

La fragile convalescence de l'économie mondiale et française

Note de conjoncture – Mars 2015

Clément Bouillet - Mickaël le Guillou

La fragile convalescence de l'économie mondiale et française

Croissance mondiale : incertitudes et fragilités	2
--------------------------------------------------------	---

Marchés internationaux

Le commerce international au cœur des mutations de l'économie mondiale	3
Les marchés financiers euphoriques après les annonces de la BCE	4
Contre-choc pétrolier et baisse de l'euro	5

Économies développées

Zone euro : des raisons d'espérer	6
Allemagne : redémarrage plus rapide que prévu	7
France : la reprise, enfin ?	8
L'Italie ne s'en sort pas	9
Espagne : la croissance se reprend et accélère	10
Royaume-Uni : croissance et déficits	11
La crise est finie aux Etats-Unis	12
Japon : la croissance stoppée net	13

Économies émergentes

Chine : attention à l'atterrissage	14
Russie : l'économie touchée par le conflit ukrainien	15
Inde : la croissance redémarre doucement	16
Brazil : des lendemains qui déchantent	17

Vue d'ensemble

Croissance	19
Comptes extérieurs	20
Dettes publiques	21
Soldes publics	22
Inflation	23
Taux de chômage	24

Croissance mondiale : incertitudes et fragilités

La modération de la croissance mondiale et ses difficultés à retrouver son niveau d'avant crise sont le fruit de deux tendances opposées. Du côté des économies développées, malgré les incertitudes qui pèsent sur la reprise, la croissance devrait se renforcer en 2015, alors que des fragilités pèsent sur l'activité des pays émergents.

La croissance mondiale reste modérée

Pour la troisième année consécutive, la croissance mondiale a été de 3,3% environ en 2014. Les prévisions du Fonds Monétaire International tablent sur une croissance de 3,5% en 2015, en baisse par rapport à ses précédentes projections. Alors que les économies avancées étaient depuis plusieurs années le talon d'Achille de la croissance mondiale, ce sont aujourd'hui les pays émergents qui sont en cause.

Le début de reprise dans la zone euro et au Japon, l'accélération de l'activité aux Etats-Unis, et la bonne tenue de l'économie au Royaume-Uni, en Australie, en Corée du sud notamment augurent d'une hausse de la croissance dans les pays développés en 2015 (2,4% en 2015 selon le FMI).

Côté émergents, la croissance est toujours tirée par la Chine, dont la progression fléchit progressivement. L'économie indienne ne parvient pas à renouer avec son rythme d'avant crise, malgré une récente amélioration. La Russie, qui devrait entrer en récession en 2015, le Brésil en perte de vitesse depuis plusieurs trimestres, alimentent également ce ralentissement global des économies émergentes. En revanche, le continent africain devrait connaître une accélération de la croissance cette année, tirée par l'économie nigériane.

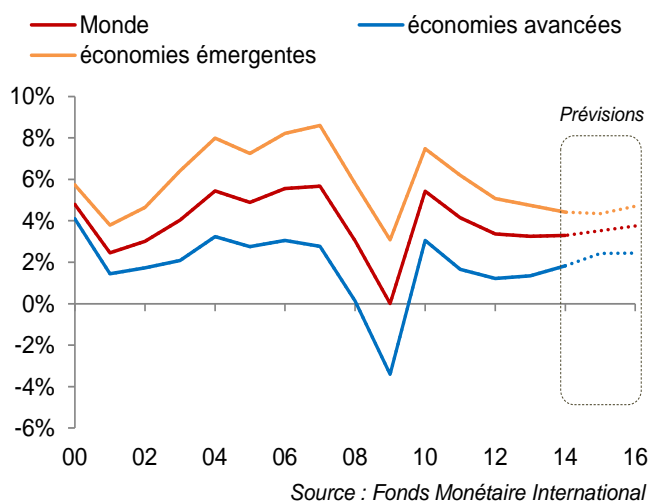
Des facteurs d'instabilité financière

Dans la zone euro, le renforcement de la croissance est conditionné à la réussite de la politique économique, qui a subi des inflexions récemment, comme en témoigne le relâchement des exigences budgétaires de la Commission européenne. Sur le plan monétaire, la BCE a pris de nouvelles mesures pour endiguer la déflation, et la Commission européenne semble décidée à lutter contre le sous-investissement en Europe.

Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, le déploiement d'une politique monétaire expansionniste a été plus précoce, et le retour de la croissance pose désormais la question de la stratégie de sortie de cette politique à adopter. Le Japon n'en est pas encore là, les programmes d'achats d'actifs sont toujours à l'œuvre, alors que la hausse de la TVA a fait rechuter la croissance.

Les prévisions de croissance pour l'année 2015 paraissent très incertaines pour la croissance des économies émergentes tant les facteurs de tensions financières sont nombreux. Tout d'abord, la politique monétaire américaine. Le « Tapering » (fin du programme d'achats d'actifs) de la Réserve Fédérale américaine ainsi que les anticipations d'un prochain relèvement des taux (vraisemblablement pour 2015) provoquent des fuites de capitaux hors des pays émergents « fragiles » qui menacent leur stabilité financière. Le cas typique d'un pays « fragile » est celui d'un pays qui a accumulé d'importants déficits courants durant les précédentes années, dont l'inflation et la croissance sont élevées et reposent en partie sur un financement par la dette extérieure. On peut citer l'Inde, le Brésil, l'Indonésie, l'Afrique du sud et la Turquie, qui comptent parmi les principales économies émergentes. Ensuite, la Chine est confrontée à la menace que fait peser le poids du financement non bancaire de son économie (« shadow banking »), et la Russie traverse une période difficile sur le plan monétaire due aux conséquences du conflit ukrainien. Enfin, dans un certain nombre de pays exportateurs de pétrole, la chute des cours complique l'équilibre des comptes publics (Vénézuela, Angola, Nigéria, etc.)

Croissance annuelle



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

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

La mondialisation des économies

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

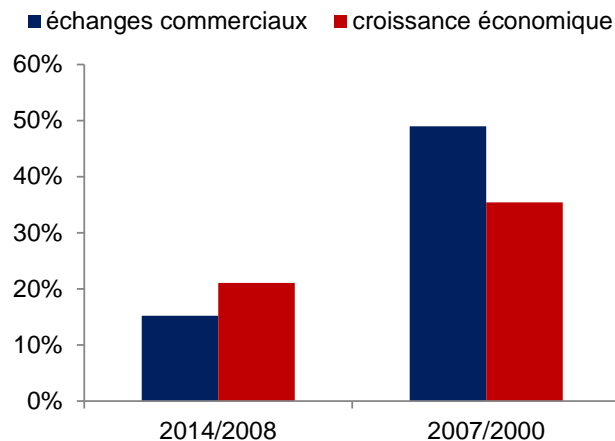
Cette intensité croissante des échanges internationaux a renforcé l'interdépendance des économies. Ce dynamisme répondant largement à une logique de proximité géographique, les nations sont tributaires du cycle économique de leurs voisins. Les principales puissances commerciales mondiales en termes de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

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

Rééquilibrage des échanges et stabilité financière

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

Commerce international et croissance



Sources : Datastream, CPB, FMI

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

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

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

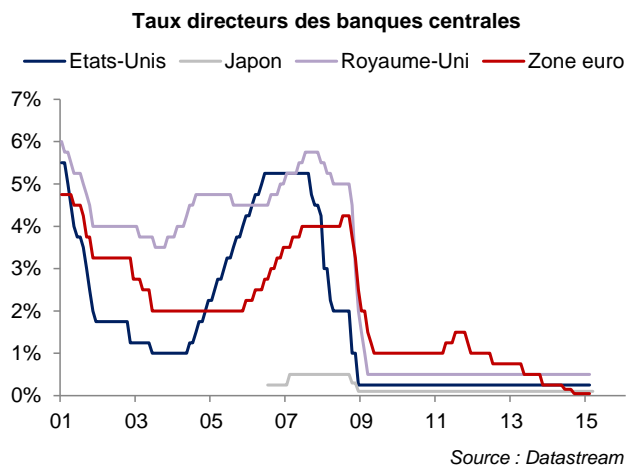
Si le commerce mondial devrait bénéficier du réveil attendu de la croissance dans la zone euro dans les années à venir, il ne devrait pas retrouver la vigueur qui fut la sienne durant la décennie précédente.

