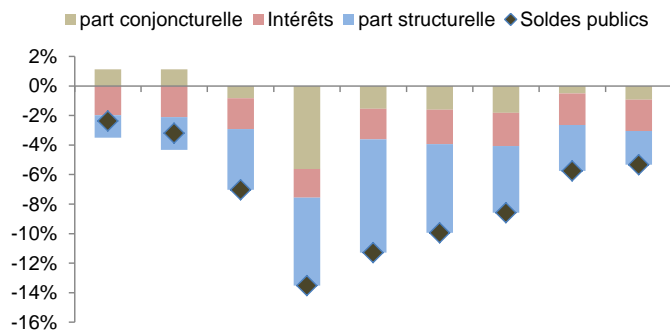
## La Réserve fédérale tempore

La Réserve Fédérale a décidé de laisser ses taux directeurs (Federal funds target) inchangés à 0,25% après la réunion de son Comité de politique monétaire (FOMC).

Les prévisions pour 2015 sont restées en ligne avec les projections de juin concernant la croissance, et ont été améliorées concernant le taux de chômage. En revanche, les minutes de la Fed traduisent une certaine inquiétude de ses membres concernant l'affaiblissement durable de l'inflation. Cette inquiétude s'est ajoutée à la sous-utilisation de la main d'œuvre (taux d'emploi) aux Etats-Unis et à l'agitation provoquée par le dégonflement de la bulle financière en Chine, qui ont poussé le comité de décision à temporer.

Une grande majorité des membres du Comité s'attend toutefois à un resserrement d'ici la fin de l'année, vraisemblablement en décembre.

Décomposition du solde public (%PIB)



Sources : Datastream, FMI, calculs CEP Groupe Alpha

# Canada : coup de froid

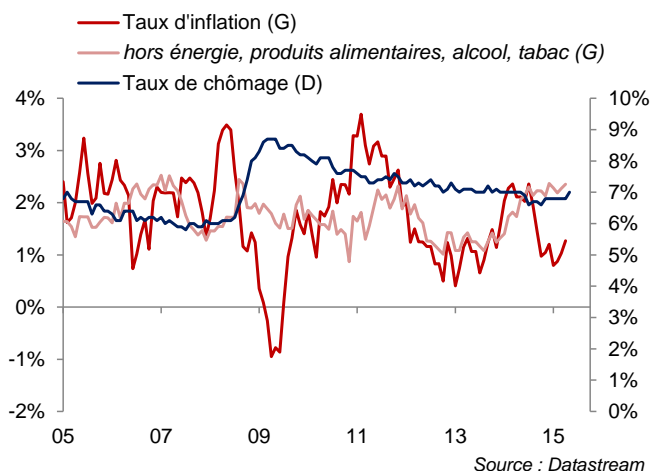
L'économie canadienne est entrée en récession au deuxième trimestre. En conséquence, la croissance de l'activité devrait enregistrer un net ralentissement en 2015 (autour de 1%, contre +2,4% en 2014), pénalisée par l'affaiblissement qui affecte le secteur minier.

## L'économie canadienne en récession

L'économie canadienne est entrée en récession, enregistrant un nouveau repli au T2 (-0,1% t/t, après -0,2% au T1). En 2015, l'activité devrait enregistrer son plus faible niveau de croissance depuis 2009 (à 1%, voire moins).

La tendance baissière du taux de chômage, qui touche 7% de la population active, s'est inversée depuis le plus bas de 6,6% atteint en début d'année. Comme aux Etats-Unis, la relative faiblesse du chômage s'est accompagnée d'une montée importante du nombre d'inactifs et d'une baisse du taux d'emploi.

Le taux d'inflation se renforce après avoir montré des signes de faiblesse ces derniers mois, en raison notamment de la baisse des composantes cycliques. L'inflation sous-jacente demeure solidement ancrée au-dessus de 2%.



La chute de la production industrielle consécutive à la baisse des prix des matières premières est à l'origine du ralentissement de l'économie.

Alors que la consommation des ménages s'essouffle mais continue de progresser, la formation brute de capital fixe a connu un net repli sur au T1 (-2,2% t/t) et au T2 (-1,6% t/t).

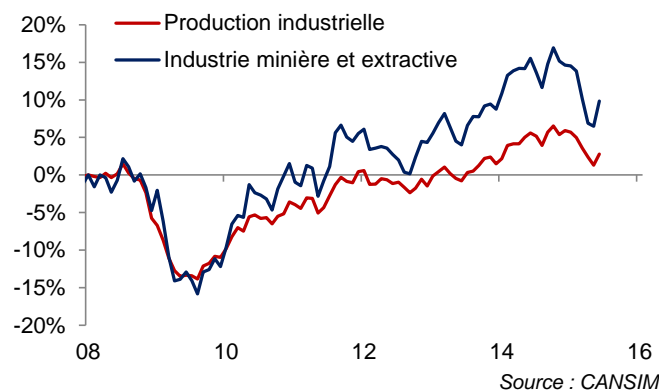
L'investissement est particulièrement touché par les difficultés de plusieurs secteurs à forte intensité capitalistique et constitue le principal contributeur de l'entrée en récession de l'économie canadienne.

## La production industrielle souffre du ralentissement du secteur minier

Sur le plan extérieur, le poids des produits énergétiques et alimentaires représente les trois quarts des exportations canadiennes. Les secteurs miniers, pétroliers et d'extraction de gaz, qui pèsent 8% du produit intérieur brut, souffrent particulièrement.

Les données du mois de juin révèlent toutefois que l'activité a rebondi sur la fin du trimestre, ce qui pourrait augurer d'un redémarrage prochain.

### Variation du volume de la production industrielle par rapport à janvier 2008



La baisse des cours énergétiques a fortement dégradé le solde de la balance commerciale, qui est redevenue négative. L'affaiblissement du dollar canadien avait dans un premier temps dynamisé certains secteurs (biens de consommation, matériel de transport) et compensé le ralentissement des secteurs de l'énergie.

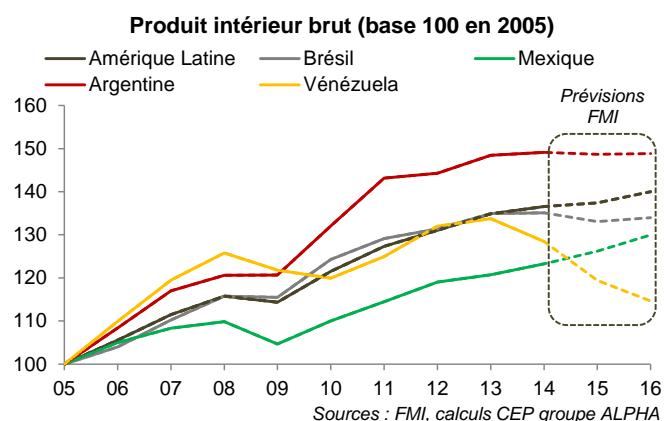
# Amérique latine : un continent à la dérive

L'Amérique latine connaît une période difficile. Alors que le Mexique connaît un léger tassement de l'activité, les économies d'Amérique du sud font face pour la plupart à un sérieux ralentissement (voire une récession) de l'activité. Le Brésil et le Venezuela notamment, sont plongés dans une récession sévère. La zone souffre également du ralentissement chinois, partenaire de premier plan des économies sud-américaines.

## L'Amérique du sud souffre, l'Amérique centrale résiste

La zone Amérique latine, qui comprend le Mexique, représente 7% du produit intérieur brut mondial, connaît un ralentissement inquiétant, pénalisée notamment par la récession sévère qui touche le Brésil.

Sur les cinq plus grosses économies de la zone, trois seront en récession en 2015 (Brésil, Argentine, Venezuela), alors que les économies les plus solides, le Mexique et la Colombie, montrent des signes d'essoufflement.



Globalement, les économies d'Amérique centrale (Mexique, Costa Rica, Panama) s'en sortent mieux, alors que celles d'Amérique du sud (exceptés le Chili et Pérou) rencontrent des difficultés.

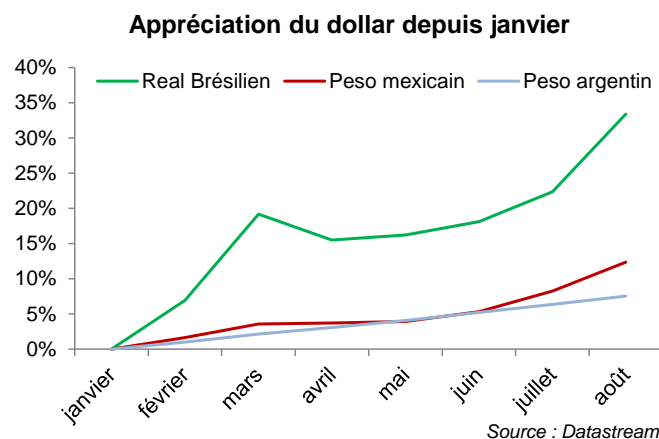
Le Venezuela est le pays qui est dans la situation la plus délicate, aux prises avec une inflation galopante et des déficits publics abyssaux. L'Argentine, dont le différend avec ses créanciers concernant le remboursement de sa dette publique s'éternise, est retombée en récession. De même que le Brésil, qui s'enfonce dans la crise depuis la réélection de Dilma Rousseff.

