



GROUPE
ALPHA
CENTRE ÉTUDES & PROSPECTIVE

Défricheurs du **social**

La Note

Centre Études & Prospective du Groupe Alpha



**L'embellie conjoncturelle de
l'économie française et européenne**

Clément Bouillet

Note de conjoncture - octobre 2017



La reprise en deux temps de l'économie mondiale

Europe

Europe	2
Zone euro : accélération temporaire	3
Allemagne : tous les feux sont au vert	5
L'économie française accélère, mais... ..	6
Italie : une hirondelle ne fait pas le printemps	8
Espagne : toujours dynamique	9
Royaume-Uni : le ralentissement se poursuit	10
Russie : la sortie de crise se confirme	11

Amérique du Nord

Amérique du Nord.....	12
Etats-Unis : fin de cycle ?	13

Amérique latine

Amérique latine.....	15
Brésil : un pays exsangue.....	16

Asie-Océanie

Asie-Océanie	17
Chine ; entre risques financiers et décélération	18
Japon : la croissance se renforce	19
Inde : léger ralentissement	20

Afrique-Moyen-Orient

Afrique-Moyen-Orient	21
----------------------------	----

Vue d'ensemble

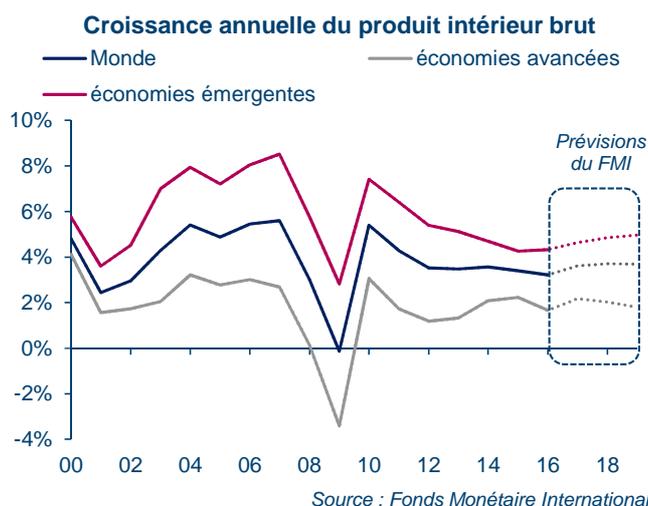
Croissance.....	23
Comptes extérieurs.....	24
Dette publique	25
Soldes publics	26
Inflation.....	27
Taux de chômage.....	28

La reprise en deux temps de l'économie mondiale

En 2016, dans le sillage des années précédentes, l'économie mondiale a continué de ralentir. En 2017, le renforcement progressif des économies émergentes et l'embellie conjoncturelle des économies développées devraient permettre à l'économie mondiale d'enregistrer une nette accélération. Aux Etats-Unis, au Japon et en Europe (excepté le Royaume-Uni), la reprise fait preuve d'un dynamisme renforcé depuis plusieurs trimestres. Du côté des économies émergentes, la Russie est sortie de récession, et le Brésil pourrait renouer avec la croissance cette année, alors que l'Inde et la Chine restent dynamiques.

Les économies développées tirent la reprise mondiale...

Après plusieurs années de ralentissement, l'économie mondiale a enregistré en 2016 son plus faible niveau de croissance depuis 2009 (+3,2%, après +3,4% en 2015). Les signes de reprise visibles depuis plusieurs trimestres se sont concrétisés et devraient déboucher sur un redressement en 2017 selon le Fonds Monétaire International (+3,6%), qui prévoit même un nouveau renforcement en 2018 (+3,7%).



Après avoir connu des difficultés en 2016 (+1,7%), les économies développées connaissent dans l'ensemble une embellie conjoncturelle et devraient enregistrer une hausse de l'activité d'au moins 2% en 2017, ce qui en fait les principaux moteurs de la reprise mondiale. Aux Etats-Unis, la croissance connaît un renforcement après un passage à vide en 2016 (+1,5%) qui pourrait se prolonger grâce au soutien de la politique économique.

Dans la zone euro (+1,8% en 2016), la hausse de la croissance se confirme mais les facteurs de soutien sont moins présents (taux de change, prix du pétrole, politique monétaire) et devrait rapidement peser sur l'activité si la politique économique ne parvient pas à renforcer les

fondamentaux. Le Japon est sorti de la stagnation ; le redémarrage de la demande privée tire la croissance. En revanche, au Royaume-Uni (+1,8%), le ralentissement de l'activité se poursuit dans le contexte de la sortie de l'Union européenne.

... avant le relais des économies émergentes en 2018

En 2016, le ralentissement de la croissance des économies émergentes (+4,3%, comme en 2015) a été enrayé et a ouvert la voie à une reprise en 2017-2018. Le ralentissement progressif de la Chine se poursuit, dans un contexte de rééquilibrage de la croissance et de désamorçage des risques financiers. La contribution du commerce diminue au profit de la demande interne, mais le niveau d'investissement, notamment dans la construction, reste élevé. Sur le plan financier, le niveau d'endettement domestique continue d'augmenter. En Russie, après un fort recul en 2015 (-2,8%), l'activité a enregistré un repli plus modéré en 2016 (-0,2%). Ces progrès se sont confirmés en 2017 et ont permis à l'économie russe de sortir de récession et de renouer solidement avec la croissance (autour de +1,5%). Le retour de la croissance a été plus long à se dessiner au Brésil (-3,6% en 2016, après -3,8% en 2015), déjà en proie à un ralentissement structurel et qui a vu les difficultés se multiplier sur la période récente (ralentissement de la Chine, baisse des prix du pétrole, accélération de l'inflation, crise politique, etc.). L'économie brésilienne est toutefois sortie de récession et devrait enregistrer une croissance modérée en 2017 avant un redémarrage plus franc en 2018. Parmi les « BRIC », l'Inde reste l'économie la plus dynamique et devrait à nouveau enregistrer un niveau de croissance supérieur à 7% cette année, malgré des facteurs de frein temporaires (réforme de la TVA, démonétisation, assainissement financier).

A partir de 2018, les facteurs de soutien à la croissance devraient être moins présents dans les économies développées et leur dynamisme récent devrait s'essouffler. La poursuite du renforcement de l'économie mondiale pour les prochaines années dépendrait donc de la confirmation des progrès entrevus au sein des économies émergentes.

Europe

Dans la zone euro, après deux années de croissance portée par la conjonction de facteurs de soutien (pétrole, taux d'intérêt, taux de change), l'activité continue d'accélérer en 2017. L'économie britannique poursuit son ralentissement, dans le sillage des dernières années, alors que la procédure de sortie de l'Union européenne est désormais enclenchée. Les économies d'Europe centrale restent dynamiques. Plus à l'est, la situation s'améliore en Russie, qui est sortie de récession.

La zone euro accélère, le Royaume-Uni continue de ralentir

L'activité accélère dans la zone euro. Le rythme des créations d'emplois et la trajectoire de croissance montrent que dans la plupart de ses économies membres, l'activité a confirmé ses progrès de 2015-2016. Toutefois, l'environnement est un peu moins favorable (remontée des taux de change et des prix du pétrole).

Dans la zone euro, exceptée l'Espagne, qui devrait avoisiner sa performance de l'année dernière (+3,3%), les principales économies membres devraient enregistrer une accélération de l'activité en 2017 : Allemagne (+1,9% en 2016), France (+1,1%), l'Italie (+1,1%) et les Pays-Bas (+2,2%). Un ralentissement sensible de la zone euro devrait intervenir en 2018.

Au Royaume-Uni, le ralentissement de la croissance se poursuit. La normalisation de la croissance (+2,2% en 2015) s'est confirmée en 2016 (+1,8%). Ce ralentissement devrait se poursuivre ; les premiers effets de la sortie prochaine du Royaume-Uni de l'Union européenne se font sentir. L'investissement ralentit, et l'accélération des prix due à la remontée des prix pétroliers et à la chute de la livre sterling pénalise le pouvoir d'achat des ménages et pèse sur la consommation privée.

La Suède reste dynamique (+3,6%), et la Norvège est toujours pénalisée par la baisse des prix pétroliers (+0,8%).

L'Europe centrale toujours dynamique, la Russie sort de la récession

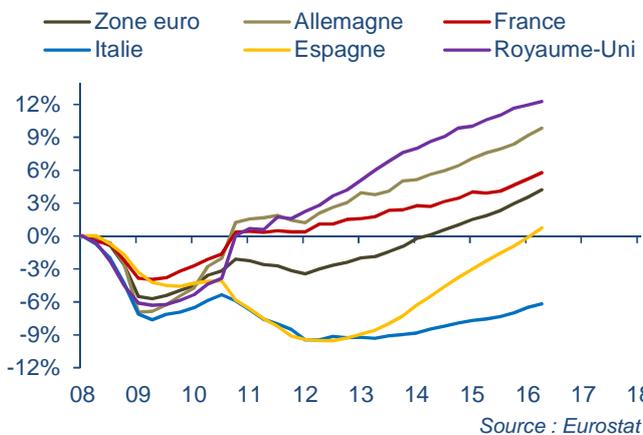
Les économies d'Europe centrale et de l'est connaissent également un renforcement de l'activité. La zone devrait enregistrer une hausse de 3% du produit intérieur brut en 2017 (contre 1,3% en 2016).

Les économies d'Europe centrale restent dynamiques : la Pologne, la République tchèque et la Roumanie notamment bénéficient de l'accélération de la croissance mondiale et européenne et améliorent leurs performances de l'année dernière.

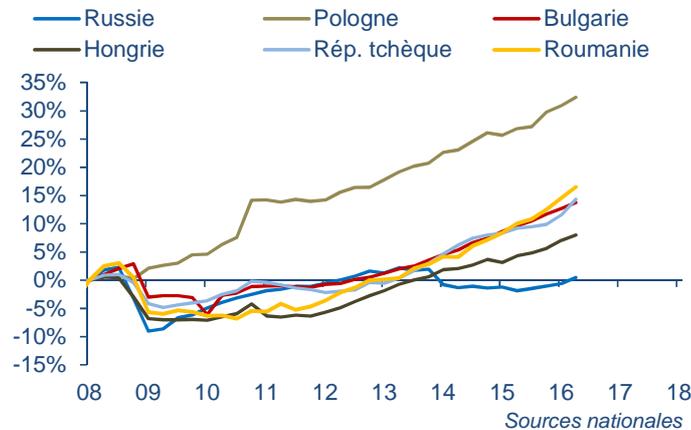
Dans les Balkans, en Croatie et en Serbie, la croissance devrait avoisiner sa performance de l'année dernière, autour de +3%.

Plus à l'est, l'économie russe est sortie de récession et devrait enregistrer une hausse de la croissance en 2017 (autour de +1,5%), après plusieurs années difficiles (recul de près de 3% du PIB en 2015). Le potentiel de croissance de l'économie russe reste toutefois assez limité et il n'y a pas de franche accélération à prévoir pour les années suivantes.

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



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



Malgré la baisse du franc suisse, qui devrait soutenir les exportations sur la deuxième partie de l'année, l'économie connaît un nouveau ralentissement, dans le sillage de deux années 2015-2016 décevantes.

Zone euro : accélération temporaire

L'économie de la zone euro devrait connaître une nouvelle accélération de la croissance en 2017, qui pourrait dépasser 2%. L'Allemagne, l'Espagne et les Pays-Bas sont les principaux moteurs de la croissance, devant la France et l'Italie. Malgré cette embellie conjoncturelle, la demande domestique montre des signes de fragilité qui devrait déboucher sur un ralentissement dès 2018.

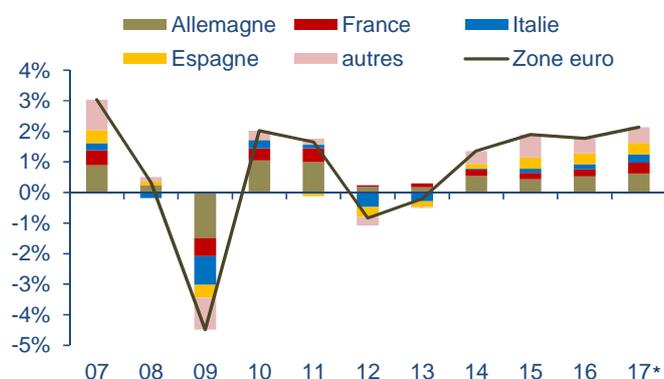
La croissance devrait dépasser 2% en 2017

En 2016, la zone euro a enregistré une croissance de 1,8%, tirée notamment par les économies allemande (+1,9%) et espagnole (+3,3%). La France et l'Italie (+1,1%) sont moins dynamiques. En 2017, la croissance devrait être sensiblement plus élevée et avoisiner 2%, avant de ralentir en 2018.

On peut en effet douter de la capacité de la zone euro à maintenir ce niveau de croissance. La consommation privée montre de premiers signes d'essoufflement et pèse sur la demande domestique et l'investissement, toujours nettement inférieur à son niveau d'avant crise, ralentit déjà.

Les écarts de performance sont importants entre les économies de la zone euro, mais la plupart ont connu une accélération de la croissance sur les derniers trimestres.

Contributeurs de la croissance de la zone euro



* T1+T2 2017 par rapport au T1+T2 2016

Sources : Datastream, Eurostat, calculs CEP Groupe ALPHA

Le taux de chômage poursuit son repli, entamé mi-2013. Il touchait 9,1% de la population active en août, en baisse de 0,8 point de moins qu'un an. La bonne tenue de l'activité favorise les créations d'emplois, qui devraient augmenter par rapport à 2016 (+2,1 millions de postes). En revanche, le nombre d'heures travaillées par emploi a stagné et la productivité a faiblement progressé, ce qui tient aussi aux caractéristiques des emplois créés (temps partiels, contrats temporaires).

Dans ce contexte, les salaires ont ralenti malgré le retour de l'inflation, et limitent les effets bénéfiques des améliorations du marché du travail sur la rémunération globale du travail, principal déterminant du revenu disponible des ménages et de la demande privée.

Malgré la fin des effets de la baisse des prix pétroliers, l'inflation faiblit à nouveau (+1,5%) après avoir oscillé autour de 2% en début d'année. Les prix des produits importés ont ralenti, suite à la hausse de l'euro. Le renforcement de l'inflation sous-jacente est plus progressif et dépasse désormais 1%, dans le sillage du renforcement de l'activité depuis plusieurs années.

La politique monétaire de la Banque centrale européenne reste très accommodante. Les taux d'intérêt sont à un niveau plancher et les assouplissements quantitatifs sont toujours en cours. La sortie de ces mesures de crise reste incertaine, et la hausse de l'euro complique un peu plus le calendrier. La hausse des taux directeurs ne devrait pas intervenir dans un futur proche, mais les programmes d'achats d'actifs mensuels pourraient être moins importants, mais durer plus longtemps que prévu, afin de limiter les effets de cette réduction sur les taux d'intérêt de long terme.

La demande domestique reste fragile

En 2016, la consommation des ménages (+1,9%) a été soutenue par la faiblesse de l'inflation et le dynamisme de l'emploi. Désormais, le rebond des prix énergétiques et la baisse des revenus salariaux pèsent sur les gains de pouvoir d'achat des ménages et limite la progression de la demande interne privée, facteur clé de la croissance dans la zone euro, après plusieurs années d'ajustement des déséquilibres mortifères pour la demande privée dans plusieurs économies membres.