Les marchés financiers euphoriques après les annonces de la BCE

En Zone Euro, l'annonce par Mario Draghi de nouvelles mesures visant à lutter contre la déflation a conduit à une nouvelle baisse des taux souverains qui se situent à leur plus bas historique. Les politiques très accommodantes des Banques Centrales génèrent une abondance de liquidités sur le marché, qui bénéficie aux marchés actions. Aux Etats-Unis, où l'accélération de la croissance constitue un soutien supplémentaire, les indices battent des records historiques.

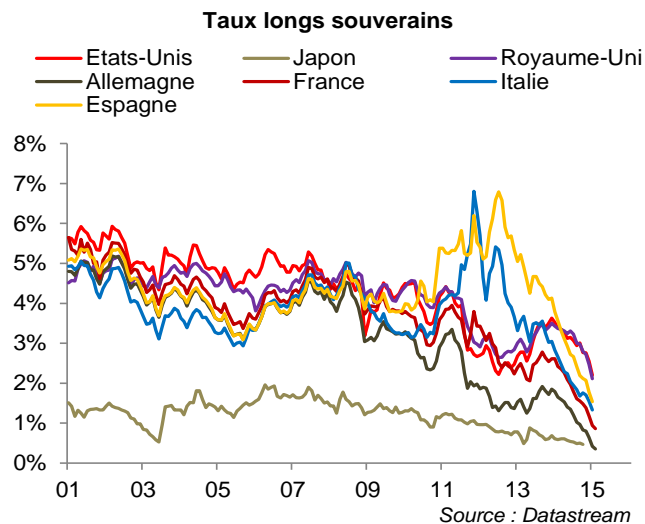
Nouvelles mesures annoncées par la BCE et la BoJ

Alors que l'activité repart aux Etats-Unis, la FED entre dans une phase de « normalisation » de sa politique monétaire. En revanche, en Europe et au Japon, où la situation est bien moins favorable, les banques centrales ont récemment annoncé de nouvelles mesures portant sur le rachat d'obligations.



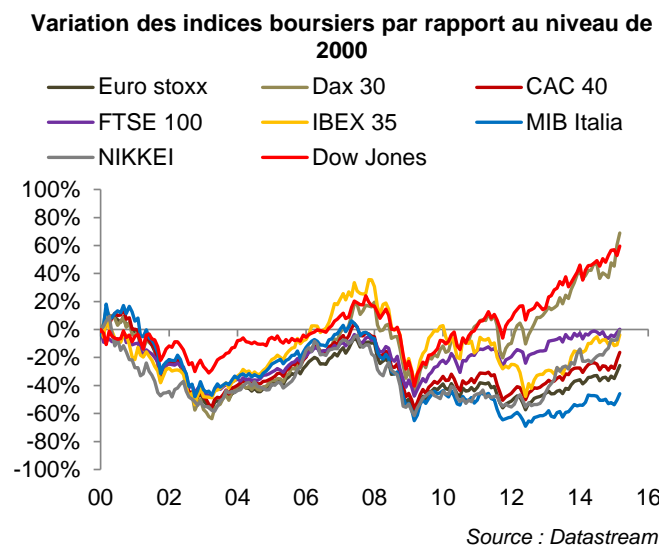
Des primes de risque au plus bas en Zone Euro

Les annonces de Mario Draghi (portant sur 60 Mds€ d'achats de titres de dettes publiques et privées par mois à partir de mars 2015) se sont accompagnées d'une poursuite du mouvement de baisse des taux souverains en Zone Euro, ceux-ci atteignant des niveaux historiquement bas. Les états « core » de la Zone Euro empruntent à des taux négatifs pour des maturités allant jusqu'à 7 ans pour l'Allemagne. En ce qui concerne la France, après le 2 ans, c'est le 5 ans qui est passé en négatif ces dernières semaines. Le mouvement de baisse des taux a également concerné les pays périphériques, dont les primes de risques sont également à des niveaux planchers (1,25 % pour le 10 ans espagnol). Seule la Grèce, soumise à un regain de tensions liées aux récentes élections, a fait exception. Le scénario d'une très lente remontée des taux souverains est privilégié aux États-Unis (il est attendu que la Fed relève ses taux directeurs d'ici la fin d'année) et, dans une bien moindre mesure, en Europe.