## Des facteurs de risques importants

En toile de fond de ce ralentissement, plusieurs événements apparaissent particulièrement perturbateurs pour les économies d'Amérique latine.

Tout d'abord, l'instabilité financière qui entoure les anticipations de resserrement de la politique monétaire

de la Réserve Fédérale américaine provoque des mouvements de capitaux importants et accroît la volatilité des taux de change émergents.



Ensuite, le ralentissement chinois, qui est un partenaire économique et financier privilégié des économies d'Amérique latine. La Chine représente une part importante des débouchés aux exports du Brésil (18%), du Chili (25%), du Pérou (18%), du Venezuela (13%), de la Colombie (11%).

Enfin, la chute des prix des matières premières, et notamment des produits énergétiques, qui ont un poids important dans les exportations de la plupart des pays de la zone. L'effondrement des cours pénalisent l'investissement et l'activité, et dégradent les comptes extérieurs et publics des pays concernés, dans un contexte financier délicat qui contraint les marges de manœuvre des gouvernements.

Cette situation est d'autant plus difficile à gérer que l'industrie énergétique a pris une place prépondérante dans certaines économies (Venezuela notamment).

# Brésil : la fête est finie

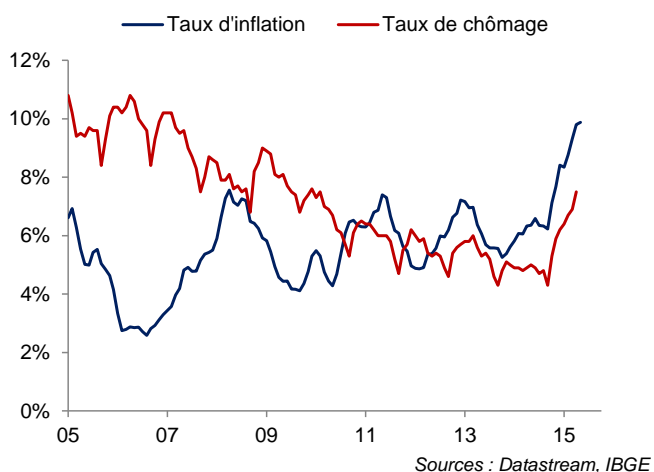
Après des années de forte croissance, l'économie brésilienne a connu un ralentissement qui s'est transformé en récession à la fin de l'année dernière. En 2015, Le recul de l'activité au Brésil pourrait atteindre 4%. Toutes les composantes internes de la demande souffrent, les prix s'envolent, et le ralentissement du secteur de l'énergie pénalise l'activité.

## La récession s'amplifie

L'économie brésilienne s'enfonce dans la récession. Dans le sillage d'une fin d'année difficile, le Brésil a vu l'activité reculer au T1 (-0,8% t/t) et au T2 (-1,8% t/t). En 2015, le recul de l'activité pourrait avoisiner 4%.

Le taux de chômage augmente rapidement et touchait 7,5% de la population active en juillet, en hausse de 2,5 points sur un an. La situation se dégrade sur tous les plans sur le marché du travail : le nombre de chômeurs et d'inactifs progresse, nourri par une population en âge de travailler qui augmente et un volume de l'emploi qui se tasse.

Alors que la plupart des économies mondiales font face à un recul de l'inflation, les prix s'emballent au Brésil. Les prix ont progressé de près de 9,9% en glissement annuel en août. Face à cette situation, la Banque centrale a été contrainte de porter son principal taux directeur à 14,25% au début de l'été (soit 700 points de base de plus qu'au premier trimestre 2013). Malgré ces décisions, le real brésilien est en chute libre et a perdu près de 30% de sa valeur depuis janvier par rapport au dollar.

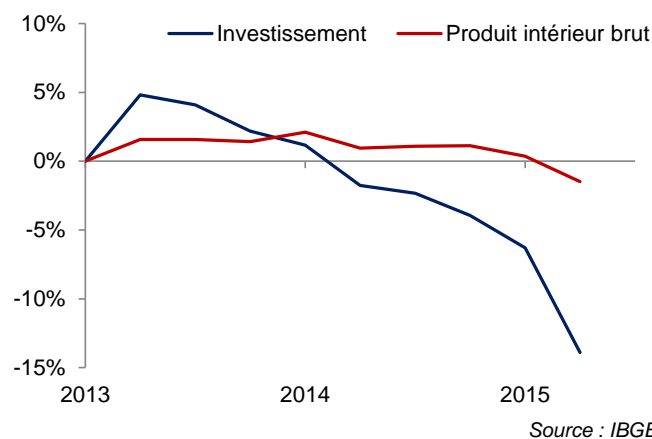


Dans ces conditions, la demande domestique s'effondre. Les dépenses de consommation des ménages reculent de 2% au premier semestre par rapport à la même période l'année dernière. Les enquêtes d'opinion indiquent une dégradation de la confiance des ménages,

tandis que le recul de l'emploi et la charge de la dette privée pèsent sur les revenus.

L'investissement est sinistré par l'assombrissement des perspectives de croissance, auxquelles est venu s'ajouter le ralentissement de son premier partenaire commercial chinois. En baisse pour le huitième trimestre consécutif, le volume de la formation brute de capital fixe cumule un repli de plus de 18% sur deux ans. Pire, la chute s'est accélérée au T2 (-8,1% t/t).

## Variation du produit intérieur brut depuis le T1 2013



## Une situation à la russe ?

La hausse rapide du volume des exports (en hausse de 7% sur un an au T2) grâce à la chute du real soutient quelque peu la croissance. Parallèlement, les importations reculent violemment (-11%). L'impact de l'évolution du real et des volumes d'échanges est toutefois sans grand impact sur la balance commerciale brésilienne. En effet, la chute des prix des matières premières neutralise ces effets de volume.

Malgré les tentatives du gouvernement de garder le contrôle de la dette publique, la défiance grandit à l'égard du Brésil qui a fait face à des fuites de capitaux massives ces derniers mois.

# Mexique : la croissance ralentit

Le renforcement de la croissance amorcé en 2014 (+2,1%) se heurte aux contraintes internationales (matières premières, taux de change). En 2015, l'activité devrait afficher une croissance en dessous des attentes mais néanmoins robuste autour de 2%.

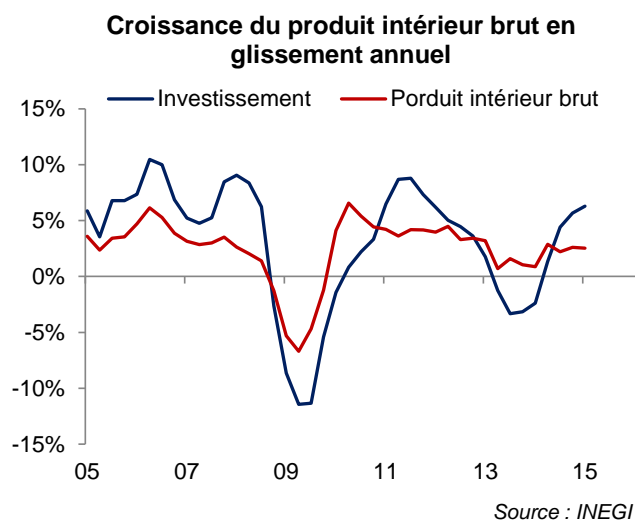
## Les secteurs manufacturiers au secours de la croissance

L'économie mexicaine connaît un nouveau ralentissement. Le renforcement de la croissance initié en 2014, après une année 2013 en demi-teinte, s'essouffle. Sur les deux premiers trimestres de l'année, l'activité a progressé de 0,4% au T1 (t/t), puis 0,5% au T2. En 2015, la croissance devrait avoisiner 2% en 2015, en dessous des attentes du début d'année.

En juillet, le taux de chômage était à 4,3%, son plus bas niveau depuis 2008, grâce au dynamisme de l'emploi. L'inflation recule légèrement, et passe pour la première fois depuis dix ans sous la barre des 3%.

Malgré ce ralentissement des prix, la Banque centrale pourrait avoir à faire face à un retournement de tendance si l'affaiblissement du cours du peso mexicain se poursuit au cours des prochains mois et alimente l'inflation importée.

Alors que les dépenses de consommation sont freinées par le tassement des revenus salariaux, la croissance est soutenue par le secteur manufacturier. La dépréciation du peso et la chute des coûts salariaux unitaires dynamisent sa compétitivité, et tirent la production industrielle qui continue de progresser malgré les difficultés du secteur de l'énergie. Le volume des exportations progresse à vive allure (+12,3% a/a au T1).



L'optimisme des industriels du secteur manufacturier se matérialise par la bonne tenue de l'investissement

productif qui porte la formation brute de capital fixe (+6,3% a/a au T1).

## Finances extérieures : attention au choc

Les anticipations du resserrement monétaire de la Réserve Fédérale ont une résonance particulière au Mexique, dont les fondamentaux apparaissent pourtant solides, du fait de l'importance de sa dette extérieure privée libellée en dollar. La chute du peso s'est accélérée ces derniers mois sous l'effet des fuites de capitaux.