De son côté, l'investissement connaît un ralentissement après une forte hausse en 2016 (+4,3%), et reste nettement inférieur à son niveau d'avant crise (de 8% par rapport à 2008). Le redémarrage de la construction se confirme, dans le sillage de la hausse de la part des dépenses des ménages consacrée à l'investissement, qui avait touché un point bas en 2015.

En revanche, les dépenses des entreprises en machines et équipements marquent le pas depuis plusieurs trimestres. Le maintien d'une politique monétaire accommodante et la mise en route progressive du Fonds Européen pour l'Investissement Stratégique (FEIS) sont des facteurs de soutien à l'investissement.

Le taux d'utilisation des capacités continue de progresser et dépasse sa moyenne de longue période. D'un autre côté, les incertitudes liées aux négociations sur la sortie du

Royaume-Uni génèrent un peu d'attente, malgré la bonne tenue des indicateurs de confiance. Surtout, la faiblesse persistante de la demande interne empêche l'investissement d'afficher un meilleur dynamisme dans la zone euro.

Enfin, la politique budgétaire est un peu plus expansionniste et ne pèse plus sur l'activité. La somme des déficits publics continue de se résorber (1,7% en 2016) grâce à la faiblesse des intérêts et l'amélioration de la conjoncture, et le niveau de dette publique diminue (désormais inférieure à 90% du PIB sur l'ensemble de la zone euro).

Pour l'instant, la Commission européenne reste relativement ferme sur sa volonté de voir les déséquilibres des finances publiques poursuivre leur résorption, alors que le déficit de demande globale est le chaînon manquant de l'accélération de la croissance dans la zone euro. La relance par la demande publique bénéficierait à court terme à la croissance mais comporte un risque élevé de perte de contrôle de la dette publique. Et les pays en excédents, notamment l'Allemagne, ne semblent pas disposés à utiliser leurs marges de manœuvre.

Dans ces conditions, la clé de la reprise se trouve dans le renforcement durable de la demande privée, dont les déterminants (emplois, salaires, baisse des inégalités, etc.) se heurtent pour partie au processus de reconvergence des économies européennes, de manque de coordination des politiques économiques nationales et d'harmonisation fiscale.

Le taux de change de l'euro s'est renforcé, mais...

Le taux de change de l'euro s'est fortement renforcé sur les derniers mois, passant de 1 euro pour 1,06 dollars à 1 euro pour 1,20 dollar début septembre. Cette appréciation devrait peser sur les exportations, mais il ne faut pas surestimer ses effets.

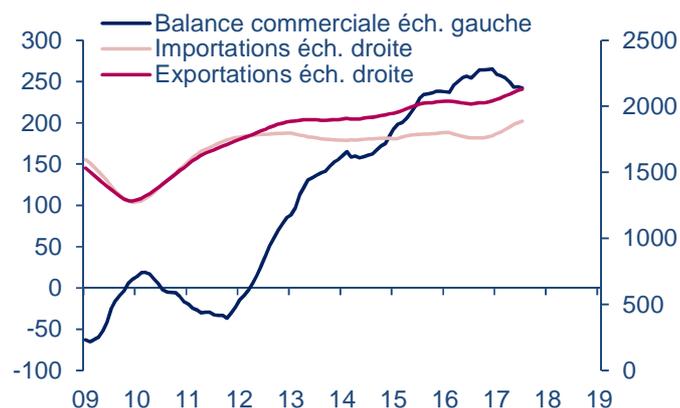
Tout d'abord, la hausse des taux de change effectifs de l'euro reste limitée ; le dollar a baissé par rapport à plusieurs devises et reste plutôt surévalué par rapport à l'euro. Ensuite, dans la zone euro, l'Allemagne est la principale économie qui exporte hors de l'Europe, et son positionnement de gamme la rend moins sensible à une hausse de l'euro. Et, le redémarrage du commerce mondial devrait compenser temporairement les effets négatifs de la perte de compétitivité des exportations européennes. Enfin, la hausse de l'euro devrait baisser le prix des importations (de pétrole notamment) et donner des gains de pouvoir d'achat, qui ralentissent depuis le renforcement de l'inflation.

Plus globalement, le renforcement de la croissance dans la zone euro ne passe pas par le commerce extérieur, mais par le rééquilibrage des échanges intra-zone et la mise en place des conditions propices à l'émergence d'une dynamique de demande interne auto-entretenu.

En 2016, la contribution du commerce extérieur a été négative dans la zone euro (-0,5 point) pour la première fois depuis 2009 (entre 2010 et 2015, le commerce extérieur a contribué de +2,8 points, pour une croissance de 3%).

Ce premier signal de réactivation de la demande domestique semble déjà s'estomper, et le commerce extérieur était de nouveau contributeur net de croissance au T1 et au T2. Les excédents commerciaux de la zone euro ont atteint 265 milliards d'euros en 2016).

Balance commerciale de la zone euro (cumul 12 mois, milliards d'euros)



Sources : Datastream, Eurostat

En attendant la demande (privée)...

Les effets des facteurs de soutien temporaires à la croissance s'estompent dans la zone euro : l'euro s'est apprécié, les prix du pétrole se renforcent, la politique monétaire reste accommodante mais un calendrier de sortie des mesures non conventionnel s'esquisse.

Le renforcement durable de l'économie de la zone euro dépend donc de sa capacité à se placer sur une dynamique de croissance auto-entretenu. Pour l'instant, les déterminants de la demande interne restent fragiles : l'emploi progresse mais les salaires réels faiblissent dans le sillage de la hausse de l'inflation. Les gains de productivité sont faibles. L'investissement bénéficie de la faiblesse des taux d'intérêt mais les dépenses productives ralentissent et restent en-dessous de leur niveau d'avant crise. Enfin, les politiques budgétaires restent globalement neutres et sont de toute façon contraintes par le niveau élevé des dettes publiques de la plupart des pays de la zone euro.

Le commerce extérieur est de nouveau un facteur de croissance, grâce au renforcement de la demande mondiale et du commerce international, mais surtout au ralentissement du volume des importations.

Il est peu probable que cette dynamique vertueuse se mette spontanément en place. Elle dépend donc des ajustements de politique économique capables de créer les conditions de l'émergence d'une telle dynamique, qui passe notamment par le renforcement durable de la demande privée.

Allemagne : tous les feux sont au vert

L'activité allemande a accéléré en 2016 (+1,9%, contre +1,5% en 2015). En 2017, la bonne tenue de l'économie européenne s'ajoute au dynamisme de la demande domestique et devrait soutenir le renforcement de la croissance un peu au-delà de son potentiel de moyen terme.

Nouvelle accélération de l'activité en 2017

L'économie allemande a enregistré une croissance de 1,9% en 2016. L'activité devrait accélérer en 2017 et devrait dépasser 2%, portée par la poursuite du renforcement de la demande interne privée et l'accélération de la croissance européenne et mondiale, avant de ralentir légèrement au cours des prochaines années.

Le taux de chômage poursuit son repli, à 5,6% en fin d'été, soit son plus bas depuis la réunification. Après avoir dépassé 2% en début d'année, les prix ont ralenti durant les derniers mois. Ce ralentissement ne devrait pas durer ; l'inflation sous-jacente suit une trajectoire de renforcement solide depuis plusieurs trimestres et atteint quasiment 2%.



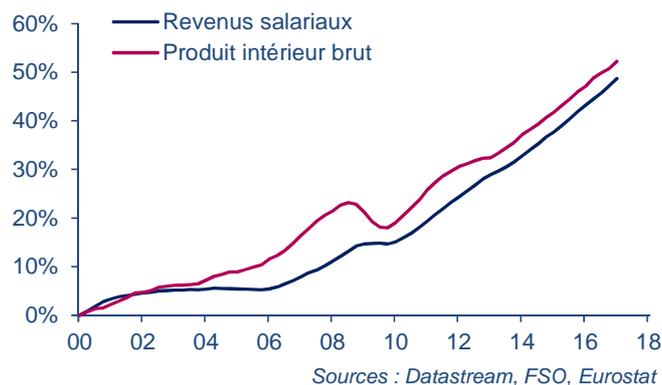
Le rééquilibrage de l'économie allemande se poursuit. En 2016, ses excédents commerciaux ont atteint un niveau record (249 milliards d'euros) mais connaissent, sinon un recul franc, une légère inflexion. Les exportations allemandes bénéficient de l'accélération de la croissance dans la zone euro, mais les échanges commerciaux intra-zone euro sont nettement moins déséquilibrés qu'il y a quelques années. La demande hors zone euro s'est également redressée, en dépit du ralentissement des importations britanniques, bénéficiant notamment du redémarrage américain et chinois.

La demande interne poursuit son renforcement

Sur le plan interne, la demande privée est robuste et pourrait porter la croissance au-delà de son potentiel pendant quelque temps. Principal moteur de la croissance en 2016 (+1,8% par rapport à 2015), la consommation privée s'est montrée résistante à la remontée de l'inflation et au niveau élevé du taux d'épargne des ménages, grâce au dynamisme des salaires et de l'emploi. Alors que

l'Allemagne approche du plein emploi, le comportement des salaires sera particulièrement important pour soutenir les gains de pouvoir d'achat des ménages et la demande domestique.

Variation du produit intérieur brut et salaires par rapport à leur niveau de 2000



Le sujet de la réduction des inégalités de revenus a été très présent pendant la campagne des élections fédérales. Même si cette tendance n'est pas spécifique à l'Allemagne, elle découle en partie des réformes du marché du travail qui ont eu lieu dans les années 2000. Elles ont à la fois participé à l'évolution du modèle de croissance allemand durant la dernière décennie, mais posent aujourd'hui question de leur impact sur la croissance potentielle, que ce soit par le canal de la demande (les inégalités de revenus augmentent la propension à épargner) ou de l'offre (accès à l'éducation, aux soins, à la formation, à un emploi durable, etc.).

L'investissement (+2,9% en 2016) connaît une accélération. La bonne tenue du climat des affaires, l'amélioration de l'environnement économique extérieur et la hausse du taux d'utilisation des capacités favorisent l'augmentation des dépenses productives (non résidentielles et équipements). La faiblesse des coûts de financement favorise également l'investissement des ménages (construction résidentielle).

Des dépenses ont été consenties pour répondre au besoin d'accueil et d'intégration des réfugiés, ainsi qu'à ceux du vieillissement de la population et de la sécurité. Compte tenu de l'accélération de la croissance, il est peu probable que le (futur) gouvernement utilise ses marges de manœuvre et s'écarte des objectifs d'équilibre budgétaire et de désendettement que s'est fixé l'Allemagne pour financer de nouvelles dépenses (baisses d'impôts, investissements publics).

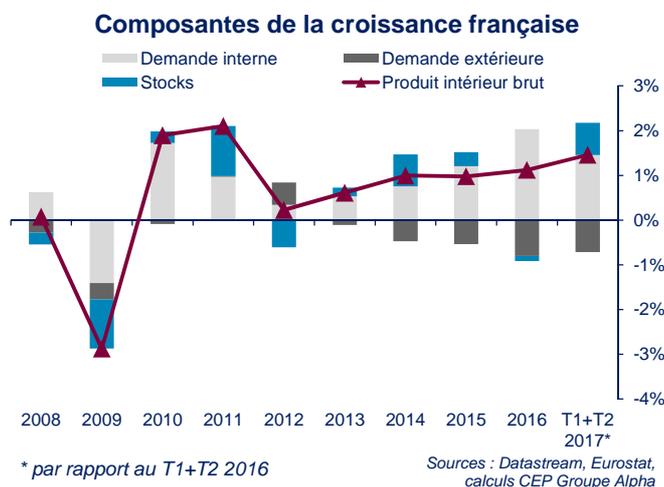
L'économie française accélère, mais...

Après trois années de faible croissance (+1%), l'économie française devrait améliorer sa performance en 2017-2018 (1,6-1,8%). L'accélération devrait toutefois rester modérée : la consommation privée manque de robustesse, la France peine à profiter de l'embellie conjoncturelle en Europe, et les premières mesures du nouveau gouvernement n'auront pas d'effets positifs à court terme.

L'économie française accélère

Sur la période 2014-2016, l'économie française est restée bloquée sur un rythme de 1% de croissance par an. Après avoir entrevu plusieurs fois des signes de renforcement, finalement avortés, l'activité connaît enfin une accélération sensible et devrait enregistrer une croissance un peu plus élevée au cours des deux prochaines années.

L'INSEE table sur une croissance stable au second semestre (+0,5% au T3 et au T4), et une croissance de +1,8% pour 2017.



Le commerce extérieur plombe la croissance

Le renforcement de l'inflation freine la progression du pouvoir d'achat des ménages et leur consommation. La confiance des ménages connaît un léger tassement. Par ailleurs, la baisse des créations d'emplois au second semestre (détails plus bas) devrait être un facteur de frein des revenus salariaux au second semestre.

Ce ralentissement de la consommation privée est compensé en partie seulement par le renforcement de l'investissement des entreprises et des ménages (qui profitent des taux bas). Malgré la fin de la mesure de suramortissement et la remontée des prix pétroliers, les taux de marge continuent de bénéficier de la montée en charge du CICE-pacte de responsabilité.

Les conditions d'accès au financement bancaire se sont nettement améliorées pour les TPE-PME. Le nombre de défaillances d'entreprises continue de reculer. La baisse est particulièrement importante dans les secteurs manufacturiers et de la construction.

Sur le plan externe, la contribution négative du commerce extérieur en 2016 (-0,8 point) se confirme en 2017 et la balance commerciale de la France se creuse à nouveau (-63 milliards d'euros en août en cumul sur 12 mois, soit le plus mauvais résultat depuis 2014). Sur la période récente, une large partie du renforcement de la demande interne est évincée par les importations. De leur côté, les exportations progressent insuffisamment pour que la France tire pleinement avantage de l'amélioration conjoncturelle en Europe, et la hausse de l'euro est pénalisante hors zone euro.

Enfin, les chiffres du premier semestre montrent que la croissance a été essentiellement portée en début d'année par la reconstitution des stocks (hors stocks, la croissance au premier semestre 2017 par rapport au premier semestre 2016 aurait été de 0,8% au lieu de 1,5%). Dans ces conditions, malgré la résistance fébrile de la demande interne, le potentiel d'accélération de l'activité reste limité.

En matière de comptes publics, l'accélération de l'activité permet d'envisager une baisse des déficits, qui seraient inférieurs à 3% pour la première fois depuis dix ans (-2,9% en 2017, -2,6% en 2018). La France reste visée par la procédure de déficits excessifs (et de déséquilibres macroéconomiques) de la Commission européenne (la France s'était initialement engagée sur un niveau de déficit de 2,7% du PIB en 2017).

Les premières mesures fiscales et budgétaires du nouveau gouvernement ne seront pas un facteur de soutien à la croissance à court terme. Les mesures de réduction de fiscalité continuent de privilégier le renforcement de la compétitivité et l'attractivité de l'économie française, mais les moyens de les financer sont plutôt négatives pour les déterminants de la demande. Cette stratégie répond aux déséquilibres de la France par rapport à ses partenaires européens. Côté productivité, elle est complétée par le plan d'investissement de 57 milliards d'euros. La gouvernance économique européenne continue toutefois de peiner à créer les conditions d'un renforcement durable de la croissance dans la zone euro, et donc un climat propice à la pleine réussite de cette stratégie.