Poursuite de la revalorisation des actions

L'abondance de liquidités et la faiblesse des rendements obligataires, exacerbées en Zone Euro par les mesures annoncées par la BCE en janvier, soutiennent l'investissement en actions. Aux Etats-Unis, les indices Dow Jones atteint des records ; en France, le CAC a repassé la barre des 5.000 points courant mars, niveau qu'il n'avait plus atteint depuis 2008. Le mouvement haussier devrait, selon toute vraisemblance, se poursuivre dans les mois à venir.

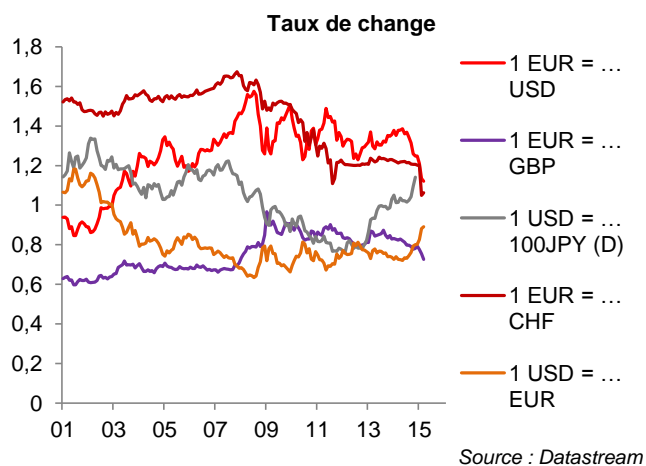


Contre-choc pétrolier et baisse de l'euro

La période récente a été marquée par une forte dépréciation de l'euro et aussi du yen par rapport au dollar, corolairement à l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE et de la BoJ. Côté matières premières, le baril de pétrole a vu son cours dévisser depuis l'été dernier, celui-ci tombant sous les 50 dollars en début d'année, plus bas niveau depuis 2009. En ce qui concerne les autres matières premières (métaux et produits alimentaires), les cours sont également sur une pente baissière.

L'euro, au plus bas depuis 11 ans

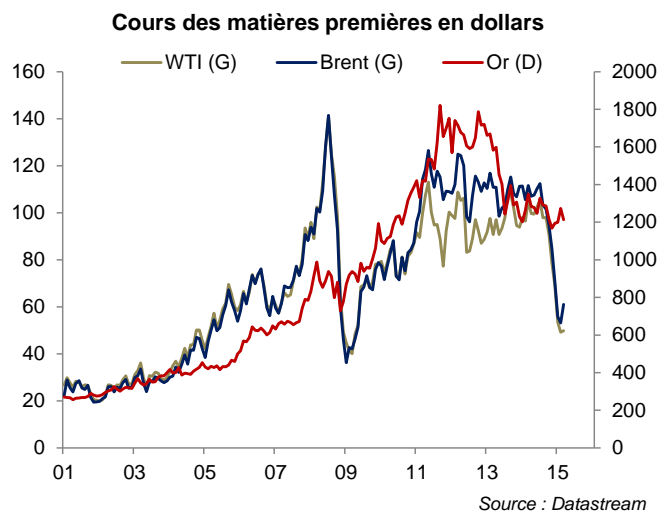
L'euro n'en finit plus de baisser. Il est passé le seuil de 1,05 dollar à la mi-mars, plus bas niveau depuis 12 ans. Ce mouvement est à mettre en relation avec les mesures prises par la BCE (baisse des taux directeurs en juin 2014, annonce et mise en œuvre d'un programme de rachats de dettes en 2015). La dépréciation de l'euro, qui redonne de la compétitivité à l'export, est une bonne nouvelle pour l'économie européenne. Elle ne devrait pas trop pénaliser la reprise américaine qui est principalement tirée par la demande intérieure. Les anticipations de remontée des taux aux Etats-Unis devraient maintenir une pression baissière sur la parité euro-dollar dans les mois à venir.