Le taux de change du peso a chuté de 11% depuis janvier par rapport au dollar. Même si cette chute a favorisé la progression rapide du volume des exportations, la balance commerciale mexicaine s'est dégradée sous l'effet de la baisse des cours pétroliers. L'affaiblissement des cours des matières premières affecte les comptes publics et extérieurs, et plombe les perspectives de croissance.

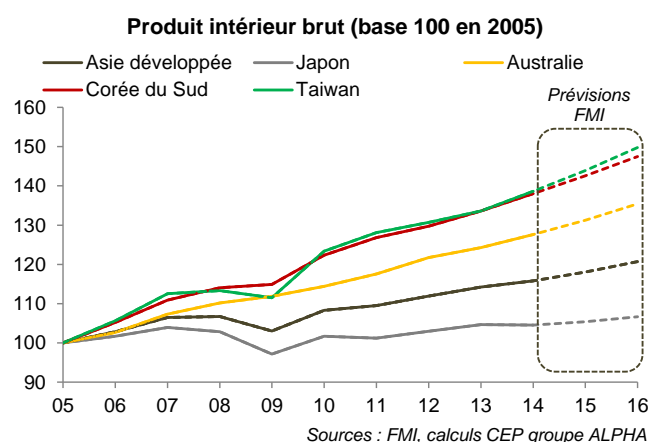


# Asie-Pacifique : le ralentissement chinois pénalise la zone

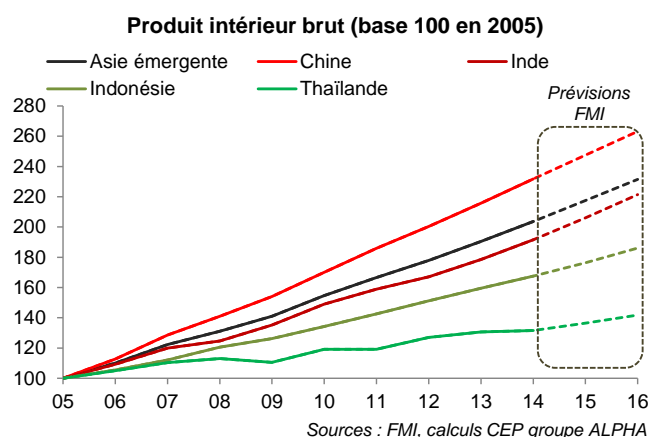
Le ralentissement chinois menace la croissance de la zone Asie-Pacifique. Les économies émergentes et développées de la région ont pour la plupart des relations étroites avec la Chine (à l'exception notable de la Russie et de l'Inde). En l'absence de chiffres officiels fiables sur les difficultés chinoises, il est difficile de chiffrer leur impact sur la croissance mondiale.

## Le ralentissement de la Chine pèse sur la croissance asiatique

La zone Asie-Pacifique représente plus du tiers du produit intérieur brut mondial et demeure le premier contributeur de la croissance mondiale malgré les difficultés de la Chine, qui affectent la plupart de ses voisins émergents et développés.



Dans les économies développées de la zone Asie-Pacifique, la croissance sera moins forte que prévue. Le Japon sort timidement de la récession (probablement moins de 1% de croissance en 2015), tandis que la Corée du Sud, l'Australie et Taiwan devraient enregistrer une progression de l'activité moins forte que ce qui était attendu en début d'année.



Dans la région émergente de la zone, le poids de la Chine (60% du PIB) et les doutes qui existent sur la

réalité des estimations officielles invitent à la prudence. En l'absence de chiffres fiables concernant la croissance chinoise, il est difficile de mesurer l'ampleur du ralentissement qui a lieu actuellement dans la zone.

Tout ne va pas si mal. En Inde, en Indonésie et aux Philippines, la croissance est malgré tout dynamique, tandis que l'activité repart en Thaïlande.

## Le commerce régional affaibli

Si l'Asie reste le poumon de la croissance mondiale, le ralentissement de l'économie chinoise est un frein pour l'ensemble de la région Asie-Pacifique compte tenu de son poids dans les échanges internationaux.

Hormis la Russie, dont le commerce extérieur est davantage orienté vers l'Europe, et l'Inde, finalement peu exposée commercialement, la plupart des voisins émergents (Indonésie, Thaïlande, Malaisie, Philippines, Vietnam) de la Chine subissent donc le coup de froid de son économie.

Les économies développées de la zone ne sont pas épargnées. En Australie, les secteurs miniers sont touchés par la baisse des prix et de la demande en provenance de Chine, qui représente le quart de ses débouchés.

Les exportations et l'activité taiwanaise subissent également l'exposition de l'économie à son voisin chinois. Au Japon, la réduction des déficits extérieurs est en bonne voie malgré tout grâce à la politique de change agressive de la Banque centrale. Par ailleurs, l'économie bénéficie tout particulièrement de la baisse du prix des matières premières, tout comme en Corée du Sud.

Au-delà de son impact régional, le ralentissement chinois affecte principalement les économies d'Amérique du sud et d'Afrique.



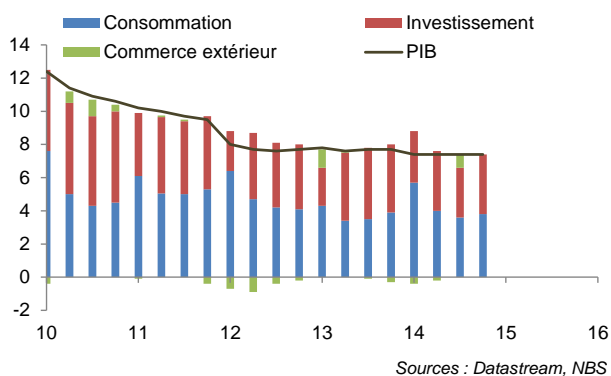
# Chine : un colosse aux pieds d'argile

La Chine traverse une période de transition qui affecte le rythme de progression de l'activité. Alors que les chiffres distillés pas les sources officielles livrent une vision sereine de l'atterrissage chinois, les données en dur nourrissent l'inquiétude qui entoure ce ralentissement.

## La croissance ralentit, la bulle financière explose

Sur le premier semestre 2015, les chiffres officiels font état d'un léger ralentissement de l'activité économique, à 7% en glissement annuel au T1 et T2, contre 7,3% sur les quatre exercices de 2014. Le taux de chômage est quant à lui stable autour de 4%. Le niveau de l'inflation est remonté après un léger ralentissement en début d'année.

Contribution à la croissance des composantes de la demande (chiffres officiels)



L'évolution récente d'un certain nombre d'indicateurs (consommation d'électricité et de ciment, production industrielle, volume des importations, frets) invite à la prudence concernant ces chiffres officiels. L'économie chinoise traverse une phase de transition due au changement de son modèle de croissance. Les transformations à l'œuvre ont un impact sur le rythme de l'activité. Alors que les chiffres dévoilés par le Bureau National des statistiques de Chine laissent apparaître un atterrissage en douceur de l'activité durant cette période de transition, il semble plus réaliste de considérer que la croissance a connu un ralentissement important, sans pouvoir en connaître l'ampleur précise (bien que des estimations autour de 2% existent).

Les inquiétudes nées de ce ralentissement ont provoqué un éclatement de la bulle financière naissante. Les principaux indicateurs boursiers ont connu un mouvement de correction rapide.

Les autorités chinoises ont réagi en procédant à des injections massives de liquidités, à des achats de titres et des mesures de restrictions à la vente afin de soutenir les cours boursiers. Par la suite, les autorités monétaires ont organisé une dévaluation du taux de change du yuan

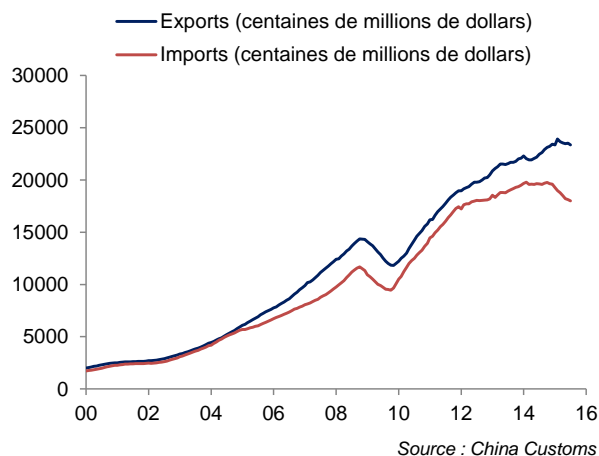
de 4% par rapport au dollar, afin de corriger la hausse du taux de change effectif consécutif à la hausse du dollar. Dans un troisième temps, la Banque centrale a procédé à une baisse de ses taux directeurs de 25 points de base à 4,6% fin août, ainsi qu'à la baisse de 50 points de base des taux de réserve obligatoires, à 18%.