Marché du travail : baisse du taux de chômage, hausse du nombre de chômeurs, réforme du code du travail

Le marché du travail envoie des signaux mitigés en 2017. Le taux de chômage confirme sa décrue (9,2% au T2 en métropole, contre 9,7% un an plus tôt) entamée au second

semestre 2016. De son côté, le taux d'activité chez les 15-64 ans est à un niveau historiquement élevé (72% au T2), de même que le taux d'emploi (65%). Les secteurs marchands privés ont enregistré des créations nettes de postes au premier semestre (+121 000, soit un cumul de +450 000 depuis le T3 2015), de même que le secteur tertiaire non marchand (+29 000).

Le second semestre devrait être nettement moins bon en termes de créations d'emplois malgré le retour de la croissance. La fin de la prime à l'embauche dans les PME et la réduction importante du nombre de contrats aidés seront des facteurs pénalisants. De son côté, le CICE est un facteur d'enrichissement de la croissance en emplois (et de la réduction du coût du travail), mais ses effets sont jugés modérés.

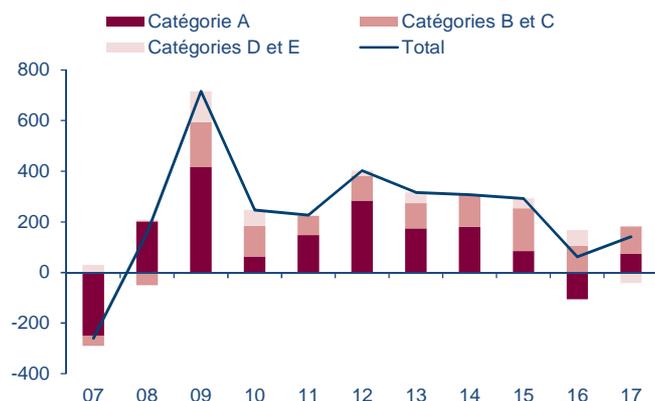
Si l'on considère les chiffres des inscriptions à Pôle emploi, qui présentent certes des limites d'interprétation, les évolutions sont moins réjouissantes. Le nombre de chômeurs continue d'augmenter et atteint désormais 6,4 millions de personnes, toutes catégories confondues. Les politiques de l'emploi et les changements conjoncturels provoquent des mouvements entre catégories (du chômage au sous-emploi, de la formation ou de l'inactivité au chômage), mais la tendance de fond reste inquiétante, et ne devrait pas s'inverser dans les prochains trimestres. Après avoir diminué en 2016 (-105 000), le nombre de chômeurs de catégorie A (n'ayant pas travaillé au cours du mois) augmente à nouveau. Le nombre de personnes en situation de sous-emploi (catégorie B et C) a poursuivi sa progression. En revanche, le nombre de chômeurs de catégorie D et E (en formation ou en emploi) diminue, après avoir fortement augmenté en 2016, dans la foulée du plan 500 000 formations. Le mouvement pourrait à nouveau s'inverser avec la mise en place du plan d'investissement, qui comprend un volet sur la formation (de 15 milliards d'euros).

Le nouveau gouvernement a mené par ordonnances une nouvelle réforme du code du travail. Elle prévoit notamment des changements de règles d'indemnisation des ruptures de contrat de travail et des indemnités prud'homales (qui seront encadrés par un plafond, fonction de l'ancienneté, et un plancher, fonction de l'ancienneté et de la taille d'entreprise), opère un nouveau mouvement de décentralisation des négociations collectives et des changements dans l'organisation du dialogue social. Il faudra juger dans la durée de la capacité de cette réforme à réduire le dualisme du marché du travail.

D'un point de vue macroéconomique, cette réforme est complémentaire à la politique économique de reconstitution structurelle de l'offre menée depuis plusieurs années en France (CICE-Pacte de responsabilité). Les entreprises, dont la sinistralité a augmenté et les marges se sont affaiblies après la crise, gagneront en capacité d'ajustement. En contrepartie, l'emploi et les salaires seront davantage soumis aux effets de cycle.

A court terme, il y a peu de choses à en attendre en matière de croissance et d'emplois. La conjoncture est nettement plus favorable qu'il y a un an à une réforme de flexibilisation, mais l'écart de production est toujours négatif en France. Si la formation de l'offre présente des faiblesses évidentes, comme en témoigne son incapacité à profiter du rebond de la demande européenne et mondiale, les déterminants de la demande, via les revenus salariaux notamment, pourraient pâtir des changements apportés.

Variation du nombre de demandeurs d'emploi par catégorie (en milliers)



* Pour l'année 2017, les chiffres s'arrêtent au mois d'août Sources : Datastream, DARES, calculs CEP Groupe ALPHA

Hausse modérée de la croissance en 2017-2018

Après la déception de 2016 (+1,1%), la performance de l'économie française devrait être meilleure en 2017-2018. L'accélération de l'activité repose toutefois sur des fondements encore fragiles.

La consommation privée ralentit et pèse sur la demande interne, malgré le bon comportement de l'investissement. Les premières mesures économiques du nouveau gouvernement (budget, fiscalité, réforme du marché du travail) ne devraient pas infléchir cette tendance à court terme, surtout si les créations d'emplois et les revenus salariaux ralentissent sur la deuxième partie de l'année après un premier semestre dynamique.

Sur le plan externe, la France peine à bénéficier pleinement du renforcement de la croissance en Europe, en raison de son manque de compétitivité. Les éventuels effets bénéfiques de la politique économique d'offre déployée par la France ne se manifesteront que progressivement au cours des prochaines années (contrairement à leurs effets récessifs sur les déterminants de la demande).

En 2017-2018, l'économie française devrait donc connaître une croissance sensiblement supérieure à sa performance de 2016 (1,6-1,8%, après 1,1%). A court terme, il est difficile d'espérer mieux. A moyen terme, le prolongement de ce renforcement dépendra beaucoup du contexte européen et des progrès en matière de coordination des politiques économiques nationales.

Italie : une hirondelle ne fait pas le printemps

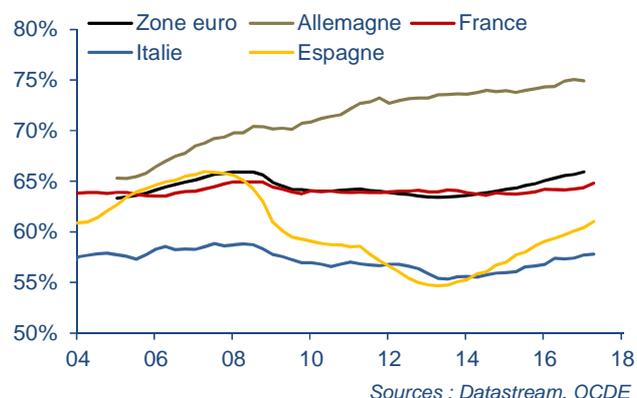
Après trois années de récession en 2012-2014, l'activité a progressé de +0,7% en 2015 et de 1% en 2016. La croissance devrait à nouveau augmenter en 2017, avant de ralentir en 2018. Malgré une embellie conjoncturelle, le potentiel de croissance de l'économie italienne reste limité.

Une embellie conjoncturelle

Après avoir renoué timidement avec la croissance en 2015 (+0,7%), l'économie italienne a connu une modeste accélération en 2016 (+1,1%). Portée par le renforcement de l'économie européenne, cette accélération devrait se prolonger mais restera limitée, autour de 1,5% en 2017. Les facteurs bloquants sont encore trop nombreux pour espérer que ce mouvement s'amplifie durablement.

Le taux de chômage recule très progressivement mais reste supérieur à 11%. Le marché du travail italien se caractérise toujours par une faible participation de la population en âge de travailler, et notamment des femmes. Le niveau du taux de chômage ne reflète ainsi pas la faiblesse du taux d'emploi italien, inférieur à 60% chez les 15-64 ans. Depuis 2014, des progrès ont toutefois eu lieu : créations d'emplois, qualité de l'emploi, taux de participation sont en progression.

Taux d'emploi chez les 15-64 ans



L'inflation s'est redressée et se rapproche de la cible de la Banque centrale européenne, mais sa composante sous-jacente atteint encore péniblement 1%.

Pas de progrès structurels sans redressement de la productivité

Pour l'instant, l'économie italienne ne semble toujours pas installée sur une trajectoire durable de croissance. Les composantes de la demande interne sont particulièrement peu vigoureuses compte tenu du contexte conjoncturel globalement favorable en Europe.

Après avoir porté la demande interne en 2016, la consommation privée ralentit. Dans le sillage d'une productivité atone, les revenus salariaux ralentissent. Dans ces conditions, le pouvoir d'achat des ménages, pénalisé par le renforcement de l'inflation, s'effrite davantage que

dans le reste de la zone euro. Le ralentissement de la consommation devrait se prolonger en 2018 et ramener la croissance à nouveau vers 1%, qui semble plus cohérent avec le potentiel actuel de l'économie italienne.

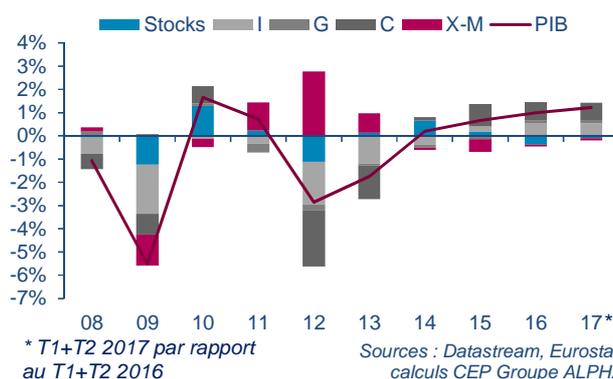
De son côté, le redémarrage de l'investissement, toujours amputé de 25% par rapport à son niveau du T1 2008 (+3% en 2016), semble déjà s'essouffler. Les marges des entreprises se sont légèrement renforcées et leur capacité d'autofinancement progresse, mais l'accès au crédit est difficile pour les petites et moyennes entreprises, qui n'ont pas accès aux marchés financiers.

Enfin, les dépenses publiques ne soutiennent pas la croissance. Malgré les assouplissements historiques de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, l'Italie emprunte plus cher que les autres grandes économies de la zone euro et reste contrainte par le niveau élevé de sa dette publique, qui dépasse 130% du PIB et limite ses marges de manœuvre pour un soutien à l'activité qui accompagnerait des réformes structurelles.

Le commerce extérieur bénéficie de la reprise de la zone euro. Les exportations italiennes progressent et soutiennent la croissance. La contribution nette du commerce extérieur reste toutefois relativement neutre car une partie de la croissance de la demande interne est évincée par le rebond des importations.

Faute de pouvoir s'appuyer sur une dynamique interne autoentretenu, la trajectoire de croissance de l'Italie dépend ainsi largement de facteurs qu'elle ne maîtrise pas et qui sont temporaires : maintien d'une politique monétaire très accommodante (financement de la dette publique), soutien de la demande par le canal externe (qui est plutôt favorable en 2017 en dépit des effets du Brexit), prolongement de la faiblesse des prix du pétrole (pouvoir d'achat et consommation).

Contributeurs de la croissance en Italie



Espagne : toujours dynamique

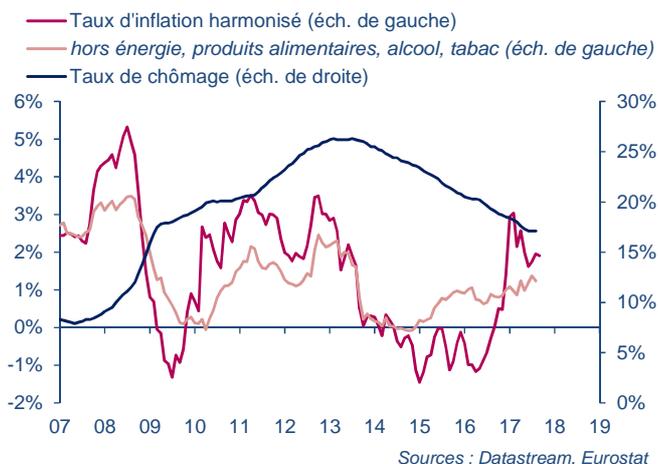
L'économie espagnole a maintenu un niveau de croissance élevé en 2016 (+3,3%). La croissance devrait à nouveau avoisiner 3% en 2017, bénéficiant de l'amélioration de l'environnement économique européen et mondial. Les signes d'une prochaine décélération sont toutefois de plus en plus clairs.

La décélération attendra...

En 2016, l'économie espagnole a progressé de +3,2%, égalant sa remarquable performance de 2015. L'amélioration de l'environnement économique mondial et européen devrait permettre à l'Espagne de poursuivre sur ce rythme en 2017, avant d'entamer une décélération progressive au cours des prochaines années vers un niveau de croissance plus conforme à son potentiel.

Grâce à ce dynamisme retrouvé, le taux de chômage continue de baisser rapidement mais reste très élevé en Espagne, à 17%. Les réformes du marché du travail et la modération salariale ont guidé l'ajustement de compétitivité de l'économie espagnole. La Commission européenne juge leurs effets mitigés. D'un côté, l'emploi a redémarré et la segmentation du marché du travail entre contrats temporaires et permanents a diminué. D'un autre côté, la part des contrats courts et des chômeurs de longue durée a beaucoup progressé. Les conséquences sociales des années de crise sont ainsi vivaces : le niveau d'inégalités de revenus et de pauvreté reste très élevé.

Côté prix, l'Espagne est sortie de la déflation depuis un an. L'inflation a plusieurs fois dépassé le niveau de 2% au cours des derniers mois, en raison des effets des prix pétroliers et plus récemment de l'électricité. L'inflation sous-jacente connaît un renforcement plus graduel mais dépasse désormais 1% et témoigne de la bonne tenue de la croissance ces dernières années.



... l'année prochaine

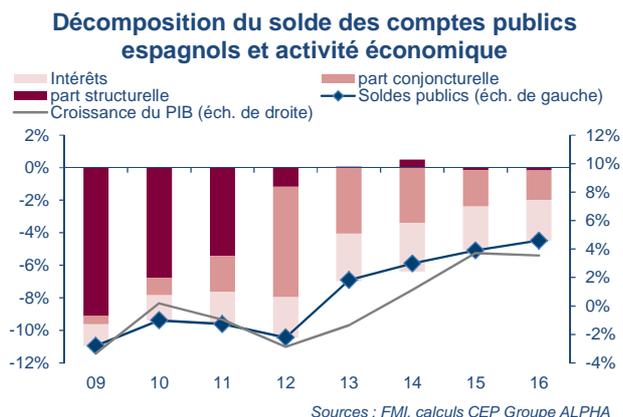
La progression de l'emploi soutient les revenus salariaux et le revenu disponible des ménages, mais le retour de l'inflation limite les gains de pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, la fin des effets de rattrapage ramène la

productivité à des facteurs plus structurels : le taux de rotation élevé sur le marché du travail et la part de plus en plus grande des secteurs tertiaires dans les créations d'emplois. Le maintien des marges des entreprises et la poursuite de leur désendettement impose ainsi un ralentissement des salaires nominaux. La consommation des ménages (+3,2% en 2016) connaît ainsi un ralentissement, signe avant-coureur de la décélération anticipée de l'économie au cours des prochaines années.

L'investissement, toujours inférieur de 27% par rapport à son niveau d'investissement, reste dynamique mais montre également ses premiers signes d'essoufflement dans le sillage de la demande interne. Les dépenses en machines et équipements ont quasiment retrouvé leur niveau de 2007, alors que les dépenses de construction, sont toujours inférieures de moitié à leur pic malgré le redémarrage des dépenses publiques.