Contre-choc pétrolier et baisse généralisée des matières premières

Le cours du baril s'est effondré depuis l'été 2014, celui-ci passant sous les 47 dollars courant janvier. Les causes de ce contre-choc pétrolier sont, côté demande, le ralentissement de la croissance en Chine (et l'évolution de son mix énergétique) et côté offre, le maintien des quotas de production de l'OPEP, alors que les stocks sont élevés et que la production américaine continue de s'accroître grâce à l'exploitation des schistes argileux, rendant le pays autosuffisant. Côté importateur, notamment en Europe la situation

actuelle est une aubaine, même si elle conduit à accentuer les tensions déflationnistes. Côté producteur, elle entraîne certains pays vers la récession (Russie, Venezuela), pèse sur la rentabilité de l'exploitation (notamment sur les hydrocarbures non-conventionnels américains, pour lesquels un prix de baril sous les 70 \$ devient problématique). En l'absence de facteurs de soutien que ce soit côté offre ou côté demande, on s'oriente vers une remontée graduelle des cours en 2015, sauf à ce que l'OPEP décide d'abaisser ses quotas de production (la prochaine réunion de l'organisation aura lieu en juin). En ce qui concerne les autres matières (or, métaux et matières premières), les cours ont également été orientés à la baisse ces derniers mois.



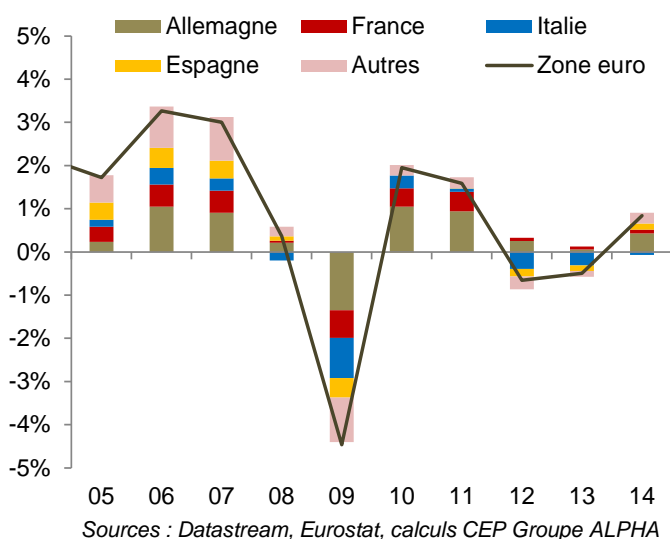
Zone euro : des raisons d'espérer

La zone euro est sortie de la récession en 2014 (+0,9%), soutenue par la solidité de l'économie allemande et la reprise en Espagne. En 2015, la croissance attendue en légère progression sera conditionnée par la réussite des politiques monétaires et de relance de l'investissement en Europe.

La croissance se renforce doucement...

Dans le sillage des bons résultats de l'économie allemande, la croissance a progressé dans la zone euro au T4 (+0,3% t/t). La consommation des ménages a été le principal contributeur de la croissance en 2014, alors que les dépenses publiques progressent toujours au ralenti. En revanche, l'investissement ne redémarre pas. La contribution du commerce extérieur est restée très positive grâce à la progression des exportations vers les économies hors zone euro. La forte baisse de l'euro qui s'est poursuivie après les annonces de quantitative easing de la banque centrale européenne ([voir blog du CEP](#)), combinée à la chute du pétrole, est très favorable à la zone euro.

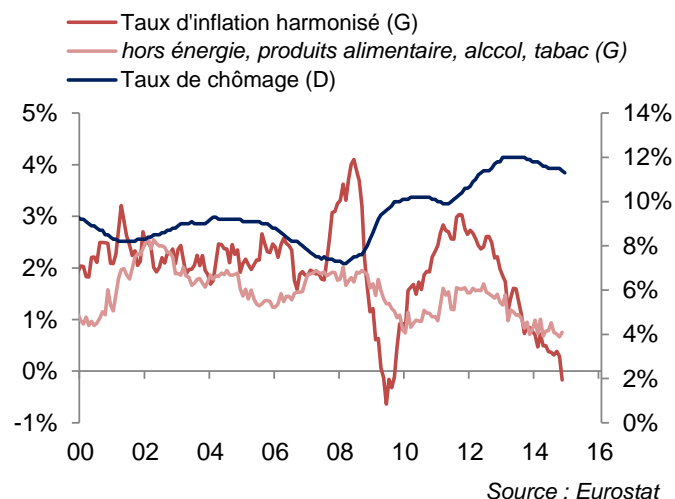
Contributeurs de la croissance de la zone euro