L'épisode que traverse la Chine est le rappel brutal que nul ne peut échapper aux incompatibilités énoncées dans le triangle de Mundell, qui explique que l'on ne peut disposer d'un taux de change fixe et d'une politique monétaire indépendante tout en tolérant la liberté des capitaux.

## Quelles conséquences ?

Les conséquences de l'atterrissage de la croissance en Chine sont multiples. Ses principaux partenaires commerciaux souffrent déjà du ralentissement de la demande chinoise. De ce point de vue, les conséquences économiques auront davantage un impact régional, que ce soit chez les pays développés (Japon, Corée du Sud, Australie) qu'émergents (Thaïlande, Malaisie, Vietnam). En Europe, et même en Allemagne qui est le pays le plus exposé, l'impact devrait demeurer limité.

Au niveau mondial, le ralentissement de la demande chinoise a une résonance par ses effets sur les cours des matières premières, en chute libre (pétrole, gaz, cuivre, alimentaires). Par ailleurs, les marchés obligataires et boursiers sont affectés, notamment chez les émergents déjà en proie à des difficultés et qui subissent la montée de l'aversion au risque des investisseurs.



# Le Japon ne s'en remet pas

Retombé en récession en 2014 (-0,1%) suite au relèvement de la TVA qui a fait chuter la consommation des ménages, l'économie japonaise se remet très lentement et devrait croître de moins de 1% en 2015, affectée également par le ralentissement de la demande chinoise.

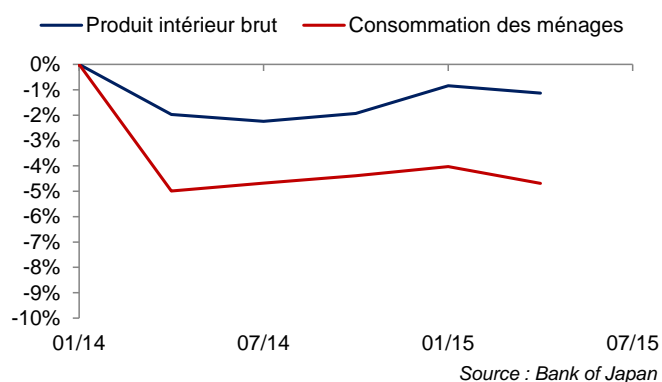
## La consommation pèse sur la croissance

La croissance japonaise a de nouveau marqué le pas au T2 (-0,3% t/t) après un net rebond au T1 (+1,1% t/t). L'année 2015 devrait voir le Japon renouer avec la croissance (-0,1% en 2014), mais celle-ci restera faible (sans doute légèrement inférieure à 1%).

Malgré ses difficultés conjoncturelles et l'atonie du volume de l'emploi, le Japon présente l'un des taux de chômage les plus faibles des pays de l'OCDE, à 3,3% en juillet. Cette situation s'explique par la baisse tendancielle de la population en âge de travailler et la faiblesse du taux de participation. L'inflation a brusquement chuté en avril en raison de la fin de l'effet de base de la hausse de la TVA en avril 2014.

Depuis la mise en place de cette hausse de la TVA et du saut de prix qu'elle a provoqué, la consommation est devenue le point faible de la croissance japonaise. Par rapport au T1 2014, les dépenses de consommation des ménages restent en repli de près de 5%. La faible augmentation des salaires nominaux n'a pas compensé la hausse de l'inflation, et ont provoqué une forte baisse du pouvoir d'achat des ménages. Cette ponction dans les revenus des ménages en faveur des administrations et des entreprises, dont les marges ont été renforcées, n'a pas bénéficié à l'investissement, qui tempore en raison de l'affaiblissement de la demande finale.

Variation du produit intérieur brut et de la consommation par rapport à leur niveau du T1 2014



## La politique des trois flèches tarde à produire ses effets

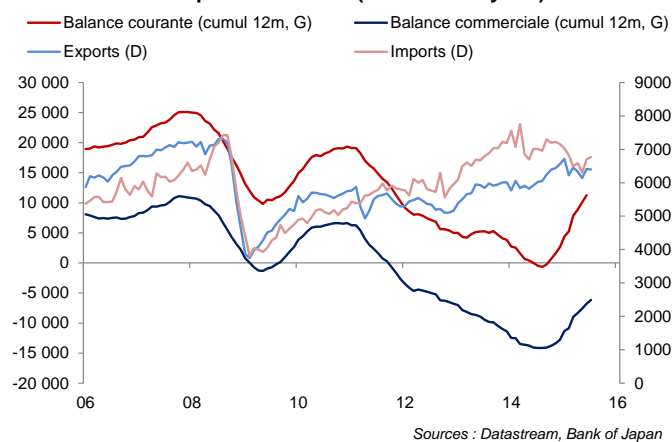
La politique économique du Japon repose sur trois « flèches » qui concernent les volets de relance

budgétaires et monétaires ainsi que la revitalisation de la croissance potentielle.

La politique de dévaluation compétitive organisée par la BoJ, combinée à la baisse des prix des produits importés, a permis au Japon d'infléchir le creusement de ses déficits commerciaux. Cette inflexion entamée fin 2014 s'est confirmée sur le premier semestre 2015. Au T2, la contraction brutale du volume du commerce extérieur (-4,4% pour les exportations t/t) a grandement contribué à la rechute de la croissance japonaise.

Compte tenu de l'objectif d'assainissement visé par la hausse de la TVA, le soutien des dépenses publiques à la croissance est contenu. Pour l'instant, malgré des gains en termes de recettes publiques, l'amélioration du solde budgétaire et, partant, la stabilisation du niveau de dette publique, reste conditionnée au retour de la croissance et à la faiblesse de la charge de la dette.

Comptes extérieurs (milliards de yens)



Enfin, la troisième flèche se matérialise par une feuille de route de dix objectifs. Parmi ceux-ci, on trouve notamment la redynamisation du volume de la population active (grâce à la hausse de la participation des femmes et des étrangers), la stimulation de l'innovation, la réallocation de l'épargne des agents japonaise et l'attractivité de l'économie japonaise (autorisation de séjour allongée, réforme de l'impôt sur les sociétés, développement du capital-risque).

# L'Inde maintient le cap

L'économie indienne a enregistré une croissance supérieure à 7% en 2014/2015. En 2015, l'activité devrait garder un rythme de progression élevé, ce que confirme le premier trimestre, d'autant que l'Inde est relativement peu exposée au ralentissement chinois.

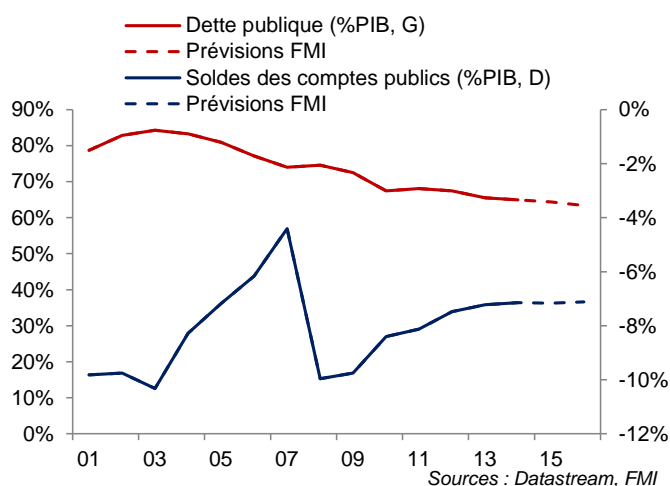
## La croissance au-dessus de 7% en 2014/2015

L'économie indienne a terminé l'exercice 2014/2015 à 7,3% de croissance. Au premier trimestre de l'exercice de 2015/2016, l'activité semble poursuivre sur le même rythme (+7% a/a).

L'inflation a continué de ralentir, passant de plus de 11% en novembre 2013 à 3,6% en août 2015. Pour autant, la convergence de l'inflation vers la cible de moyen terme de la Banque centrale (4%) est encore fragile. Ce ralentissement est le fruit de plusieurs facteurs : baisse des prix alimentaires et énergétiques, qui ont eu un impact positif sur la balance commerciale, et le ralentissement des salaires grâce à un meilleur ancrage des anticipations.

Le chômage reste relativement stable autour de 4% malgré le niveau de croissance élevé. Le dynamisme de la croissance démographique nourrit une population en âge de travailler qui croît rapidement.

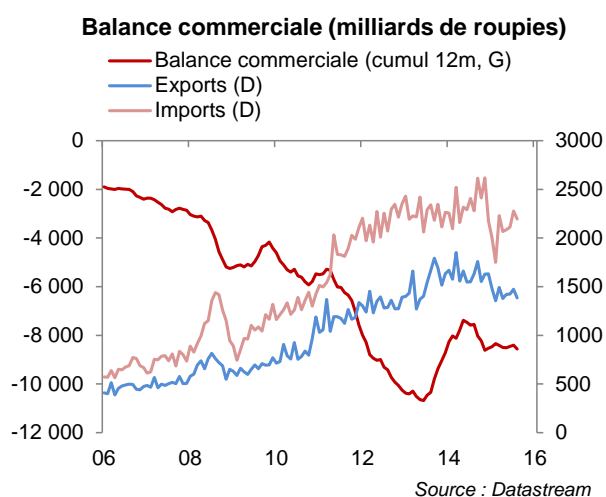
Le gouvernement réussit pour l'instant à diminuer légèrement le déficit public et à stabiliser le niveau de la dette, sans pour autant négliger les besoins en infrastructures de l'économie indienne. A ce titre, la montée en puissance de l'investissement, malgré la situation financière délicate des entreprises, est une bonne nouvelle. Les dépenses de consommation des ménages (+7% a/a) restent néanmoins le premier contributeur à la croissance, dans un pays où le (faible) poids du budget de l'administration laisse peu de marges de manœuvre au gouvernement.