Les finances publiques espagnoles bénéficient du dynamisme de l'économie. La dette publique, qui atteint pratiquement 100% du PIB, devrait commencer à décroître légèrement grâce à la réduction des déficits publics (de 1 point à la moitié de l'exercice) et à l'accélération du produit intérieur brut en termes nominaux. Le rebond de l'inflation pourrait en revanche rapidement déboucher sur un renchérissement des coûts de financement.

Le commerce extérieur soutient également la croissance. L'accélération de l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de l'Espagne bénéficie aux exportations, qui devraient toutefois pâtir rapidement du renforcement de l'euro. Sur le plan externe, le redressement des comptes extérieurs permet à l'Espagne de se désendetter progressivement (l'excédent extérieur en cumul annuel avoisine 20 milliards d'euros). La position extérieure nette (situation financière vis-à-vis du reste du monde) de l'Espagne reste malgré tout très dégradée (-80% du PIB).



Royaume-Uni : le ralentissement se poursuit

L'économie britannique ralentit. La procédure de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne est désormais enclenchée et ses premiers effets s'ajoutent au ralentissement progressif de l'activité, entamée depuis plusieurs années.

La croissance continue de s'essouffler

Dans le sillage de la normalisation de la croissance amorcée en 2015 (+2,2%), la décélération de l'activité s'est poursuivie au Royaume-Uni en 2016 (+1,8%). Les conséquences du résultat du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne commencent à se matérialiser et devrait prolonger ce ralentissement en 2017-2018.

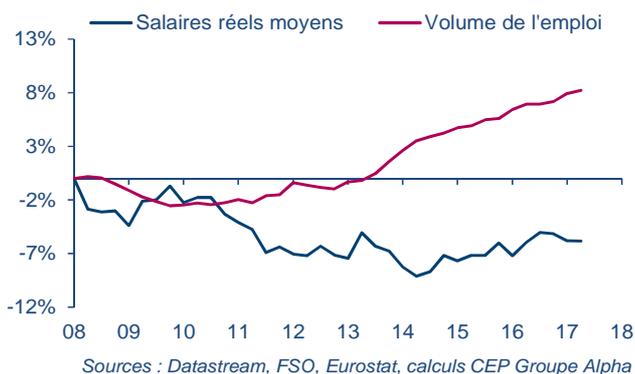
Le taux de chômage de pâtit pas pour le moment du ralentissement de l'économie britannique et dépasse légèrement 4%. L'économie britannique crée beaucoup d'emplois (le nombre d'emplois atteint désormais 35 millions) et le nombre de chômeurs est à son plus bas niveau depuis 2005 (1,4 million). Quasiment nulle au début de l'année 2016, l'inflation atteint désormais 3%, dans le sillage de la baisse de la livre sterling (autour de 1 livre pour 1,1 euro) et de la hausse des prix aux imports. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir ses taux directeurs à 0,25% en septembre, mais son discours s'est raffermi pour les prochains trimestres.

La consommation des ménages ralentit

La consommation est pénalisée par la hausse de l'inflation, qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'épargne a chuté, à 5% au premier semestre (contre 8% en 2016), et l'endettement des ménages augmente à nouveau.

A court terme, le ralentissement de la croissance devrait rapidement affecter les créations d'emplois, principal moteur des revenus salariaux des ménages dans le contexte de stagnation des taux horaires. Simultanément, des pénuries de main d'œuvre liées au Brexit apparaissent. A moyen terme, l'absence de gains de productivité de l'économie britannique devrait continuer à peser sur leur progression.

Volume de l'emploi et salaires réels par rapport à leur niveau du T1 2008

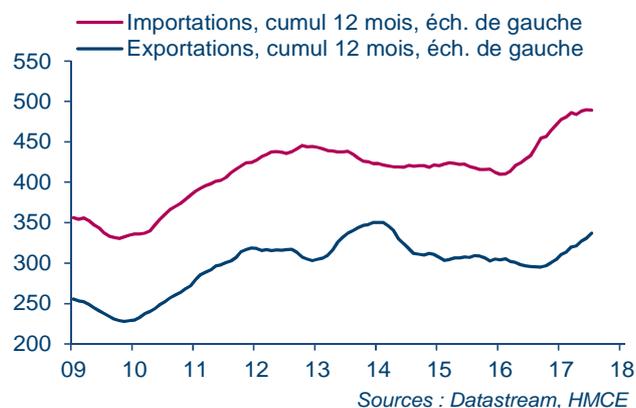


Dans ces conditions, la consommation des ménages devrait connaître un ralentissement notable en 2017 (après +3% en 2016). Ce ralentissement pourrait être durable si le marché du travail, par ailleurs proche du plein emploi, de retrouve pas son dynamisme récent, que les salaires accélèrent.

L'investissement a rebondi après son ralentissement de 2016 (+0,5%). Le climat des affaires s'est amélioré après une période difficile dans le sillage du résultat du référendum et la production manufacturière a rebondi, bénéficiant de la chute de la livre et de l'environnement extérieur favorable.

Sur le plan extérieur, la baisse de la livre sterling a d'abord eu un effet négatif sur la balance commerciale en renchérissant les prix des importations. La stimulation des exportations a été plus lente mais produit désormais ses effets (+5% en volume au premier semestre par rapport à 2016) et constitue un soutien précieux à la croissance, compte tenu du ralentissement de la demande interne.

Importations et exportations du Royaume-Uni (milliards de livres)



Les négociations sur le « Brexit » piétinent

Dans la foulée de la validation du projet de sortie de l'UE par les deux chambres parlementaires, la première ministre Theresa May a activé en mars l'article 50 du Traité de fonctionnement de l'Union européenne.

Pour l'instant, plusieurs pierres d'achoppement (Irlande, règlement financier notamment) empêchent la bonne progression des négociations. L'évolution future des règles commerciales entre l'Union européenne et le Royaume-Uni reste donc très incertaine. A long terme, une étude du Trésor britannique évalue les effets potentiels du Brexit à 6 points de PIB à horizon 2030. Il faut rester prudent tant que ses modalités ne seront pas définies, l'impact récessif du résultat avait déjà été surestimé pour 2016.

Russie : la sortie de crise se confirme

Après un recul sévère de l'activité en 2015 (-2,8%), l'économie russe est restée en récession en 2016 (-0,2%). Dans la continuité du renforcement de l'activité qui se dessine depuis plusieurs trimestres, la Russie est sortie de récession et devrait enregistrer une croissance robuste en 2017, avant une normalisation progressive au cours des prochaines années.

Redémarrage plus franc que prévu en 2017

Après une année 2015 cauchemardesque qui a vu le PIB reculer de 2,8%, l'économie russe s'est à nouveau contractée en 2016, mais à un rythme beaucoup plus modéré (-0,2%).

Dans le sillage des progrès entrevus en fin d'année dernière, la Russie devrait renouer avec la croissance, qui pourrait dépasser 1,5% en 2017. Le potentiel de croissance de l'économie russe reste toutefois limité et il n'y a pas de franche accélération à prévoir pour les années suivantes.

Le taux de chômage reste contenu malgré les récentes difficultés économiques de la Russie et oscille autour de 5%. L'inflation continue de ralentir (+3% en fin d'été) et donne des marges de manœuvre à la banque centrale, qui bénéficie également du raffermissement du rouble.

Malgré la baisse des excédents courants russes, le taux de change s'est un peu renforcé, et les sorties de capitaux ont diminué en 2016. Cela facilite la tâche de la banque centrale et la reconstitution de ses réserves de change. La banque centrale a procédé à de nouveaux abaissements des taux directeurs (à 8,5%, contre 10% il y a un an).

Taux de change et inflation



La demande interne redémarre

Sur le plan interne, la demande privée a mis du temps à redémarrer mais soutient désormais la croissance.

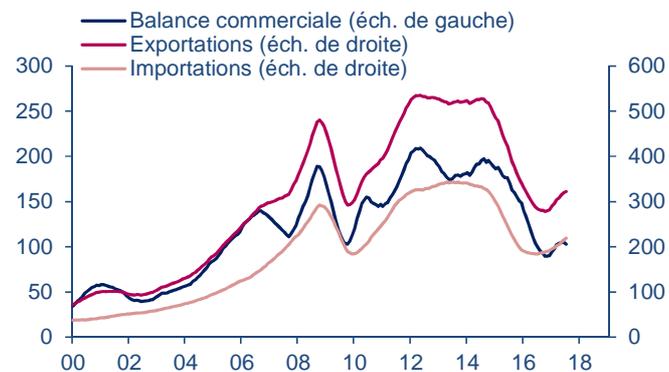
Le renforcement des salaires réels bénéficie depuis plusieurs trimestres du reflux de l'inflation et soutient le pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'épargne revient progressivement à sa moyenne d'avant crise, et la consommation privée commence à se redresser. Les

bénéfices de ce rebond sur la croissance sont toutefois en partie évincés par leur contenu important en importations. Le redémarrage de la production industrielle est en effet moins vigoureux que celui des ventes au détail. Durant les années de crise, le phénomène inverse avait joué avec la chute du rouble, redirigeant une partie de la consommation de biens importés vers la production nationale. Le canal externe avait également constitué un soutien précieux à la croissance

La contribution du commerce extérieur en ressort négative. Toutefois, l'amélioration des termes de l'échange grâce à la remontée des prix du pétrole devrait limiter les effets de volume sur la balance commerciale.

Le taux de change s'est installé durablement au-dessus du niveau de 1 dollar pour 60 roubles, contre 1 pour 40 avant la crise (et 1 pour 80 durant le pic de crise). Compte tenu du différentiel d'inflation sur la période, ce rebond ramène quasiment les taux de change réels effectifs de la Russie à leur niveau d'avant crise.

Balance commerciale de la Russie (cumul 12 mois, milliards de dollars)



Les dépenses d'investissement redémarrent également après trois années de forte contraction (-5% en 2016), dans le sillage de la consommation privée, et soutenue par des dépenses publiques d'infrastructures (pont du détroit de Kertch, pipeline vers la Chine).

Les taux d'intérêt demeurent élevés, compte tenu du ralentissement de l'inflation, ce qui complique le financement externe des dépenses, notamment des plus petites entreprises. La situation pourrait s'améliorer si la banque centrale procède à de nouvelles baisses de taux, probables compte tenu de l'évolution récente de l'inflation.

Amérique du nord

En Amérique du nord, la croissance rebondit après un ralentissement de l'activité en 2016. L'économie canadienne se renforce progressivement (+1,5% en 2016), et la reprise de l'activité aux Etats-Unis entrevue en début d'année aux Etats-Unis se confirme.

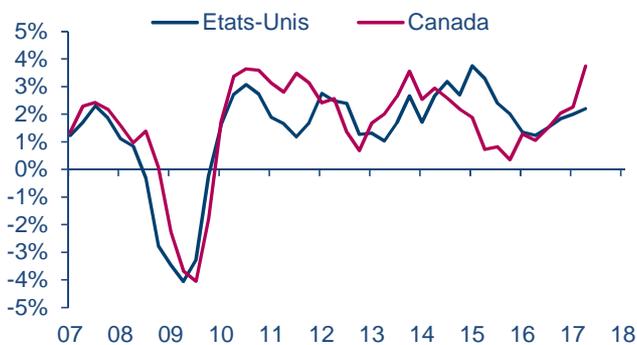
Renforcement de l'économie canadienne, reprise aux Etats-Unis

En 2016, la croissance dans la zone Amérique du Nord a été pénalisée par le ralentissement des Etats-Unis (+1,5%, contre +2,6% en 2015), alors que l'économie canadienne redémarre progressivement (+1,5%, contre +0,9% en 2015).

En 2017-2018, la croissance devrait augmenter dans les deux économies et la zone connaîtrait donc une accélération de l'activité. Le rebond aux Etats-Unis et la poursuite du renforcement au Canada permettront à la zone de retrouver un niveau de croissance de 2% voire plus.

Au-delà de cette tendance de court terme, les perspectives d'évolution de moyen terme se caractérisent par l'incertitude persistante entourant la stratégie économique des Etats-Unis, première économie mondiale et principal partenaire commercial du Canada.

Croissance du produit intérieur brut en glissement annuel



Sources : Datastream, CANSIM, BEA

L'économie canadienne accélère

Après une année 2015 délicate (+0,9%), l'économie canadienne s'est renforcée en 2016 (+1,5%). Ce redémarrage, qui a été plus lent que prévu, se confirme en 2017 et devrait déboucher sur un niveau de croissance élevé (3%) avant une probable normalisation de la croissance en 2018.

Sur le marché du travail, le taux de chômage baisse à nouveau et atteint désormais 6%. Ces progrès sont à mettre au regard de plusieurs évolutions négatives : la baisse du volume d'heures travaillées et la persistance d'une forte segmentation du marché du travail, notamment entre les salariés à temps plein et à temps partiel même si

ce type de contrats n'est pas subi dans la majorité des cas. Les salaires continuent de se renforcer et bénéficient de la reprise de l'emploi dans les secteurs industriels. L'inflation reste faible mais la banque centrale, qui avait attendu la clarification de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et la confirmation de la reprise, estime que cet affaiblissement est temporaire et a entamé une série de relèvement de ses taux directeurs.

— Taux d'inflation harmonisé (éch. de gauche)
 — hors énergie, produits alimentaires, alcool, tabac (éch. de gauche)
 — Taux de chômage (éch. de droite)



Sources : Datastream, Eurostat

La consommation des ménages reste le principal soutien à la croissance. Le renforcement des salaires, le redémarrage de l'emploi et les baisses d'impôts, conjugués au ralentissement des prix, dynamisent le pouvoir d'achat des ménages et les dépenses de consommation. Le rebond probable de l'inflation devrait sensiblement infléchir cette dynamique au cours des prochains trimestres.

En revanche, les dépenses dans l'investissement résidentiel qui avaient fortement progressé sur la période récente, continuent de reculer. Le niveau d'endettement des ménages est élevé, et les coûts de financement commencent à remonter, ce qui devrait diminuer le pouvoir d'achat des ménages à moyen terme. Les dépenses d'investissement productif ont reculé en 2016 mais progresse à nouveau et devraient enregistrer un net rebond en 2017-2018, soutenues par la hausse de l'investissement public.

Les comptes extérieurs se redressent enfin. Les exportations bénéficient de la faiblesse prolongée du dollar canadien, de la remontée des prix énergétiques et du renforcement de la demande d'importations des Etats-Unis. A moyen-terme, le risque commercial qui pèse sur l'adoption de mesures protectionniste reste élevé pour le Canada, dont les trois quarts des exportations sont vendus aux Etats-Unis.

Etats-Unis : fin de cycle ?

L'économie américaine devrait enregistrer un rebond en 2017, après un net ralentissement en 2016 (+1,6%). Ce rebond ne semble pas s'appuyer sur des fondamentaux solides, et les Etats-Unis semblent arriver au bout d'un cycle de croissance qui dure depuis 8 ans, et pourrait même se prolonger avec le soutien de nouveaux assouplissements budgétaires.