Le taux de chômage a continué de baisser lentement en 2014, pour atteindre 11,3% de la population active en décembre. Dans le prolongement de ces dernières années, l'inflation a poursuivi son ralentissement progressif avant de passer brutalement en territoire négatif en fin d'année suite à l'effondrement de la composante énergétique des indices de prix. Afin de lutter contre les risques que fait courir la déflation (qui dure depuis plusieurs mois dans certains pays) sur les économies de la zone euro, la BCE a décidé de prendre de nouvelles mesures. L'achat de titres de dettes publics et privés à partir de mars a été annoncé en janvier 2015,

après plusieurs annonces de baisse des taux directeurs et d'opérations de refinancement ciblés en 2014.

Inflation sur un an dans la zone euro



... mais le redémarrage de l'investissement est encore à venir

Par ailleurs, la nouvelle commission présidée par Jean-Claude Juncker semble résolue à prendre à bras le corps le problème du sous-investissement qui mine la croissance européenne depuis 2008 grâce à un plan de relance ciblé sur les infrastructures de transport et de communication sur la période 2015-2017. Les bénéfices de ce plan seraient doubles pour l'économie de la zone euro : à court terme, elle dynamiserait une demande atone, et à moyen terme, elle renforcerait sa compétitivité et son potentiel de croissance.

Si le passage le plus dur de la crise de la zone euro semble désormais « derrière nous », les économies périphériques, au cœur des tensions financières depuis 2012, connaissent aujourd'hui des fortunes diverses. Alors que l'Espagne (+1,4% en 2014) et le Portugal (+1%) ont retrouvé le chemin de la croissance en 2014, comme l'Irlande avant eux, l'Italie est toujours dans une situation difficile. Enfin, la Grèce est redevenue un point de tension majeur. L'échec du premier ministre Antónis Samarás à trouver une majorité en décembre lors des élections anticipées a conduit à la nomination du leader du parti de la gauche radicale Syriza, vainqueur des élections de janvier, Alexis Tsípras.

Allemagne : redémarrage plus rapide que prévu

A la faveur d'un quatrième trimestre meilleur que prévu, l'économie allemande a terminé l'année 2014 en progression de 1,6%. Alors que la consommation des ménages bénéficie de la hausse des salaires, la demande domestique prend progressivement le relais du commerce extérieur et devrait permettre à l'Allemagne d'afficher à nouveau une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro en 2015.

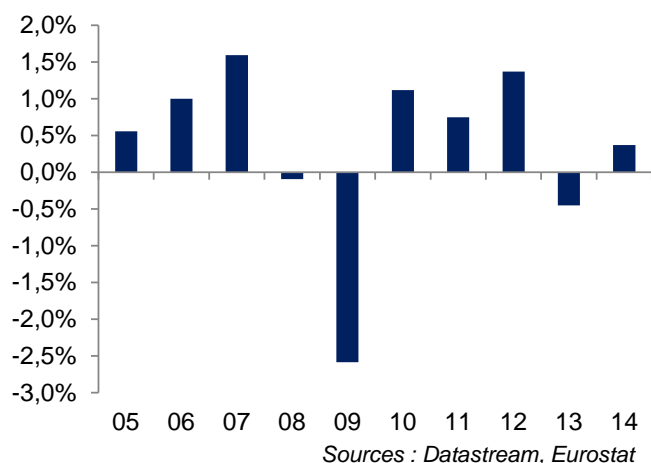
La croissance repart au T4

Après un bon T1 2014 (+0,7%, t/t), l'économie allemande a connu un passage à vide au cours de 2014 (-0,2% au T2, et +0,1% au T3). L'activité a rebondi au T4, enregistrant une hausse trimestrielle de 0,7%, largement supérieure aux attentes.

Le taux de chômage a continué de baisser et atteint le niveau de 6,5% de la population active en janvier. En revanche, l'inflation n'a pas résisté à la chute des cours du pétrole, passant de +0,5% en glissement annuel en novembre à -0,5% en janvier.