## Le danger pourrait venir de l'extérieur

Malgré les difficultés de l'industrie indienne à faire émerger des secteurs capables d'exporter et à prendre une plus grande place dans les marchés régionaux et mondiaux, le ralentissement des prix des biens importés a provoqué une réduction des déficits commerciaux. La part des secteurs manufacturiers notamment reste relativement faible dans la valeur ajoutée.

Dans le sillage de la réduction des déséquilibres commerciaux, les déficits courants se sont réduits. Parallèlement, le financement de la dette extérieure indienne connaît des changements notables depuis quelques années. D'un côté, la teneur en investissements directs étrangers de la balance financière s'élève et ouvre la porte à des transferts de compétences et à une hausse du potentiel de croissance. D'un autre côté, le financement de la dette extérieure en investissements de portefeuille a également progressé et constitue une source de fragilités.



La stabilité financière de l'Inde est renforcée par la réduction de ses déséquilibres extérieurs. La couverture de ses besoins de financement en devises est meilleure grâce à une hausse des réserves de change. Toutefois, ces progrès restent fragiles face à d'éventuels mouvements de capitaux dans un contexte international délicat.

# Australie : la croissance faiblit

L'économie australienne connaît une période de ralentissement. L'affaiblissement de la demande chinoise et la chute des cours des matières premières affectent négativement l'activité, dont la progression devrait avoisiner 2% en 2015.

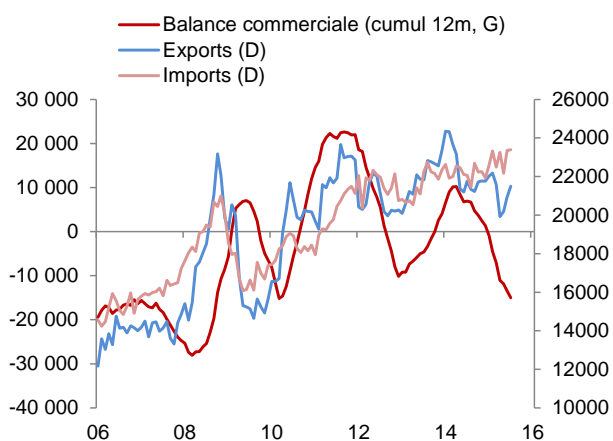
## Le secteur minier ne tire plus la croissance

L'économie australienne montre des signes de faiblesse. Après avoir surpris au T1 (+0,9% t/t), l'activité a nettement ralenti au T2 (+0,2%). En 2015, la croissance devrait être largement en dessous des attentes affichées en début d'année, même si elle devrait rester légèrement supérieure à 2%.

Le taux de chômage a atteint cet été son plus haut niveau depuis 2002, à 6,3%. Ce chiffre est toutefois à mettre en regard de l'inflexion à la hausse du taux d'emploi et de la hausse du nombre d'emplois créés. L'inflation est restée solide pendant la chute des prix pétroliers, et devrait rapidement retrouver un niveau supérieur à 2%.

Le ralentissement amorcé de l'activité minière, qui portait la croissance depuis plusieurs années, est la traduction de plusieurs inflexions structurelles qui pèsent sur l'économie australienne. Par ailleurs, le secteur subit de plein fouet le ralentissement de l'économie chinoise (et dans une moindre mesure de la politique de dévaluation du Japon), premier partenaire commercial de l'Australie. Au deuxième trimestre, les exportations ont ainsi reculé de 3,3% t/t en volume.

Balance commerciale (millions de dollars australiens)



Sources : Datastream

Sur le plan extérieur, outre le ralentissement de la demande adressée à l'Australie, la baisse du taux de change du dollar australien et la chute du prix des matières premières ont dégradé les termes de l'échange. Cet effet de prix aboutit à une situation qui a également

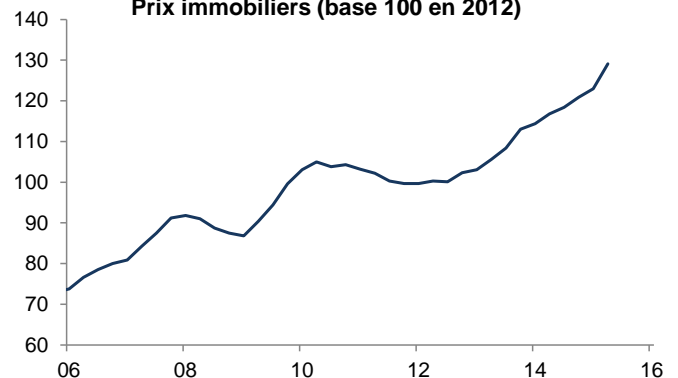
cours en Espagne. Alors que le commerce extérieur avait jusqu'à récemment une contribution à la croissance très positive depuis plusieurs années grâce au dynamisme des exportations, le renchérissement relatif des importations, stables en volume, a provoqué une dégradation de la balance commerciale australienne.

## Le danger immobilier

Le repli de l'investissement, qui souffre également du ralentissement du secteur minier, est un facteur important du tassement de l'économie australienne. Le recul de la formation brute de capital fixe en Australie est le fruit de plusieurs tendances contraires. Si la construction de logements résidentiels est toujours en progression, l'investissement productif connaît en revanche un recul prononcé depuis deux ans qui semble être un ajustement suite à une période de forte croissance.

La progression des prix immobiliers et du nombre de mises en chantier soulève des inquiétudes. Les achats de logements à but d'investissement dépassent désormais les achats à but résidentiel. Cet emballement du stock immobilier est adossé un volume de prêts qui mettrait les banques en difficultés en cas de retournement.

Prix immobiliers (base 100 en 2012)



Source : Australian bureau of statistics

La robustesse des dépenses de consommation, des administrations publiques notamment (+2,2% t/t), ont permis d'éviter un recul de l'activité. Le gouvernement possède des marges de manœuvre et peut se permettre de mener une politique de soutien de la demande.

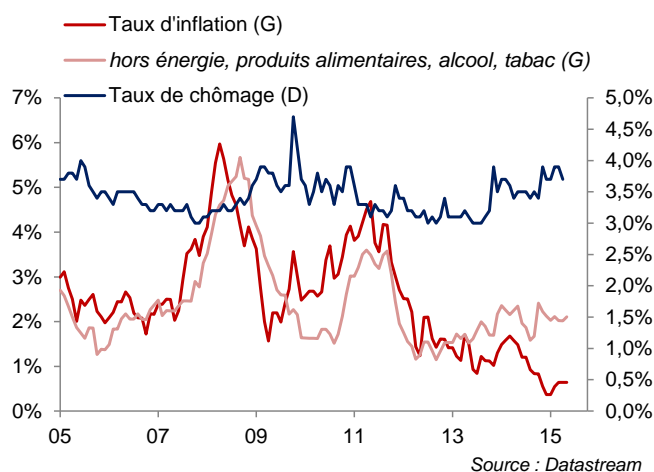
## Corée du Sud : moins bien que prévu

Après avoir connu une forte croissance en 2014 (+3,3%), l'économie coréenne traverse une période de ralentissement. L'activité souffre tout particulièrement du tassement du volume des exportations, nourri par l'affaiblissement de la demande chinoise.

### La croissance subit la chute des exportations

Le ralentissement progressif de l'économie coréenne entamé début 2014 s'est poursuivi durant le premier semestre 2015. Après un bon premier trimestre (+0,8% t/t), la croissance a de nouveau calé au T2 2015 (+0,3% t/t). En 2015, la croissance devrait rester légèrement supérieure à 2%.

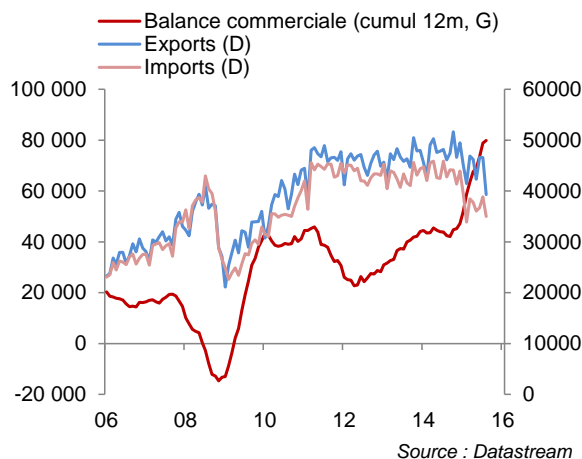
Du fait de la démographie dynamique en Corée du Sud, cette dégradation sensible de la conjoncture a eu un impact rapide sur le niveau du taux de chômage, qui demeure toutefois pour l'instant en dessous de 4%. L'inflation a dangereusement ralenti, même si pour l'instant ce sont les composantes cycliques qui pèsent sur les prix. La baisse des prix énergétiques a notamment fait passer les prix producteurs en territoire négatif au début de l'année.