La croissance rebondit

Après deux années de forte croissance (+2,4% en 2014 et +2,6% en 2015), l'économie américaine a connu un net ralentissement en 2016 (+1,5%). En 2017, après un ralentissement en début d'année (phénomène devenu habituel depuis quelques années), l'activité a rebondi et les principales composantes de la demande, notamment privée, sont dynamiques mais montrent les premiers signes d'un possible essoufflement dans les prochains trimestres. La croissance pourrait dépasser 2%, ce qui correspond plutôt à la fourchette haute de son potentiel selon la Réserve Fédérale. Ce dynamisme pourrait se prolonger en 2018, mais il est difficile de se prononcer avant d'en attendre savoir davantage sur la politique budgétaire.

La situation sur le marché du travail continue de s'améliorer. Les créations de postes sont dynamiques et permettent de faire baisser le taux de chômage, désormais inférieur à 4,5%. En revanche, le taux d'emploi reste inférieur de plusieurs points à son niveau d'avant crise ; la capacité de l'économie américaine et de la politique économique à réintégrer la population découragée constitue un enjeu important. Les salaires réels marquent le pas. Les taux horaires sont nettement moins dynamiques qu'avant-crise à taux de chômage égal.

semble avoir des difficultés à l'expliquer. Trois hausses des taux directeurs étaient prévues en 2017. Après la temporisation de septembre, une hausse des taux directeurs apparaît donc probable en décembre (à 1,25-1,50%). Pour 2018, l'ampleur du resserrement est incertaine et soumise aux évolutions de l'environnement économique (prix et politique économique notamment).

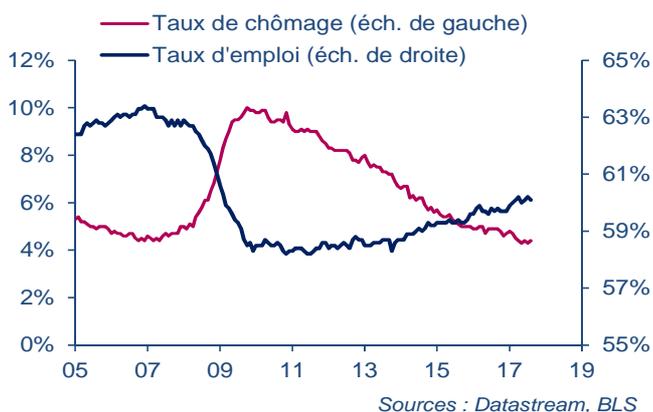
La Réserve Fédérale entamera la réduction de la taille de son bilan en octobre. Le bilan de la Réserve Fédérale contient toujours plus de 4000 milliards de dollars d'actifs acquis lors des trois phases d'assouplissement quantitatif, dont une grande partie est constituée de bons du trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires.

Sa présidente Janet Yellen a par ailleurs rappelé que les mesures d'assouplissement quantitatif restaient un outil utilisable mais que les taux directeurs restaient l'instrument principal de la conduite de la politique monétaire. Les projections de long terme des taux directeurs ont été revues à la baisse (2,75%), suggérant que les marges de manœuvre se réduisent en cas de dégradation de l'environnement économique. Cet abaissement fait suite à la révision à la baisse des projections de croissance lors de la réunion de juin du comité de politique monétaire.

Une politique inadaptée aux besoins de moyen terme de l'économie américaine ?

Malgré la baisse du taux de chômage, les salaires réels ne connaissent pas d'accélération. A terme, cela devrait pénaliser la consommation, qui avait porté la croissance en 2016 (+2,7%). Pour l'instant, l'endettement semble avoir pris le relais : après avoir baissé de 20 points de PIB par rapport à son niveau d'avant crise, l'endettement des ménages augmente à nouveau, et le taux d'épargne recule.

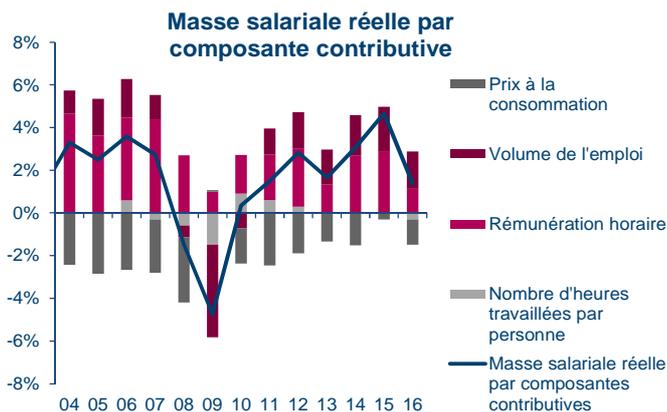
Taux de chômage et taux d'emploi



Après avoir retrouvé temporairement le niveau cible de 2% en début d'année, l'inflation connaît une nouvelle période d'affaiblissement, malgré la fin des effets de la baisse des prix pétroliers.

Politique monétaire : hausse des taux en décembre ?

Pour l'instant, la Réserve Fédérale reste confiante dans le caractère temporaire de ce ralentissement même si elle



Ce constat renvoie au problème majeur de la soutenabilité de la demande privée américaine.

Côté offre, le ralentissement de la productivité limite la progression des salaires. Côté demande, leur progression est insuffisante pour assurer des débouchés pérennes à la production. Depuis la crise, le dynamisme de l'emploi avait soutenu les revenus des ménages et la demande, malgré l'atonie des taux horaires. Désormais, l'écart de production est comblé, et les créations d'emplois devraient être plus conformes à la démographie des Etats-Unis. Les revenus par habitant dépendront donc largement de la capacité des Etats-Unis à générer des gains de productivité, qui rentabiliseront des salaires plus élevés, ou à créer les conditions d'un meilleur partage de la richesse, qui feront baisser le taux d'épargne.

Mis en difficulté sur plusieurs réformes, Donald Trump devrait pouvoir mettre en œuvre des baisses d'impôts de grande ampleur. Les baisses d'impôts sur les sociétés et sur les revenus qui devraient intervenir rapidement auront des effets positifs à court terme sur la croissance. La hausse de la rentabilité des entreprises et des revenus des ménages bénéficieront à la consommation et à l'investissement.

A moyen terme, on peut en revanche douter de l'efficacité d'une telle stratégie, financée par la dette publique (qui atteint 108% du PIB), dont le plafond doit être rediscuté en fin d'année. Elle facilitera les conditions macroéconomiques d'un resserrement monétaire et d'un renchérissement des coûts d'emprunt, alors que les Etats-Unis ont quasiment retrouvé le plein emploi.

Par ailleurs, cette stratégie ne crée pas les conditions d'une dynamique de croissance durable et auto-entretenu, et surtout inclusive, dans la mesure où une partie de ces mesures cibleront des baisses d'impôts pour les particuliers les plus aisés, qui bénéficient déjà à plein des effets de richesse (qui ont eu lieu ou sont à venir).

Une politique visant à réduire les inégalités de revenus aurait des effets puissants sur la demande privée, et moins déstabilisants que le recours à l'endettement privé (ou public via une baisse des impôts) et plus pérennes que les effets de richesse liés à la hausse des marchés d'actions. A plus longue échéance, la politique économique aurait également intérêt à viser la hausse de la croissance potentielle, en misant par exemple sur l'éducation (et donc la productivité), comme l'avait exprimé Janet Yellen en février, et la rénovation des infrastructures. L'abaissement récent des projections de long terme de la Réserve Fédérale tient compte de l'affaiblissement des composantes structurelles de la croissance (démographie, productivité).

Outre la consommation privée, les autres composantes de la demande (investissement et commerce extérieur) connaissent une embellie conjoncturelle.

Tallon d'Achille de la croissance américaine en 2016 (+0,7%), l'investissement connaît un net rebond, tiré notamment par l'investissement productif. En revanche, malgré le volontarisme affiché par Donald Trump lors des élections, la relance des dépenses d'infrastructures ne s'est pas encore concrétisée.

Sur la question du commerce extérieur, les améliorations conjoncturelles des principaux partenaires économiques (Canada, Japon, Europe, Chine) et la dépréciation du dollar bénéficient aux exportations, qui progressent à nouveau après deux ans de stagnation (+0,4% en 2016 en volume, après +0,1% en 2015).

Indice de Gini des revenus des ménages



Sources : Datastream, Bureau of Economic Analysis

Fin de cycle ?

L'économie américaine est dans un cycle de hausse depuis le deuxième trimestre 2009, qui correspond à son point bas durant la crise, soit huit ans. L'activité est supérieure de 14% à son pic d'avant crise. Le redémarrage de la croissance après le ralentissement de 2016 (+1,6%) laisse à penser que ce cycle de hausse, pourrait se prolonger.

La réaccélération de l'activité, que les baisses d'impôts devraient soutenir dans les prochains trimestres, est toutefois le fruit de facteurs temporaires et non d'une correction des faiblesses de l'économie américaine. Sur le plan structurel, la productivité et la démographie s'essouffent et les inégalités s'accroissent, alors que sur le plan conjoncturel l'économie américaine s'approche du plein emploi.

La Réserve Fédérale éprouve de grandes difficultés à refermer la parenthèse des mesures non conventionnelles (période de taux bas prolongée, assouplissements quantitatifs). Alors que l'endettement public a augmenté de 50 points de PIB sur la dernière décennie et n'est toujours pas stabilisé (il s'approche de 110% du PIB), l'endettement privé augmente à nouveau.

Dans ces conditions, la bonne tenue de la croissance américaine ne doit pas susciter d'enthousiasme immodéré et reste sujette à un ralentissement dans un horizon relativement proche.

Amérique latine

Les difficultés de plusieurs économies d'Amérique du sud se sont confirmées en 2016, plongeant la zone en récession. Le rebond de l'activité en 2017 s'appuie sur la sortie de récession du Brésil et de l'Argentine, alors que le Mexique connaît un léger ralentissement. La crise se poursuit au Venezuela.

Des facteurs extérieurs moins pénalisants

La zone Amérique latine a connu une année de récession en 2016 (-1,5%), fortement pénalisée par la crise au Brésil (-3,6%), première économie de la région, et au Venezuela (-18%), ainsi que par le recul de l'activité en Argentine (-2,3%). Le Mexique (+2,3%) et la Colombie (+2%) ont également montré des signes de faiblesse, mais la croissance est restée positive. La situation devrait toutefois s'améliorer et déboucher sur une reprise globale en 2017, même si le retour de la croissance est progressif au Brésil, et surtout au Venezuela, plongée dans une crise dont on ne voit pas le bout.

Les économies d'Amérique latine ont pour la plupart été affectées par la baisse des prix énergétiques et miniers, qui constituent une source essentielle de revenu d'exportations, ainsi que la dépréciation des devises émergentes et la baisse des réserves de change. La déformation des termes de l'échange s'est ajoutée à la baisse de la demande chinoise.

Sur ces deux points, les économies exposées, notamment sud-américaines, devraient connaître une accalmie. Les prix pétroliers notamment ont sensiblement augmenté depuis un an, et le niveau des importations chinoises a rebondi en début d'année. La Chine représente une part importante des débouchés aux exports du Brésil (18%), du Chili (25%), du Pérou (18%), du Venezuela (15%), de la Colombie (11%).

Par ailleurs, les devises se renforcent face au dollar, après avoir chuté suite aux premiers signes de resserrement de la politique monétaire américaine. Les comptes extérieurs devraient toutefois rester négatifs dans l'ensemble de la zone, mais globalement les tensions financières s'apaisent.

Des difficultés inégales

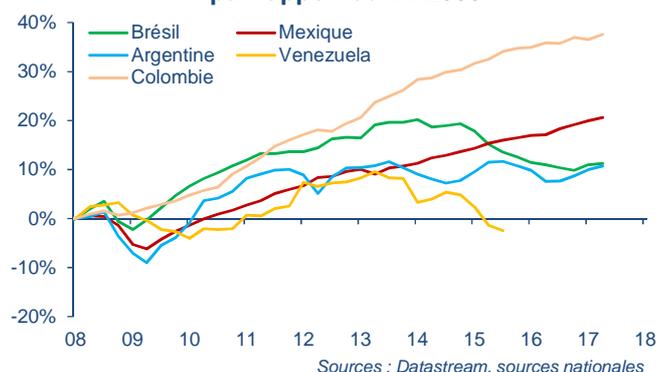
Après deux années de crise aigüe, le Brésil n'est plus en récession. Sur le plan politique, l'arrivée de la nouvelle administration a rassuré malgré la résurgence des affaires de corruption. Sur le plan économique, les fondamentaux se redressent progressivement au niveau domestique (consommation, investissement, finances publiques). Les facteurs récessifs externes (demande chinoise et régionale, pétrole) sont moins pesants en 2017, et le ralentissement de l'inflation offre des marges de manœuvre à la banque centrale. Le Brésil devrait enregistrer une croissance faiblement positive cette année avant un redémarrage plus franc en 2017.

Le Venezuela, qui possède les plus importantes réserves mondiales de pétrole et en tire 95% de ses revenus d'exportations, traverse une crise aigüe depuis la chute des prix des matières premières. Le chômage atteint 25%, l'inflation est galopante (+30% d'août à septembre), et la récession est sévère (-18% en 2016). L'effondrement de l'économie vénézuélienne n'est pas seulement conjoncturel et témoigne de l'échec de son modèle économique (prépondérance des secteurs publics et pétroliers, dépendance commerciale et financière à la Chine, contrôle des prix et du taux de change). L'Etat est au bord du défaut de paiement.

En Argentine, la politique de réformes et la lutte contre l'inflation ont pénalisé le pouvoir d'achat des ménages, la demande et la croissance (-2,3% en 2016). La situation s'améliore progressivement, la croissance accélère et devrait enregistrer un net rebond en 2017 (au moins 2%).

La Colombie (+2% en 2016), le Chili (+1,6%) et surtout le Pérou (+3,9%) ont mieux absorbé le choc sur les prix des matières premières et l'activité devrait rester dynamique en 2017.

Variation du produit intérieur brut par rapport au T1 2008



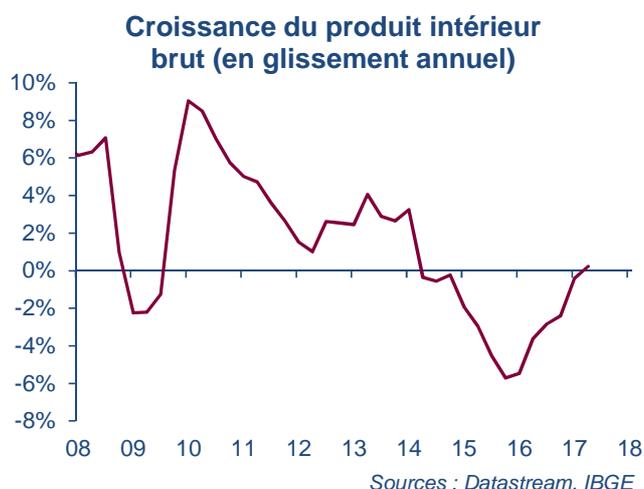
En 2016, la croissance a atteint 2,3% au Mexique, dont l'économie fait l'objet de nombreuses réformes (marché du travail, télécommunications, système financier, énergie) et connaît un ralentissement sensible de l'activité qui devrait se prolonger en 2018. L'économie mexicaine a retrouvé le plein emploi et l'inflation accélère, malgré le renforcement du peso mexicain, amenant la banque centrale à une série de hausses de taux. Le Mexique reste vulnérable à un virage dans la politique économique des Etats-Unis (le poids du financement des dettes privées en dollars et l'exposition commerciale aux importations américaines importants).