Confronté à un environnement économique européen plutôt morose, la réorientation vers la demande domestique du modèle de croissance allemand est en marche. Dans ce contexte, la croissance des salaires nominaux, comme en témoigne le dernier accord d'augmentations dans le secteur de la métallurgie, favorise la hausse du pouvoir d'achat des ménages et dynamise la consommation, désormais principal contributeur de la croissance.

Contribution du commerce extérieur à la croissance allemande



En situation de sous-investissement chronique depuis quinze ans, l'économie allemande a également été tirée par le redémarrage de l'investissement en 2014 (+3,5%) grâce à la bonne santé financière des entreprises. A moyen terme, les dépenses en formation brute de capital fixe pourraient bénéficier du

renchérissement du coût du travail et dynamiser le taux d'investissement de l'économie allemande. Le commerce extérieur, traditionnel point fort de l'économie allemande, subit l'atonie de la demande chez ses partenaires européens que les exportations dans les marchés émergents comblent partiellement.

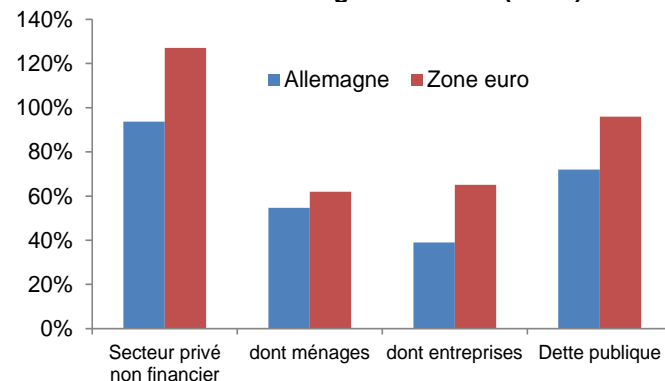
L'insolente santé des finances allemandes

Pour la quatrième année consécutive, les comptes publics ont été équilibrés en 2014, ce qui a permis à la dette publique de baisser. En 2015, elle pourrait passer sous la barre des 70% du PIB.

Le secteur privé est également dans une situation financière globalement confortable. Les ménages ont continué de se désendetter en 2014, tandis que les entreprises recommencent à investir sans s'endetter grâce à leur bonne capacité d'autofinancement. L'endettement privé reste contenu, à 95% du PIB. Cette situation a favorisé la baisse du nombre de défaillances d'entreprises (autour de -6% en 2014 selon les dernières estimations de l'assureur-crédit Euler Hermes).

Sur le plan extérieur, le niveau des soldes courants allemands demeurent fortement excédentaires (+7,5% du PIB en 2014), l'émergence de nouveaux débouchés hors zone euro alimentant une position extérieure très confortable. Et pose la question de l'utilisation de cette épargne allemande dans le financement de l'économie européenne.

Endettement des agents en 2014 (%PIB)



Source : Banque de France

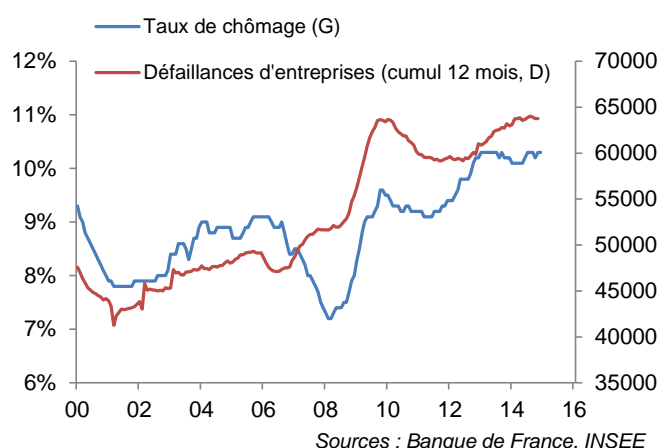
France : la reprise, enfin ?

En 2014, l'économie française n'a pas fait mieux que l'année précédente, affichant une timide croissance de 0,4%. Alors que les mesures mises en place par le gouvernement pour relancer la compétitivité et l'emploi montent en charge, une timide reprise est attendue en 2015. Ce sera toutefois probablement insuffisant pour infléchir la courbe du taux de chômage.