Le fléchissement des exportations coréennes explique en grande partie le ralentissement de la croissance. La Corée du Sud subit la baisse de la demande d'importations de ses principaux clients.

L'atterrissage brutal de la croissance chinoise, qui représente le quart des débouchés aux exportations coréennes, et la politique de change agressive menée par la Banque du Japon qui mine sa compétitivité prix, sont les principaux facteurs de cette baisse.

### Balance commerciale (millions de dollars)



### La détente monétaire se poursuit

La politique économique de soutien ne devrait pas empêcher l'économie sud-coréenne de connaître un ralentissement en 2015, après deux années de croissance autour de 3%. Face à ce tassement progressif de l'activité, qui s'ajoute à la chute de la composante des prix énergétiques et pèse sur le niveau de l'inflation, la Banque de Corée a poursuivi la baisse de ses taux directeurs, fixés à un nouveau plus bas historique de 1,5%, soit une baisse de 100 points de base en un an.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement a décidé de soutenir la demande par une série de dépenses ciblées. Le secteur de la construction bénéficie d'un dispositif d'aides aux acheteurs immobiliers et de la mise en chantier d'infrastructures. Le niveau de dépenses en Recherche et Développement a été renforcé et demeure le plus important des pays de l'OCDE (4,5% du PIB).

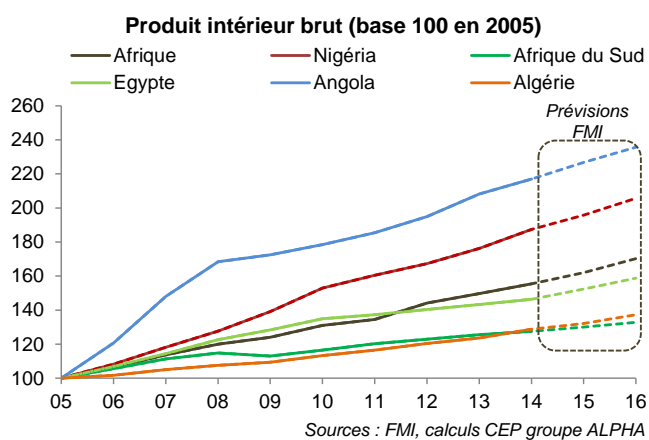
Le niveau élevé de l'endettement des ménages devrait quant à lui profiter des baisses d'impôts sur le revenu et d'une hausse des dépenses sociales, dans un pays marqué par un dualisme important sur le marché du travail et par un niveau d'inégalités et de pauvreté important.

# Afrique-Moyen-Orient : une croissance inégale

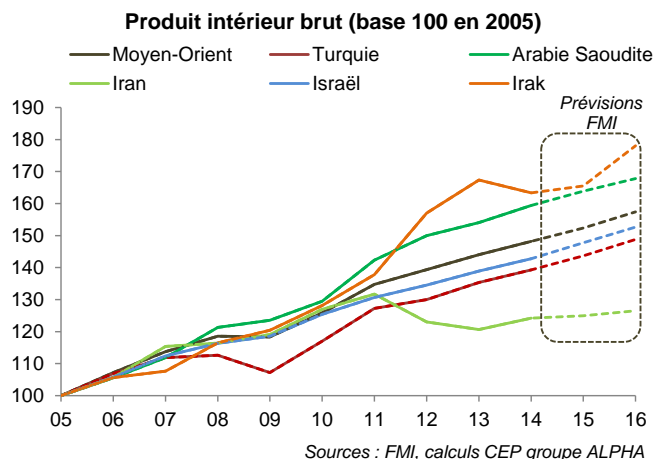
Les économies de la zone Afrique-Moyen-Orient continuent de croître à un rythme relativement élevé. Toutefois, la baisse des prix du pétrole pèse sur les finances publiques et extérieures de nombreuses économies de la zone. Au Moyen-Orient, le ralentissement de l'Iran et de l'Arabie saoudite pèse sur la croissance de la zone, alors que la Turquie affiche un taux de croissance qui demeure élevé. En Afrique, le Nigéria et l'Afrique du sud connaissent des difficultés liées à la chute des cours des matières premières.

## Une croissance élevée, malgré tout

L'Afrique et le Moyen-Orient connaissent un niveau de croissance élevé en 2015, malgré l'exposition de la région au ralentissement des prix des matières premières, et notamment du pétrole.



En 2015, la croissance devrait enregistrer un niveau plus faible que l'année dernière au Nigéria, alors qu'elle devrait être plus soutenue en Egypte et au Maroc et en Angola. En Afrique du Sud, l'activité connaît en revanche un nouveau ralentissement dans le sillage des difficultés financières de ses industries manufacturières et énergétiques, en proie à une chute de leurs taux de marge. L'Algérie connaît également des difficultés.



Au Moyen-Orient, l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis devrait connaître une croissance supérieure à 3%, alors que l'économie israélienne connaît un léger fléchissement. L'Irak est sorti de récession et devrait connaître une année 2016 de forte expansion. En Iran, la croissance a de nouveau chuté après une bonne année 2014.

## Les finances publiques et extérieures mises à rude épreuve

Le ralentissement des cours des matières premières a un retentissement particulier en Afrique et au Moyen-Orient. Dans de nombreuses économies de cette région, le poids des produits énergétiques dans leurs exports, et par voie de conséquence dans leurs comptes commerciaux et publics, est important.

Si certains pays apparaissent particulièrement bien armés (Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Qatar) pour affronter une période prolongée de prix bas, cela n'est pas le cas de toutes les économies de la zone.

En Afrique, la situation budgétaire de l'Angola, et dans une moindre mesure de l'Algérie et du Nigéria est mise en péril par la chute des prix énergétiques. Au Moyen-Orient, l'Iran et l'Irak sont vulnérables.

Sur le plan externe, la dégradation des comptes courants concerne plusieurs pays exportateurs de produits énergétiques (Angola, Nigéria, Yémen, Egypte) et vient parfois s'ajouter à la fragilité de leur position extérieure.

Les déficits courants ne sont toutefois pas le seul fait des pays exportateurs de pétrole. La Turquie, et dans une moindre mesure l'Afrique du Sud, présentent également des déséquilibres sur le plan extérieur qui ont fragilisé leur monnaie.

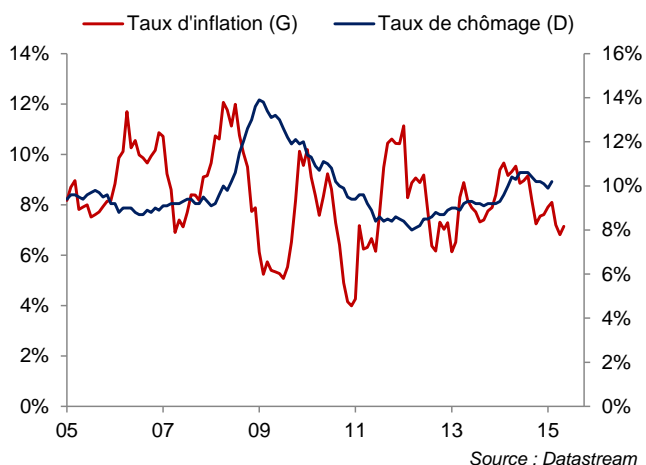
# Turquie : peut mieux faire

En Turquie, l'activité devrait à nouveau enregistrer une croissance autour de 3% en 2015 (après +2,9% en 2014). Alors que la consommation fléchit, le redémarrage de la zone euro est une bonne nouvelle pour les exportations turques. Les comptes extérieurs demeurent très déficitaires et constituent une source d'inquiétude.

## La croissance toujours inférieure à son niveau de 2013

Comme en 2014 (+2,9%, contre +4,2% en 2013), l'économie turque évolue en dessous de ses standards depuis début 2015 (+2,3% a/a au T1). En 2015, la croissance devrait rester à nouveau proche de 3%.

Dans un contexte de forte croissance du volume de la population active, ce ralentissement empêche le taux de chômage, qui demeure au-dessus de 10%, de reculer durablement. Le taux d'inflation reste élevé (7,1% au mois d'août), malgré un affaiblissement suite à la baisse du prix des matières premières.



La consommation des ménages est un déterminant particulièrement important dans la croissance économique turque. Son léger ralentissement a donc pesé sur le niveau de l'activité, même si elle demeure le principal contributeur à la croissance depuis la reprise de 2013. En revanche, les dépenses d'investissement sont à l'arrêt depuis fin 2011, en raison de la frilosité du secteur privé.

Côté administrations, les efforts consentis pour ramener les comptes publics à l'équilibre et diminuer le niveau de la dette publique laisse des marges de manœuvre que le gouvernement réserve à des objectifs ciblés (dépenses d'infrastructures).