Brésil : un pays exsangue

Après deux années de forte contraction, l'économie brésilienne est sortie de récession au deuxième trimestre 2017 et augure d'une reprise progressive. La crise brésilienne laisse le pays dans une situation difficile sur le plan économique, sociale et politique.

La récession est enfin terminée

Au Brésil, la croissance devrait faire son retour en 2017 après deux années de récession sévère (-3,6% en 2016, après -3,8% en 2015). La hausse du produit intérieur brut, qui a progressé au deuxième trimestre pour la première fois depuis début 2014, devrait néanmoins rester très modeste cette année, avant de redémarrer plus franchement en 2018.



Le marché du travail bénéficie de cette embellie même si la situation reste très dégradée. Le taux de chômage est repassé en dessous de 13% à la fin de l'été, après un pic à 13,7% en mars. Le nombre de chômeurs dépasse toujours 13 millions de personnes (le double de son niveau de 2014). L'inflation continue de ralentir (+1,7% en août), et se situe à un niveau nettement inférieur à la bande cible de la banque centrale, qui a procédé à plusieurs baisses de taux ces derniers mois grâce à l'apaisement des tensions financières. Son principal taux directeur a été abaissé à 8,25% en août (contre 14,25% un an plus tôt), son plus bas niveau depuis début 2013.

La demande interne se renforce peu à peu

La mise en place de politiques sociales d'inclusion et les revenus du pétrole avaient soutenu la croissance depuis la première moitié des années 2000. Aujourd'hui, ces ressorts sont cassés et la situation financière du Brésil s'est fragilisée. La crédibilité de la solvabilité budgétaire a conduit le gouvernement à geler les dépenses publiques (en termes réels) pour les vingt prochaines années et à engager une réforme du système de retraite et un vaste plan de privatisations.

La réforme du code du travail a été votée en juillet. L'objectif de cette réforme est de donner davantage de

flexibilité au marché du travail en assouplissant les règles sur plusieurs champs de réglementation : recours au temps partiel, flexibilité du temps de travail (la durée réglementaire reste 44 heures), règles d'indemnisation, cotisations aux syndicats.

Sur le plan interne, la reconstitution des déterminants de la demande commence à se dessiner. La consommation privée redémarre grâce aux gains de pouvoir d'achat des ménages, qui bénéficient de l'embellie récente sur le marché du travail, de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt (l'endettement privé est très élevé au Brésil). En revanche, la baisse de l'investissement ralentit mais se poursuit (-25% entre 2013 et 2016). Quant aux dépenses publiques, elles ne constitueront pas un soutien à la croissance avant longtemps.

Sur le plan externe, les exportations, qui avaient bénéficié de la baisse des taux de change, ralentissent mais bénéficient en valeur du renforcement des prix pétroliers, tandis que les importations redémarreront doucement. La balance commerciale reste fortement excédentaire, ce qui est logique compte tenu de l'écart de production accumulé depuis deux ans.

Le taux de change, malgré quelques accès de faiblesse et la baisse des taux directeurs, est globalement stable face au dollar depuis plusieurs mois (1 dollar vaut un peu plus de 3 reals, contre 4 fin 2015). Les indices des marchés d'actions atteignent des niveaux historiquement élevés et les taux longs sont repassés en dessous de 10%, bénéficiant des assouplissements monétaires. Cela traduit aussi le regain de confiance des investisseurs en dépit de l'instabilité persistante du climat politique et des risques financiers. La dette publique atteint désormais 80% du PIB, la dette externe environ un tiers du PIB, et on observe de fortes variations de flux de capitaux.



Asie-Océanie

La croissance de l'Asie-Océanie reste le principal foyer de la croissance mondiale, portée par le dynamisme de la croissance dans les économies émergentes de la zone, en dépit de la décélération de la Chine, et du renforcement des deux principales économies développées, le Japon et l'Australie.

L'Asie émergente toujours dynamique

Malgré un ralentissement sensible dans le sillage de la décélération de la Chine, l'Asie émergente, de par son poids et son dynamisme, reste le principal foyer de la croissance mondiale.

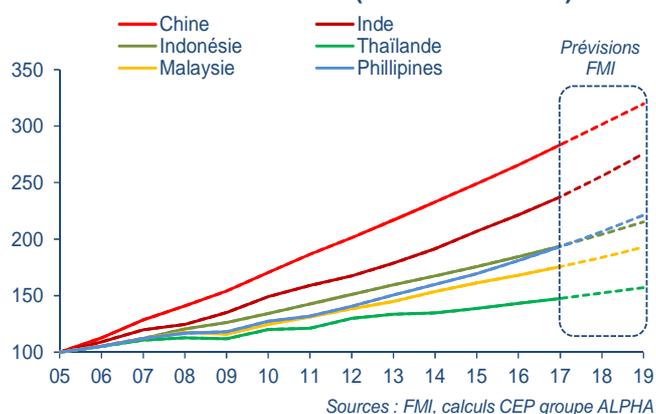
L'économie chinoise continue de ralentir (+6,7% en 2016, +6,5% attendus en 2017). La croissance s'appuie davantage sur la demande interne, mais le poids de la consommation reste insuffisant par rapport à l'investissement.

En Inde, l'activité fait preuve de résilience malgré une série de facteurs négatifs (démonétisation, réforme de la TVA, assainissement financier du secteur privé). Sur l'exercice 2016/2017 (qui s'est achevé au 31 mars), la croissance a atteint 7,1%, grâce à la résistance de la demande privée. En 2017/2018, l'activité devrait ré-accélerer.

En Indonésie, la croissance a atteint 5% en 2016 et devrait à nouveau atteindre ce niveau, voire même se renforcer, en 2017-2018. La consommation reste le principal moteur de la croissance, et l'investissement accélère, soutenu par une politique économique de réformes et de dépenses en infrastructures. L'inflation ralentit et permet à la banque centrale de continuer à baisser ses taux directeurs.

Globalement, les économies du sud-est de l'Asie restent dynamiques. En Thaïlande (+3,2% en 2016), en Malaisie (4,2%) et aux Philippines (+6,8%) et au Vietnam (+6,2%), la croissance de l'activité reste bien orientée et devrait rester relativement stable au cours des deux prochaines années.

Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Australie et Japon accélèrent, Corée du sud solide

Du côté des économies développées de la zone, la croissance se renforce, portée notamment par le Japon et

l'Australie, qui connaissent une accélération sensible de l'activité depuis plusieurs mois.

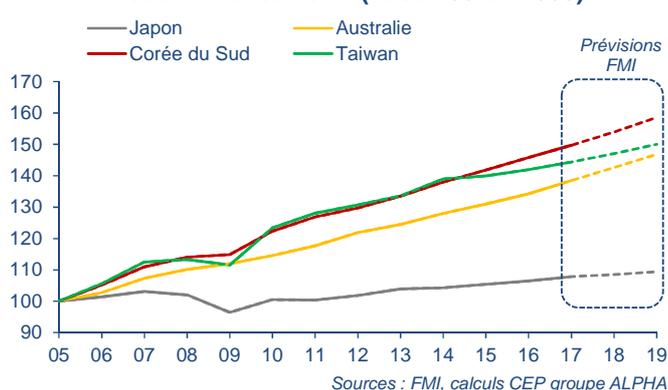
L'économie japonaise se renforce et bénéficie du redémarrage de la demande privée, pénalisée depuis 2014 par la hausse de la TVA et le déséquilibre dans le partage de la valeur ajoutée. Le marché du travail est en forte tension et affiche un taux de chômage désormais inférieur à 3%, mais les salaires et la productivité progressent peu, et témoignent des difficultés structurelles de la formation de l'offre. Cela contraint le gouvernement et la banque centrale à maintenir leur politique expansionniste.

L'économie australienne a bien résisté à la baisse des prix des matières premières grâce à une politique économique adaptée (baisse des taux et soutien budgétaire) et une consommation robuste. La croissance est restée conforme à ses standards (+2,5% en 2016), et devrait même accélérer en 2017. L'économie envoie des signaux positifs depuis plusieurs mois grâce à la remontée des prix des matières premières : amélioration des termes de l'échange et de la balance commerciale, rebond de l'investissement en fin d'année.

En Corée du Sud, la croissance est restée soutenue et a même légèrement augmenté en 2016 (+2,8%), malgré la crise politique qui a débouché sur la destitution de sa présidente Park Geun-hye. En 2017, l'activité pourrait encore accélérer à nouveau grâce au renforcement de la demande régionale, et notamment chinoise, à laquelle l'économie sud-coréenne est très sensible. Le principal risque qui pèse sur l'économie coréenne demeure le niveau d'endettement des ménages.

L'économie taiwanaise se renforce progressivement (+1,4% en 2016, contre +0,7% en 2015) et bénéficie également du redémarrage des échanges commerciaux en Asie. L'activité devrait continuer à se renforcer cette année.

Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Chine : entre risques financiers et décélération

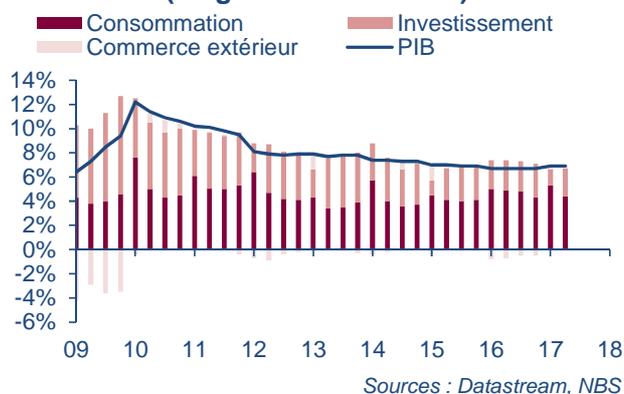
L'économie chinoise continue de ralentir progressivement (+6,7% en 2016, objectif de +6,5% en 2017). Le rééquilibrage de la croissance au profit de la demande interne se poursuit mais la contribution de l'investissement à la croissance reste élevée. La politique économique s'oriente plus franchement vers la résorption des risques financiers.

Le ralentissement se poursuit

La croissance de l'activité a atteint, comme prévu, 6,7% en 2016 selon le Bureau National des Statistiques de Chine. Le ralentissement progressif de l'économie chinoise se confirme. Pour 2017, l'objectif de croissance est fixé à 6,5%. Le taux de chômage est de 4% selon les chiffres officiels. L'inflation se renforce depuis plusieurs mois.

Les autorités ont amorcé un changement de politique économique. La politique budgétaire devrait continuer à soutenir l'activité mais la politique monétaire est plus résolument orientée vers la prévention des risques financiers. Des inflexions sont possibles à l'issue du 19^{ème} congrès du Parti et des élections qui se tiendront en octobre.

Contributions à la croissance (en glissement annuel)



Le ralentissement de l'économie chinoise s'inscrit dans une phase de transition vers des changements profonds : une croissance plus riche en consommation (et moins en investissements), plus servicielle et plus inclusive (hausse des bas salaires et réduction des inégalités).

La réinternalisation des moteurs de la demande (se reposant sur la demande de consommation privée notamment) découle de cette stratégie. La contribution du commerce extérieur a baissé et a même été négative en 2016 ; elle s'est depuis renforcée et est redevenue (légèrement) positive. Le poids des échanges commerciaux recule, et les excédents chinois sont nettement moins élevés que par le passé.

Sur le plan interne, le passage à une économie de consommation passe par une résolvabilisation de la demande et la réduction des inégalités de revenus pour

dynamiser les dépenses privées, ce qui demandera du temps.

Si le rééquilibrage entre la demande domestique et externe est engagé, celui entre la consommation et l'investissement est plus long à se dessiner. Pour l'instant, la consommation privée reste un soutien insuffisant pour permettre de compenser une baisse brutale de l'investissement. L'investissement, notamment immobilier, reste un pilier fort de la croissance chinoise mais poursuit sa décélération. Les autorités, qui avaient massivement soutenu l'investissement dans les infrastructures (santé, éducation, transports, énergie) pour prévenir un ralentissement trop brutal, ralentissent également leurs dépenses d'investissement.

Les surcapacités de production se réduisent toutefois, et le ralentissement des investissements publics accompagne doucement la reprise des investissements privés. L'investissement immobilier reste important : les ventes, les mises en chantier et les prix continuent de progresser à un rythme élevé mais ont commencé à ralentir dans les grandes villes grâce aux mesures prises par les autorités.

Politique monétaire : changement de cap

Sur le plan monétaire, le yuan s'est renforcé au cours des derniers mois face au dollar (qui subit par ailleurs une baisse de son cours face à plusieurs devises). La banque centrale (PBOC), qui avait largement puisé dans ses réserves de change pour soutenir le cours du yuan, a du procédé une série de relèvement de son taux pivot et envoie les premiers signaux d'un desserrement des mesures de contrôle des capitaux.

Si les tensions monétaires se sont un peu apaisées, les risques financiers demeurent extrêmement sérieux en Chine. La dynamique des prêts bancaires et le niveau d'endettement continuent de progresser, malgré les premiers resserrements menés par la PBOC (conditions des opérations d'open market, taux directeurs, règles prudentielles dans l'octroi de crédits immobiliers, cadre macro-prudentiel) qui ont toutefois permis de contenir l'emprunt obligataire.

Face aux risques associés à la hausse de l'endettement, ces durcissements sont prudents car ils pourraient mettre en difficulté les emprunteurs et une partie des acteurs financiers, et pénaliseront la croissance.

Japon : la croissance se renforce

Après une phase de stagnation puis deux ans de croissance molle, l'économie japonaise se renforce et devrait progresser d'au moins 1,5% en 2017. Malgré ces progrès, les blocages structurels restent importants : le partage de la valeur ajoutée reste déséquilibré (au détriment des salaires) et le marché du travail est très tendu.

La croissance décolle...

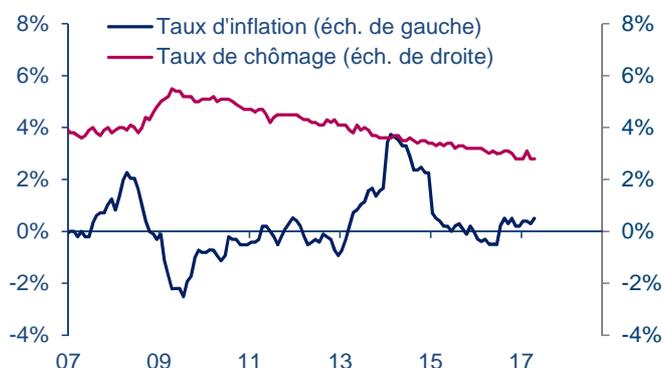
Après être sortie timidement de la stagnation depuis deux ans (+1% en 2016 et +1,1% en 2015), l'économie japonaise connaît une accélération qui devrait lui permettre d'atteindre au moins 1,5% de croissance en 2017.

Le taux de chômage est désormais inférieur à 3% de la population active. Sur un marché du travail déjà tendu, l'emploi a progressé sur les derniers trimestres grâce aux mesures du gouvernement pour faire augmenter le taux de participation, et notamment des femmes, et à la hausse de la population active.

Malgré la faiblesse du taux de chômage, la progression des salaires reste toujours modérée, malgré le rebond de l'inflation et le renforcement de la productivité du travail. Cela suggère que c'est le regain de croissance et de demande interne qui tire la productivité et que celle-ci n'est pas sur une dynamique durable susceptible d'augmenter le potentiel de production.

Sortie d'un nouvel épisode de déflation fin 2016, l'économie japonaise reste engluée dans une dynamique de faible croissance des prix. La banque centrale japonaise, qui maintient ses mesures d'assouplissements monétaires, garde son objectif de 2% de hausse des prix annuelle qu'elle souhaite atteindre dès que possible. En revanche, elle ne fixe plus de délai pour atteindre cet objectif, plusieurs fois repoussé.

Inflation et taux de chômage



...tirée par la demande privée qui redémarre (enfin)

La croissance de l'économie japonaise a plusieurs fois changé d'appui ces dernières années. Le soutien budgétaire, accompagné de réformes, et la contribution du

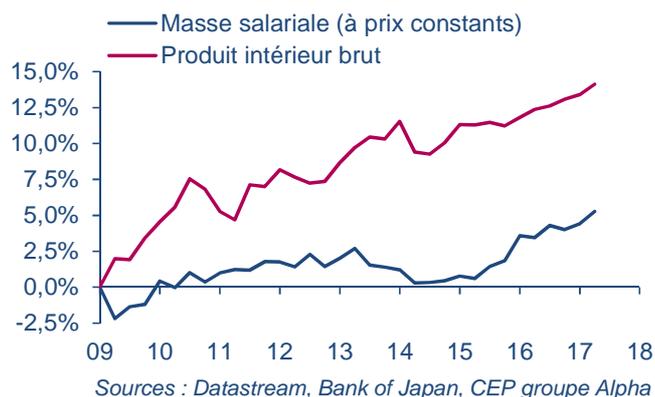
commerce extérieur, portée par une politique de dévaluation du taux de change, ont constitué des relais de croissance précieux mais insuffisants.

Le redémarrage de la demande privée constitue un puissant facteur de soutien. La faiblesse des prix, conjuguée à la hausse de l'emploi a permis de dynamiser les revenus salariaux malgré le manque de vigueur des taux horaires. La consommation des ménages connaît ainsi un renforcement en 2017, après trois années difficiles dans le sillage de la hausse de TVA en 2014 (de 5% à 8%) qui avait provoqué un saut de prix et une baisse des salaires réels.

L'investissement bénéficie de ce redémarrage de la consommation. La production industrielle et le climat des affaires (enquêtes TANKAN) progressent, et la capacité d'autofinancement des entreprises est toujours élevée.

A moyen terme, le rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée entre ménages et entreprises reste un enjeu important pour la trajectoire de la demande privée, même si structurellement la formation de l'offre est cruciale.

Produit intérieur brut et masse salariale réelle par rapport à leur niveau du T1 2009



De son côté, le gouvernement a repoussé les objectifs de retour à l'équilibre budgétaire, initialement prévu en 2020, ont été repoussés, ce qui devrait limiter les effets négatifs de la politique budgétaire.

Le commerce extérieur reste un facteur de soutien à la croissance mais il est plus modéré. Les récentes améliorations conjoncturelles de ses principaux partenaires commerciaux, notamment émergents, devraient permettre aux exportations de continuer à progresser.

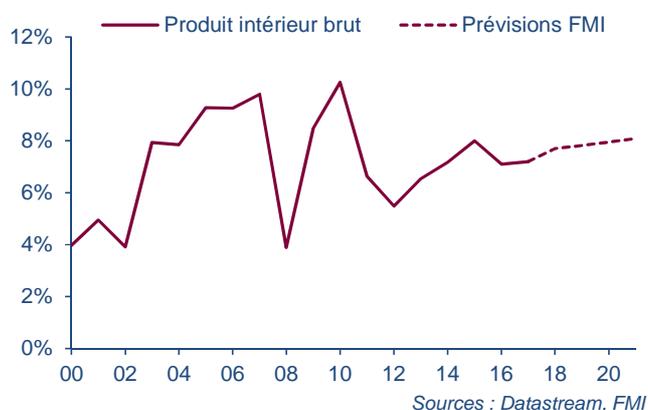
L'Inde : léger ralentissement

L'économie indienne a de nouveau enregistré une croissance supérieure à 7% sur l'exercice 2016/2017. L'Inde bénéficie de la résistance de la consommation, alors qu'une série de facteurs (assainissement de la situation financière des entreprises et des banques, démonétisation, réforme de la TVA) pèse sur l'activité.

La croissance ralentit mais reste élevée

La croissance de l'économie indienne a atteint 7,1% lors de l'exercice 2016/2017 (qui s'est achevé au 31 mars 2017). L'activité ralentit depuis plusieurs trimestres, pénalisée par plusieurs facteurs (démonétisation, réforme de la TVA, secteur bancaire), ce que confirme le début d'exercice 2017/2018. Malgré ce mauvais départ, l'activité devrait réaccélérer et permettre à la croissance de rester supérieure à 7%.

Croissance du produit intérieur brut



L'indicateur du taux de chômage élaboré par la BSE (Bombay Stock Exchange) et le CMIE (Center for Monitoring India Economy) faisait état d'un niveau de chômage de 4,5% (5,4% en zone rurale, et 4% en zone urbaine) en septembre. C'est deux fois moins qu'il y a un an (10% en septembre 2016), mais le ralentissement de l'activité se fait sentir depuis quelques mois.

L'inflation a rebondi en fin d'été mais reste en dessous de la cible de 4% depuis le début de l'année. La banque centrale a procédé à de nouveaux assouplissements et abaissé ses taux directeurs à 6% en août, malgré le renforcement récent de l'inflation. En attendant, le relâchement des conditions monétaires ne bénéficie pas au crédit, toujours pénalisé par la situation financière du secteur bancaire.

Plusieurs facteurs de ralentissement temporaires

La trajectoire de l'économie indienne reste très dynamique mais subit les effets négatifs d'une série de facteurs temporaires.

La « démonétisation » a permis de rapatrier quasiment l'intégralité des billets de 500 et 1000 roupies (1 euro correspond à environ 75 roupies) en échange de nouveaux billets. C'est beaucoup plus que prévu, et cela laisse à

penser que l'éradication de l'argent sale est un échec. Cette démonétisation a pesé sur les finances publiques (l'opération a été coûteuse) et les dépenses des ménages, qui ont connu un léger ralentissement.

La mise en application de la réforme de la taxe sur la valeur ajoutée, dont les effets pourraient avoir des effets très bénéfiques à moyen terme selon le FMI, pèse également temporairement sur l'activité. L'entrée en vigueur de cette réforme de la TVA au 1^{er} juillet concernait tous les biens hors médicaments, produits frais, alcool, électricité. Elle s'étale sur quatre niveaux pour les autres biens et services (18% en taux normal, deux taux réduits de 5%, pour les produits de base, et 12%, et de 28% pour les produits de luxe).

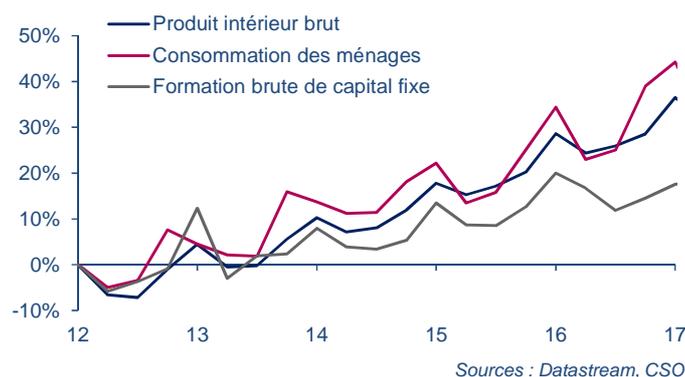
La résistance de la croissance indienne s'appuie toujours sur la consommation des ménages (+8,7% en 2016/2017), toujours portée par la bonne tenue du marché du travail, des salaires et de la baisse de l'inflation qui bénéficie au pouvoir d'achat.

De son côté, l'investissement a continué de ralentir (+1%). Le redémarrage devrait avoir lieu cette année mais sera progressif : les entreprises restent fragiles financièrement et se désendettent, le bilan des banques est toujours en phase d'assainissement, et l'investissement public devrait pâtir d'arbitrages budgétaires.

Globalement, les dépenses publiques continuent d'augmenter et restent un facteur de soutien à la croissance. Les hausses de salaires dans le secteur public ont participé au dynamisme de la consommation.

Enfin, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance en 2016/2017 mais subit le renchérissement récent de la roupie indienne.

Variation du produit intérieur brut, de la consommation et de l'investissement par rapport à leur niveau du T1 2012

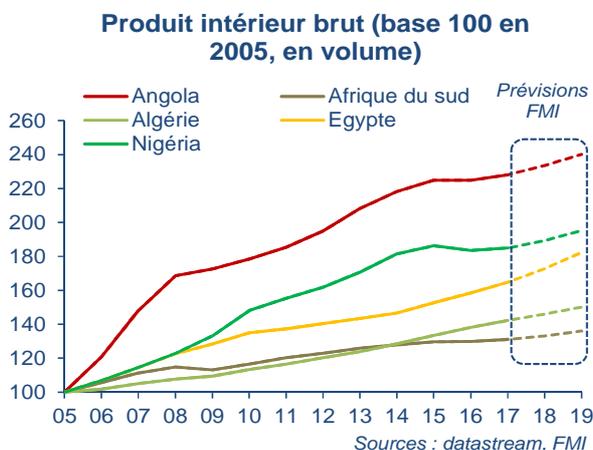


Afrique-Moyen-Orient

Après avoir atteint un point bas en 2016, la croissance de l'économie africaine se redresse. Le Nigéria et l'Afrique du sud sont sortis de récession en début d'année. Au Moyen-Orient, l'économie continue de ralentir et devrait déboucher sur une croissance nulle en 2017 en Arabie Saoudite, alors que l'activité reste dynamique en Iran. L'économie turque rebondit après un ralentissement de l'activité l'année dernière.

Le Nigéria et l'Afrique du sud sortent de récession

L'Afrique a connu un net ralentissement en 2016 (+1,3%, après +2,6% en 2015 et +3,6% en 2014). Ce ralentissement a été notamment le fruit d'une baisse des prix des matières premières, et de ses conséquences sur les finances publiques et extérieures, et a donc eu des effets très inégaux d'une économie à l'autre. En 2017, la croissance de l'économie africaine rebondit. Ce renforcement devrait se poursuivre en 2018.



L'économie nigériane s'est révélée beaucoup moins résistante que prévu face à la chute des prix énergétiques en 2016 (-1,5%). Le Nigéria est sorti de récession et devrait connaître une reprise limitée en 2017 avant un renforcement plus net en 2018. La remontée sensible des cours du pétrole devrait faciliter la reprise, encore incertaine. La politique de change (surévaluation) et la politique monétaire (taux directeurs élevés) sont toujours pénalisantes mais contraintes par la hausse de l'inflation, qui commence à ralentir.

En Afrique du sud, le ralentissement de l'activité observé depuis plusieurs années s'est confirmé en 2016 et l'économie est même entrée en récession début 2017. Depuis, le renforcement du secteur agricole a permis à l'économie sud-africaine de retrouver le chemin de la croissance. Ce rebond devrait rester d'ampleur limitée et progressif. La situation budgétaire reste délicate et la dette dépasse désormais 50% du PIB et le taux de chômage est élevé (28%), mais le taux de change s'est renforcé et l'inflation ralentit.

L'Égypte montre des signes encourageants, et la croissance devrait être supérieure à 3% en 2017. La libéralisation de la livre a débouché sur une forte

dépréciation et une hausse de l'inflation. Le gouvernement a mené une série de réformes douloureuses (baisse des subventions, hausse de la TVA, gel des salaires dans la fonction publique), pour conserver l'assistance financière du FMI.

Croissance solide en Turquie, stagnation en Arabie Saoudite

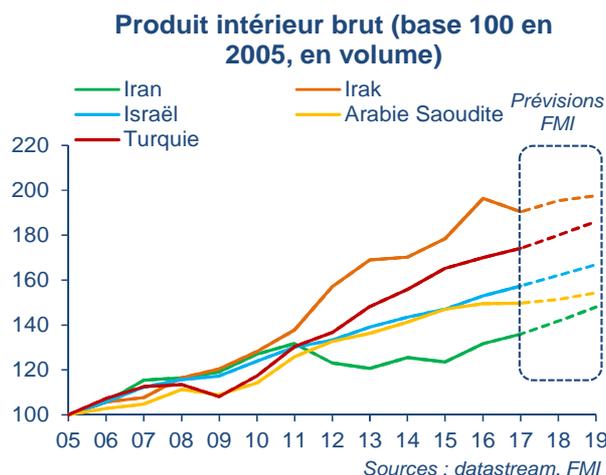
Au Moyen-Orient, le ralentissement se poursuit mais les principales économies connaissent des résultats inégaux.

En Turquie, l'activité accélère. Après le ralentissement de l'économie dans le sillage de la montée des tensions politiques et de multiples attentats (chute des recettes touristiques, faiblesse de la livre et accélération des prix), la croissance a rebondi, bénéficiant de la résistance de la consommation du soutien de la politique économique, malgré les faiblesses structurelles de l'économie (déficits extérieurs, endettement externe, poids important de la consommation privée).

En attendant la concrétisation des projets de diversification de son économie, l'Arabie Saoudite connaît un net ralentissement économique (+4,5% en 2015, +1,4% en 2016) en raison de son exposition au pétrole. Ce ralentissement devrait se confirmer en 2017 et déboucher sur une quasi-stagnation.

La levée des sanctions contre l'Iran liées à son programme nucléaire a permis un net rebond de la croissance (+6,5% en 2016). La croissance devrait se normaliser mais rester élevée durant les prochaines années.

En Israël, la croissance devrait continuer à rester solide et avoisiner 3% en 2017, en retrait après l'accélération enregistrée en 2016.