Le renforcement de la croissance en Europe est une bonne nouvelle pour la Turquie, qui éprouve davantage

de difficultés à équilibrer ses comptes extérieurs que ses comptes publics, et compenser les difficultés de ses partenaires irakiens, qui représentent 7% de ses débouchés à l'export, et russes.

## Fragilités des finances extérieures

Alors que son taux d'ouverture est plutôt modéré (moins de 30%), l'économie turque est sensible à son environnement extérieur sur le plan financier. La faiblesse de l'épargne et la persistance des déficits courants ont favorisé la dégradation de sa position extérieure. Le détail de cette position extérieure révèle qu'une grande partie de la dette extérieure de court terme privée est libellée en monnaie étrangère.

Cette situation complique la tâche des autorités monétaires qui font face à un niveau d'inflation élevé. Depuis un an, le ralentissement de la demande domestique et la baisse de l'inflation importée ont permis à la Banque centrale de baisser les taux d'intérêt de 250 points de base, de 10% à 7,5%. Sur la même période, la livre a perdu plus de 20% de sa valeur par rapport au dollar.

## Taux de change contre le dollar (1 USD=... TRY)



Dans ces conditions, les décisions de la Réserve Fédérale sont suivies avec la plus grande attention. En effet, en cas de resserrement de la politique monétaire américaine, la Banque centrale turque devra veiller à éviter le déclenchement de mouvements déstabilisants de retraits de capitaux massifs.

## **Vue d'ensemble**



# Croissance

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,8%</b>
Avancés	60,9%	1,2%	1,4%	1,8%	2,1%	2,4%
Emergents	39,1%	5,2%	5,0%	4,6%	4,2%	4,7%
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,9%</b>
Etats-Unis	22,5%	2,3%	2,2%	2,4%	2,5%	3,0%
Canada	2,3%	1,9%	2,0%	2,4%	1,5%	2,1%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%	<b>-0,3%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>
Zone euro	17,3%	-0,8%	-0,4%	0,8%	1,5%	1,7%
Allemagne	5,0%	0,6%	0,2%	1,6%	1,6%	1,7%
France	3,7%	0,3%	0,7%	0,2%	1,2%	1,5%
Italie	2,8%	-2,8%	-1,7%	-0,4%	0,7%	1,2%
Espagne	1,8%	-2,1%	-1,2%	1,4%	3,1%	2,5%
Pays-Bas	1,1%	-1,6%	-0,7%	0,9%	1,6%	1,6%
Royaume-Uni	3,8%	0,7%	1,7%	2,9%	2,4%	2,2%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%	<b>2,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>1,6%</b>
Russie	2,4%	3,4%	1,3%	0,6%	-3,4%	0,2%
Pologne	0,7%	1,8%	1,7%	3,3%	3,5%	3,5%
<b>Asie développée</b>	11,4%	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>
Japon	6,0%	1,8%	1,6%	-0,1%	0,8%	1,2%
Australie	1,9%	3,6%	2,1%	2,7%	2,8%	3,2%
Corée du Sud	1,8%	2,3%	3,0%	3,3%	3,3%	3,5%
<b>Asie émergente</b>	22,7%	<b>6,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>
Chine	13,4%	7,8%	7,7%	7,4%	6,8%	6,3%
Inde	2,7%	5,1%	6,9%	7,3%	7,5%	7,5%
Indonésie	1,1%	6,0%	5,6%	5,0%	5,2%	5,5%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%	<b>3,0%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,3%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,9%</b>
Brésil	3,0%	1,8%	2,7%	0,1%	-1,5%	0,7%
Mexique	1,7%	4,0%	1,4%	2,1%	2,4%	3,0%
Argentine	0,7%	0,8%	2,9%	0,5%	-0,3%	0,1%
<b>Afrique</b>	3,1%	<b>7,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,1%</b>
Nigéria	0,7%	4,3%	5,4%	6,3%	4,5%	5,0%
Afrique du Sud	0,5%	2,2%	2,2%	1,5%	2,0%	2,1%
Egypte	0,4%	2,2%	2,1%	2,2%	4,0%	4,3%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,3%</b>
Turquie	1,0%	2,1%	4,1%	2,9%	3,1%	3,6%
Arabie Saoudite	1,0%	5,4%	2,7%	3,5%	2,8%	2,4%

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\*Taux de croissance, estimation (e) et prévisions (p) du FMI en % par rapport à l'année précédente

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015

# Comptes extérieurs

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%					
Avancés	60,9%	-0,1%	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%
Emergents	39,1%	1,4%	0,7%	0,7%	0,1%	0,4%
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%					
Etats-Unis	22,5%	-2,9%	-2,4%	-2,4%	-2,3%	-2,4%
Canada	2,3%	-3,3%	-3,0%	-2,2%	-2,6%	-2,3%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%					
Zone euro	17,3%	1,5%	2,2%	2,3%	3,3%	3,1%
Allemagne	5,0%	7,1%	6,7%	7,5%	8,4%	7,9%
France	3,7%	-1,5%	-1,4%	-1,1%	-0,1%	-0,3%
Italie	2,8%	-0,4%	1,0%	1,8%	2,6%	2,5%
Espagne	1,8%	-0,3%	1,4%	0,1%	0,3%	0,4%
Pays-Bas	1,1%	8,9%	10,2%	10,3%	10,4%	10,1%
Royaume-Uni	3,8%	-3,7%	-4,5%	-5,5%	-4,8%	-4,6%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%					
Russie	2,4%	3,5%	1,6%	3,1%	5,4%	6,3%
Pologne	0,7%	-3,6%	-1,3%	-1,2%	-1,8%	-2,4%
<b>Asie développée</b>	11,4%					
Japon	6,0%	1,0%	0,7%	0,5%	1,9%	2,0%
Australie	1,9%	-4,3%	-3,3%	-2,8%	-4,0%	-3,7%
Corée du Sud	1,8%	4,2%	6,2%	6,3%	7,1%	5,2%
<b>Asie émergente</b>	22,7%					
Chine	13,4%	2,6%	1,9%	2,0%	3,2%	3,2%
Inde	2,7%	-4,8%	-1,7%	-1,4%	-1,3%	-1,6%
Indonésie	1,1%	-2,7%	-3,2%	-3,0%	-3,0%	-2,9%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%					
Brésil	3,0%	-2,2%	-3,4%	-3,9%	-3,7%	-3,4%
Mexique	1,7%	-1,3%	-2,4%	-2,1%	-2,2%	-2,2%
Argentine	0,7%	-0,2%	-0,8%	-0,9%	-1,7%	-1,8%
<b>Afrique</b>	3,1%					
Nigéria	0,7%	4,4%	3,9%	2,2%	0,7%	1,3%
Afrique du Sud	0,5%	-5,0%	-5,8%	-5,4%	-4,6%	-4,7%
Egypte	0,4%	-3,9%	-2,4%	-0,8%	-3,3%	-4,3%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%					
Turquie	1,0%	-6,2%	-7,9%	-5,7%	-4,2%	-4,8%
Arabie Saoudite	1,0%	22,4%	17,8%	14,1%	-1,0%	3,7%

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\* Soldes des comptes courants, estimation (e) et prévisions (p) du FMI en % du PIB

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015

# Dette publique

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%					
Avancés	60,9%	106,1%	104,5%	104,6%	104,6%	104,2%
Emergents	39,1%	38,3%	39,3%	41,2%	43,5%	44,3%
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%					
Etats-Unis	22,5%	102,4%	103,4%	104,8%	105,1%	104,9%
Canada	2,3%	87,9%	87,7%	86,5%	87,0%	85,0%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%					
Zone euro	17,3%	91,1%	93,4%	94,0%	93,5%	92,4%
Allemagne	5,0%	79,0%	76,9%	73,1%	69,5%	66,6%
France	3,7%	89,2%	92,4%	95,1%	97,0%	98,1%
Italie	2,8%	123,2%	128,6%	132,1%	133,8%	132,9%
Espagne	1,8%	84,4%	92,1%	97,7%	99,4%	100,1%
Pays-Bas	1,1%	66,5%	68,6%	68,3%	67,5%	65,6%
Royaume-Uni	3,8%	85,8%	87,3%	89,5%	91,1%	91,7%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%					
Russie	2,4%	12,7%	14,0%	17,9%	18,8%	17,1%
Pologne	0,7%	54,4%	55,7%	48,8%	49,4%	49,2%
<b>Asie développée</b>	11,4%					
Japon	6,0%	236,8%	242,6%	246,4%	246,1%	247,0%
Australie	1,9%	27,9%	30,7%	34,3%	38,1%	40,2%
Corée du Sud	1,8%	32,3%	33,9%	35,7%	36,9%	38,1%
<b>Asie émergente</b>	22,7%					
Chine	13,4%	37,3%	39,4%	41,1%	43,5%	46,2%
Inde	2,7%	67,5%	65,5%	65,0%	64,4%	63,3%
Indonésie	1,1%	23,0%	24,9%	25,0%	25,9%	25,7%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%					
Brésil	3,0%	63,5%	62,2%	65,2%	66,2%	66,2%
Mexique	1,7%	43,2%	46,3%	50,1%	51,4%	51,7%
Argentine	0,7%	37,3%	40,2%	48,6%	49,5%	50,5%
<b>Afrique</b>	3,1%					
Nigéria	0,7%	10,4%	10,5%	10,5%	11,5%	11,2%
Afrique du Sud	0,5%	40,5%	43,3%	45,9%	47,5%	48,2%
Egypte	0,4%	78,9%	89,0%	90,5%	90,5%	88,5%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%					
Turquie	1,0%	36,2%	36,2%	33,5%	33,4%	32,5%
Arabie Saoudite	1,0%	3,6%	2,2%	1,6%	1,8%	1,7%