Vue d'ensemble

Croissance

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%	3,4%	3,2%	3,6%	3,7%	3,7%
Avancés	60,5%	2,2%	1,7%	2,2%	2,0%	1,8%
Emergents	39,5%	4,3%	4,3%	4,6%	4,9%	5,0%
Amérique du Nord	26,5%	2,7%	1,5%	2,2%	2,3%	1,9%
Etats-Unis	24,4%	2,9%	1,5%	2,2%	2,3%	1,9%
Canada	2,1%	0,9%	1,5%	3,0%	2,1%	1,7%
Europe de l'ouest	21,4%	2,1%	1,8%	2,0%	1,9%	1,7%
Zone euro	15,8%	2,0%	1,8%	2,1%	1,9%	1,7%
Allemagne	4,6%	1,5%	1,9%	2,1%	1,8%	1,5%
France	3,2%	1,1%	1,2%	1,6%	1,8%	1,9%
Italie	2,4%	0,8%	0,9%	1,5%	1,1%	0,9%
Espagne	1,6%	3,2%	3,2%	3,1%	2,5%	2,0%
Pays-Bas	1,0%	2,3%	2,2%	3,1%	2,6%	1,9%
Royaume-Uni	3,2%	2,2%	1,8%	1,7%	1,5%	1,6%
Europe centrale et de l'est	3,8%	-0,1%	1,3%	2,7%	2,5%	2,3%
Russie	1,9%	-2,8%	-0,2%	1,8%	1,6%	1,5%
Pologne	0,6%	3,9%	2,6%	3,8%	3,3%	3,0%
Asie développée	11,6%	1,7%	1,7%	2,0%	1,7%	1,8%
Japon	6,2%	1,1%	1,0%	1,5%	0,7%	0,8%
Australie	1,8%	2,4%	2,5%	2,2%	2,9%	3,0%
Corée du sud	1,9%	2,8%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
Asie émergente	22,0%	6,6%	6,3%	6,5%	6,4%	6,3%
Chine	15,1%	6,9%	6,7%	6,8%	6,5%	6,3%
Inde	3,1%	8,0%	7,1%	6,7%	7,4%	7,8%
Indonésie	1,3%	4,9%	5,0%	5,2%	5,3%	5,5%
Amérique Latine	6,9%	0,1%	-1,2%	1,1%	1,8%	2,4%
Bésil	2,6%	-3,8%	-3,6%	0,7%	1,5%	2,0%
Mexique	1,4%	2,7%	2,3%	2,1%	1,9%	2,3%
Argentine	0,8%	2,6%	-2,2%	2,5%	2,5%	2,7%
Afrique	2,9%	2,7%	1,3%	2,9%	2,9%	2,4%
Nigéria	0,5%	2,7%	-1,6%	0,8%	1,9%	1,7%
Afrique du sud	0,4%	1,3%	0,3%	0,7%	1,1%	1,6%
Egypte	0,4%	4,4%	4,3%	4,1%	4,5%	5,3%
Moyen-Orient	4,3%	3,3%	4,3%	2,3%	3,0%	3,0%
Turquie	1,1%	6,1%	3,2%	5,1%	3,5%	3,5%
Arabie Saoudite	0,9%	4,1%	1,7%	0,1%	1,1%	1,6%
Iran	0,5%	-1,6%	12,5%	3,5%	3,8%	4,0%

* 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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha

Comptes extérieurs

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	61,3%	0,5%	0,7%	0,8%	0,8%	0,7%
Emergents	38,7%	0,5%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,4%
Amérique du Nord	26,7%					
Etats-Unis	24,7%	-2,1%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,6%
Canada	2,0%	-2,4%	-3,4%	-3,3%	-3,4%	-2,9%
Europe de l'ouest	21,7%					
Zone euro	15,8%	2,5%	3,2%	3,5%	3,1%	3,0%
Allemagne	4,6%	7,4%	8,5%	8,3%	8,1%	7,7%
France	3,3%	-1,3%	-0,4%	-1,0%	-1,1%	-0,8%
Italie	2,5%	1,9%	1,4%	2,6%	2,8%	2,3%
Espagne	1,6%	1,1%	1,4%	1,9%	1,9%	2,0%
Pays-Bas	1,0%	8,9%	8,6%	8,5%	10,0%	10,0%
Royaume-Uni	3,5%	-4,7%	-4,3%	-4,4%	-3,6%	-3,3%
Europe centrale et de l'est	3,6%					
Russie	1,7%	2,8%	5,0%	2,0%	2,8%	3,2%
Pologne	0,6%	-2,1%	-0,6%	-0,2%	-1,0%	-1,2%
Asie développée	11,9%					
Japon	6,5%	0,8%	3,1%	3,8%	3,6%	3,8%
Australie	1,7%	-2,9%	-4,7%	-2,6%	-1,6%	-2,4%
Corée du sud	1,9%	6,0%	7,7%	7,0%	5,6%	5,4%
Asie émergente	22,1%					
Chine	14,9%	2,2%	2,7%	1,7%	1,4%	1,2%
Inde	3,0%	-1,3%	-1,1%	-0,7%	-1,4%	-1,5%
Indonésie	1,2%	-3,1%	-2,0%	-1,8%	-1,7%	-1,8%
Amérique Latine	6,6%					
Brésil	2,4%	-4,2%	-3,3%	-1,3%	-1,4%	-1,8%
Mexique	1,4%	-1,8%	-2,5%	-2,2%	-1,7%	-2,0%
Argentine	0,7%	-1,5%	-2,7%	-2,7%	-3,6%	-3,7%
Afrique	2,8%					
Nigéria	0,5%	0,2%	-3,2%	0,7%	1,9%	1,0%
Afrique du sud	0,4%	-5,3%	-4,4%	-3,3%	-2,9%	-3,3%
Egypte	0,4%	-0,8%	-3,6%	-6,0%	-5,9%	-3,8%
Moyen-Orient	4,3%					
Turquie	1,1%	-4,7%	-3,7%	-3,8%	-4,6%	-4,6%
Arabie Saoudite	0,9%	9,8%	-8,7%	-4,3%	0,6%	0,4%
Iran	0,5%	3,2%	2,4%	4,1%	5,1%	5,9%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha

Dettes publiques

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	61,3%	104,5%	104,1%	106,3%	105,3%	104,2%
Emergents	38,7%	40,4%	43,8%	46,8%	48,3%	49,9%
Amérique du Nord	26,7%					
Etats-Unis	24,7%	105,1%	105,2%	107,1%	108,1%	107,8%
Canada	2,0%	85,4%	91,6%	92,4%	89,6%	87,7%
Europe de l'ouest	21,7%					
Zone euro	15,8%	91,9%	90,0%	89,0%	87,4%	85,6%
Allemagne	4,6%	74,7%	70,9%	68,1%	65,0%	61,8%
France	3,3%	94,9%	95,6%	96,3%	96,8%	97,0%
Italie	2,5%	131,8%	132,1%	132,6%	133,0%	131,4%
Espagne	1,6%	100,4%	99,8%	99,4%	98,7%	97,2%
Pays-Bas	1,0%	68,0%	64,6%	61,8%	57,4%	54,2%
Royaume-Uni	3,5%	88,1%	89,0%	89,3%	89,5%	89,7%
Europe centrale et de l'est	3,6%					
Russie	1,7%	15,6%	15,9%	15,6%	17,4%	17,7%
Pologne	0,6%	50,2%	51,1%	54,4%	54,2%	53,8%
Asie développée	11,9%					
Japon	6,5%	242,1%	238,1%	239,3%	240,3%	240,0%
Australie	1,7%	34,2%	37,9%	41,0%	41,9%	42,3%
Corée du sud	1,9%	35,9%	37,8%	38,3%	38,0%	38,3%
Asie émergente	22,1%					
Chine	14,9%	39,9%	41,1%	44,3%	47,6%	50,8%
Inde	3,0%	68,5%	69,5%	69,6%	68,7%	67,1%
Indonésie	1,2%	24,7%	26,9%	27,9%	28,7%	29,2%
Amérique Latine	6,6%					
Brésil	2,4%	62,3%	72,5%	78,3%	83,4%	87,7%
Mexique	1,4%	49,5%	53,7%	58,4%	53,3%	52,4%
Argentine	0,7%	43,6%	56,0%	54,2%	53,4%	52,0%
Afrique	2,8%					
Nigéria	0,5%	12,5%	13,2%	17,6%	21,3%	22,8%
Afrique du sud	0,4%	47,0%	49,3%	51,7%	53,0%	55,6%
Egypte	0,4%	85,1%	88,5%	96,9%	101,2%	88,8%
Moyen-Orient	4,3%					
Turquie	1,1%	28,7%	27,5%	28,1%	27,9%	28,0%
Arabie Saoudite	0,9%	1,6%	5,8%	13,1%	17,0%	20,7%
Iran	0,5%	11,8%	42,3%	34,5%	32,1%	30,8%

* 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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha

Soldes des comptes publics

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	61,3%	-3,1%	-2,6%	-2,8%	-2,7%	-2,3%
Emergents	38,7%	-2,5%	-4,5%	-4,8%	-4,4%	-4,2%
Amérique du Nord	26,7%					
Etats-Unis	24,7%	-4,0%	-3,5%	-4,4%	-4,3%	-3,7%
Canada	2,0%	0,0%	-1,1%	-1,9%	-2,2%	-1,8%
Europe de l'ouest	21,7%					
Zone euro	15,8%	-2,6%	-2,1%	-1,5%	-1,3%	-1,0%
Allemagne	4,6%	0,3%	0,6%	0,8%	0,7%	0,8%
France	3,3%	-3,9%	-3,6%	-3,4%	-3,0%	-3,0%
Italie	2,5%	-3,0%	-2,7%	-2,4%	-2,2%	-1,3%
Espagne	1,6%	-6,0%	-5,1%	-4,5%	-3,2%	-2,5%
Pays-Bas	1,0%	-2,3%	-2,0%	0,4%	0,6%	0,9%
Royaume-Uni	3,5%	-5,6%	-4,3%	-2,9%	-2,9%	-2,3%
Europe centrale et de l'est	3,6%					
Russie	1,7%	-1,1%	-3,4%	-3,7%	-2,1%	-1,5%
Pologne	0,6%	-3,5%	-2,6%	-2,4%	-2,7%	-2,7%
Asie développée	11,9%					
Japon	6,5%	-5,4%	-3,5%	-4,2%	-4,1%	-3,3%
Australie	1,7%	-2,9%	-2,8%	-2,6%	-2,2%	-1,8%
Corée du sud	1,9%	0,4%	0,6%	1,8%	1,2%	1,4%
Asie émergente	22,1%					
Chine	14,9%	-0,9%	-2,8%	-3,7%	-3,7%	-3,7%
Inde	3,0%	-7,2%	-7,1%	-6,6%	-6,4%	-6,2%
Indonésie	1,2%	-2,1%	-2,5%	-2,5%	-2,7%	-2,5%
Amérique Latine	6,6%					
Brésil	2,4%	-5,4%	-10,3%	-9,0%	-9,2%	-9,3%
Mexique	1,4%	-4,6%	-4,1%	-2,9%	-1,4%	-2,5%
Argentine	0,7%	-4,3%	-5,9%	-5,8%	-6,6%	-5,6%
Afrique	2,8%					
Nigéria	0,5%	-2,1%	-3,4%	-4,7%	-5,0%	-4,5%
Afrique du sud	0,4%	-4,2%	-4,6%	-4,0%	-4,5%	-4,3%
Egypte	0,4%	-11,8%	-11,4%	-10,9%	-9,5%	-7,3%
Moyen-Orient	4,3%					
Turquie	1,1%	-1,4%	-1,3%	-2,3%	-3,2%	-2,4%
Arabie Saoudite	0,9%	-3,4%	-15,8%	-17,2%	-8,6%	-7,2%
Iran	0,5%	-1,1%	-1,8%	-2,3%	-2,2%	-2,2%

* 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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha

Inflation

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	61,3%	1,4%	0,3%	0,8%	1,7%	1,7%
Emergents	38,7%	4,7%	4,7%	4,3%	4,2%	4,4%
Amérique du Nord	26,7%					
Etats-Unis	24,7%	1,6%	0,1%	1,3%	2,1%	2,1%
Canada	2,0%	1,9%	1,1%	1,4%	1,6%	1,8%
Europe de l'ouest	21,7%					
Zone euro	15,8%	0,4%	0,0%	0,2%	1,5%	1,4%
Allemagne	4,6%	0,8%	0,1%	0,4%	1,6%	1,5%
France	3,3%	0,6%	0,1%	0,3%	1,2%	1,3%
Italie	2,5%	0,2%	0,1%	-0,1%	1,4%	1,2%
Espagne	1,6%	-0,1%	-0,5%	-0,2%	2,0%	1,5%
Pays-Bas	1,0%	0,3%	0,2%	0,1%	1,3%	1,4%
Royaume-Uni	3,5%	1,5%	0,0%	0,7%	2,6%	2,6%
Europe centrale et de l'est	3,6%					
Russie	1,7%	7,8%	15,5%	7,0%	4,2%	3,9%
Pologne	0,6%	0,0%	-0,9%	-0,6%	1,9%	2,3%
Asie développée	11,9%					
Japon	6,5%	2,8%	0,8%	-0,1%	0,4%	0,5%
Australie	1,7%	2,5%	1,5%	1,3%	2,0%	2,2%
Corée du sud	1,9%	1,3%	0,7%	1,0%	1,9%	1,9%
Asie émergente	22,1%					
Chine	14,9%	2,0%	1,4%	2,0%	1,8%	2,4%
Inde	3,0%	5,8%	4,9%	4,5%	3,8%	4,9%
Indonésie	1,2%	6,4%	6,4%	3,5%	4,0%	3,9%
Amérique Latine	6,6%					
Brésil	2,4%	6,3%	9,0%	8,7%	3,7%	4,0%
Mexique	1,4%	4,0%	2,7%	2,8%	5,9%	3,8%
Argentine	0,7%	#N/A	NC	NC	NC	17,8%
Afrique	2,8%					
Nigéria	0,5%	8,0%	9,0%	15,7%	16,3%	14,8%
Afrique du sud	0,4%	6,1%	4,6%	6,3%	5,4%	5,3%
Egypte	0,4%	10,1%	11,0%	10,2%	23,5%	21,3%
Moyen-Orient	4,3%					
Turquie	1,1%	8,9%	7,7%	7,8%	10,9%	9,3%
Arabie Saoudite	0,9%	2,7%	2,2%	3,5%	-0,2%	5,0%
Iran	0,5%	15,6%	11,9%	9,0%	10,5%	10,1%

* 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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha

Taux de chômage

	Poids 2016*	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	61,3%	7,3%	6,7%	6,2%	5,7%	5,4%
Emergents	38,7%					
Amérique du Nord	26,7%					
Etats-Unis	24,7%	6,2%	5,3%	4,9%	4,4%	4,1%
Canada	2,0%	6,9%	6,9%	7,0%	6,5%	6,3%
Europe de l'ouest	21,7%					
Zone euro	15,8%	11,6%	10,9%	10,0%	9,2%	8,7%
Allemagne	4,6%	5,0%	4,6%	4,2%	3,8%	3,7%
France	3,3%	10,3%	10,4%	10,0%	9,5%	9,0%
Italie	2,5%	12,6%	11,9%	11,7%	11,4%	11,0%
Espagne	1,6%	24,4%	22,1%	19,6%	17,1%	15,6%
Pays-Bas	1,0%	7,4%	6,9%	5,9%	5,1%	4,9%
Royaume-Uni	3,5%	6,2%	5,4%	4,9%	4,4%	4,4%
Europe centrale et de l'est	3,6%					
Russie	1,7%	5,2%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
Pologne	0,6%	9,0%	7,5%	6,2%	4,8%	4,0%
Asie développée	11,9%					
Japon	6,5%	3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,9%
Australie	1,7%	6,1%	6,1%	5,7%	5,6%	5,4%
Corée du sud	1,9%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,6%
Asie émergente	22,1%					
Chine	14,9%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%
Inde	3,0%	3,5%	3,5%	NC	NC	NC
Indonésie	1,2%	5,9%	6,2%	5,6%	5,4%	5,2%
Amérique Latine	6,6%					
Brésil	2,4%	6,8%	8,3%	11,3%	13,1%	11,8%
Mexique	1,4%	4,8%	4,4%	3,9%	3,6%	3,7%
Argentine	0,7%	7,3%	#N/A	8,5%	8,1%	7,7%
Afrique	2,8%					
Nigéria	0,5%	7,8%	9,0%	13,4%	NC	NC
Afrique du sud	0,4%	25,1%	25,4%	26,7%	27,6%	28,3%
Egypte	0,4%	13,4%	12,9%	12,7%	12,2%	11,5%
Moyen-Orient	4,3%					
Turquie	1,1%	9,9%	10,3%	10,9%	11,2%	10,7%
Arabie Saoudite	0,9%	5,7%	5,6%	NC	NC	NC
Iran	0,5%	10,6%	11,0%	12,5%	12,4%	12,4%

* 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

Sources : Perspectives du FMI d'octobre 2017, calculs CEP Groupe Alpha