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\* Dette brute des administrations publiques, estimation (e) et prévisions (p) du FMI en % du PIB

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015

# Soldes publics

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%					
Avancés	60,9%	-5,7%	-4,2%	-3,9%	-3,2%	-2,7%
Emergents	39,1%	-0,8%	-1,7%	-2,5%	-3,7%	-3,3%
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%					
Etats-Unis	22,5%	-8,6%	-5,8%	-5,3%	-4,2%	-3,9%
Canada	2,3%	-3,1%	-2,8%	-1,8%	-1,7%	-1,3%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%					
Zone euro	17,3%	-3,6%	-2,9%	-2,7%	-2,3%	-1,7%
Allemagne	5,0%	0,1%	0,1%	0,6%	0,3%	0,4%
France	3,7%	-4,9%	-4,1%	-4,2%	-3,9%	-3,5%
Italie	2,8%	-3,0%	-2,9%	-3,0%	-2,6%	-1,7%
Espagne	1,8%	-10,3%	-6,8%	-5,8%	-4,3%	-2,9%
Pays-Bas	1,1%	-4,0%	-2,3%	-2,3%	-1,4%	-0,5%
Royaume-Uni	3,8%	-7,8%	-5,7%	-5,7%	-4,8%	-3,1%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%					
Russie	2,4%	0,4%	-1,3%	-1,2%	-3,7%	-2,6%
Pologne	0,7%	-3,7%	-4,0%	-3,5%	-2,9%	-2,3%
<b>Asie développée</b>	11,4%					
Japon	6,0%	-8,8%	-8,5%	-7,7%	-6,2%	-5,0%
Australie	1,9%	-3,4%	-3,0%	-3,6%	-3,3%	-2,7%
Corée du Sud	1,8%	1,6%	0,7%	0,3%	0,3%	0,6%
<b>Asie émergente</b>	22,7%					
Chine	13,4%	0,0%	-1,1%	-1,1%	-1,9%	-2,2%
Inde	2,7%	-7,5%	-7,2%	-7,2%	-7,2%	-7,1%
Indonésie	1,1%	-1,6%	-2,0%	-2,2%	-2,3%	-2,1%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%					
Brésil	3,0%	-2,6%	-3,1%	-6,2%	-5,3%	-4,7%
Mexique	1,7%	-3,7%	-3,8%	-4,6%	-4,1%	-3,5%
Argentine	0,7%	-2,4%	-2,0%	-2,7%	-4,1%	-4,0%
<b>Afrique</b>	3,1%					
Nigéria	0,7%	0,3%	-2,4%	-2,3%	-2,0%	-1,7%
Afrique du Sud	0,5%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,2%	-3,4%
Egypte	0,4%	-10,5%	-14,1%	-13,6%	-11,8%	-9,4%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%					
Turquie	1,0%	-1,7%	-1,3%	-1,5%	-1,4%	-0,9%
Arabie Saoudite	1,0%	14,7%	8,7%	-0,5%	-14,2%	-8,1%

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\*Soldes des comptes des administrations publiques, estimation (e) et prévisions (p) du FMI en % du PIB

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015

# Inflation

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%					
Avancés	60,9%	2,0%	1,4%	1,4%	0,0%	1,2%
Emergents	39,1%	6,1%	5,9%	5,1%	5,5%	4,8%
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%					
Etats-Unis	22,5%	2,1%	1,5%	1,6%	0,1%	1,5%
Canada	2,3%	1,5%	1,0%	1,9%	0,9%	2,0%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%					
Zone euro	17,3%	2,5%	1,3%	0,4%	0,1%	1,0%
Allemagne	5,0%	2,1%	1,6%	0,8%	0,2%	1,3%
France	3,7%	2,2%	1,0%	0,6%	0,1%	0,8%
Italie	2,8%	3,3%	1,3%	0,2%	0,0%	0,8%
Espagne	1,8%	2,4%	1,5%	-0,2%	-0,7%	0,7%
Pays-Bas	1,1%	2,8%	2,6%	0,3%	-0,1%	0,9%
Royaume-Uni	3,8%	2,8%	2,6%	1,5%	0,1%	1,7%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%					
Russie	2,4%	5,1%	6,8%	7,8%	17,9%	9,8%
Pologne	0,7%	3,7%	0,9%	0,0%	-0,8%	1,2%
<b>Asie développée</b>	11,4%					
Japon	6,0%	0,0%	0,4%	2,7%	1,0%	0,9%
Australie	1,9%	1,8%	2,5%	2,5%	2,0%	2,3%
Corée du Sud	1,8%	2,2%	1,3%	1,3%	1,6%	2,5%
<b>Asie émergente</b>	22,7%					
Chine	13,4%	2,6%	2,6%	2,0%	1,2%	1,5%
Inde	2,7%	10,2%	10,0%	6,0%	6,1%	5,7%
Indonésie	1,1%	4,0%	6,4%	6,4%	6,8%	5,8%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%					
Brésil	3,0%	5,4%	6,2%	6,3%	7,8%	5,9%
Mexique	1,7%	4,1%	3,8%	4,0%	3,2%	3,0%
Argentine	0,7%	10,0%	10,6%	NC	NC	NC
<b>Afrique</b>	3,1%					
Nigéria	0,7%	12,2%	8,5%	8,1%	9,6%	10,7%
Afrique du Sud	0,5%	5,7%	5,8%	6,1%	4,5%	5,6%
Egypte	0,4%	8,7%	6,9%	10,1%	10,3%	10,5%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%					
Turquie	1,0%	8,9%	7,5%	8,9%	6,6%	6,5%
Arabie Saoudite	1,0%	2,9%	3,5%	2,7%	2,0%	2,5%

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\*Taux de croissance des prix à la consommation, estimation (e) et prévisions (p) du FMI

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015

# Taux de chômage

	Poids 2014*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
<b>Monde</b>	100,0%					
Avancés	60,9%	8,0%	7,9%	7,3%	6,9%	6,6%
Emergents	39,1%					
<b>Amérique du Nord</b>	24,8%					
Etats-Unis	22,5%	8,1%	7,4%	6,2%	5,5%	5,2%
Canada	2,3%	7,3%	7,1%	6,9%	7,0%	6,9%
<b>Europe de l'ouest</b>	23,9%					
Zone euro	17,3%	11,3%	12,0%	11,6%	11,1%	10,6%
Allemagne	5,0%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,8%
France	3,7%	9,8%	10,3%	10,2%	10,1%	9,9%
Italie	2,8%	10,6%	12,2%	12,8%	12,6%	12,3%
Espagne	1,8%	24,8%	26,1%	24,5%	22,6%	21,1%
Pays-Bas	1,1%	5,8%	7,3%	7,4%	7,2%	7,0%
Royaume-Uni	3,8%	8,0%	7,6%	6,2%	5,4%	5,4%
<b>Europe centrale et de l'est</b>	4,6%					
Russie	2,4%	5,5%	5,5%	5,1%	6,5%	6,5%
Pologne	0,7%	10,1%	10,3%	9,0%	8,0%	7,7%
<b>Asie développée</b>	11,4%					
Japon	6,0%	4,3%	4,0%	3,6%	3,7%	3,7%
Australie	1,9%	5,2%	5,7%	6,1%	6,4%	6,2%
Corée du Sud	1,8%	3,2%	3,1%	3,5%	3,6%	3,5%
<b>Asie émergente</b>	22,7%					
Chine	13,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Inde	2,7%	3,6%	3,6%	NC	NC	NC
Indonésie	1,1%	6,1%	6,3%	6,1%	5,8%	5,6%
<b>Amérique Latine</b>	7,5%					
Brésil	3,0%	5,5%	5,4%	4,8%	5,9%	6,3%
Mexique	1,7%	4,9%	4,9%	4,8%	4,3%	4,0%
Argentine	0,7%	7,2%	7,1%	7,3%	7,0%	8,1%
<b>Afrique</b>	3,1%					
Nigéria	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Afrique du Sud	0,5%	24,9%	24,7%	25,1%	25,1%	24,9%
Egypte	0,4%	12,4%	13,0%	13,4%	13,1%	12,5%
<b>Moyen-Orient</b>	4,5%					
Turquie	1,0%	8,4%	9,0%	9,9%	11,4%	11,6%
Arabie Saoudite	1,0%	5,5%	5,6%	5,5%		

\* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

\*\*Taux de chômage, estimation (e) et prévisions (p) du FMI en % de la population active

Source : Perspectives du FMI de juillet 2015