La France termine l'année 2014 sur une note positive

L'économie française a un peu mieux terminé l'année 2014 qu'elle ne l'avait commencé. Après deux premiers trimestres de stagnation, l'activité a cru de 0,3% (t/t) au T3 2014, puis de 0,1% au T4-2014. Les premières projections pour le T1 2015 (autour de 0,3%-0,4% selon les organismes) ont conforté le sentiment de reprise modérée qui s'amorce et les estimations du gouvernement qui table sur une croissance de 1% en 2015. L'activité est tirée par la consommation, notamment des administrations publiques, ainsi que par les exportations, alors que l'investissement a enregistré au T4 2014 sa sixième baisse consécutive (-0,5% t/t).

Cette timide reprise est pour l'instant insuffisante pour faire baisser le chômage, qui est stable autour de 10,3% de la population active depuis plusieurs trimestres. Le ralentissement de l'inflation (+0,1% en glissement annuel en décembre 2014 pour l'indice des prix harmonisé) a été renforcé par la chute brutale des prix des matières premières. Après avoir atteint un pic (64 000 cumulées sur un an) en août, les défaillances d'entreprises semblent également montrer des signes encourageants, en léger recul sur les derniers mois de 2014 (63700 en décembre).



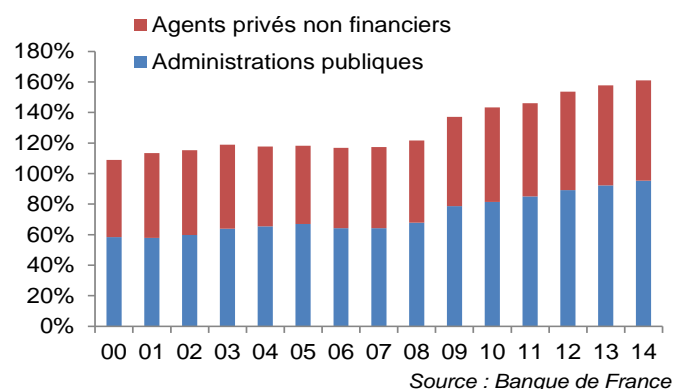
Une politique économique adaptée ?

L'économie française souffre d'un problème d'offre structurel et d'un problème de demande conjoncturel.

Côté offre, le déploiement du pacte de responsabilité et de solidarité et la montée en charge du CICE en 2015 devrait permettre aux entreprises de regagner des marges, ce dont certains secteurs avaient besoin. Les entreprises exportatrices pourront utiliser ce surcroît de marges pour améliorer leur compétitivité prix et gagner des parts de marché, ou effectuer des dépenses de recherche et d'innovation afin de monter en gamme. Côté demande, le gouvernement a décidé d'adapter le rythme de réduction de ses déficits publics contre les recommandations de la commission européenne. Fin février, la Commission européenne a finalement accordé un nouveau délai (le troisième) de deux ans à la France pour se conformer à la limite autorisée de 3% du PIB.

Mais c'est surtout de l'extérieur que viennent les bonnes nouvelles pour l'économie française depuis plusieurs mois. La baisse des cours du pétrole devrait s'ajouter aux mesures adoptées pour redresser les marges des entreprises et les soulager (un peu) de leurs difficultés financières en diminuant le prix des importations et des coûts de production. La baisse de l'euro provoquée par l'assouplissement quantitatif mené par la BCE devrait doper le volume d'exportations et permettre à l'économie française de poursuivre la réduction graduelle de ses déficits commerciaux entamée en 2011. A noter que la France bénéficie d'une évolution particulièrement favorable de ses termes d'échanges (ratio qui compare l'évolution des prix à l'export et à l'import), grâce à la résistance de ses prix à l'export (hormis sur les produits agricoles) à laquelle s'est ajoutée la baisse des prix des matières premières en 2014.

Endettement des agents non financiers (%PIB)



L'Italie ne s'en sort pas

En récession pour la troisième année consécutive en 2014 (-0,4%), l'Italie apparaît désormais comme l'homme malade de l'Europe. Plombé par son manque de compétitivité et le poids de la dette publique, l'économie italienne devrait demeurer à la remorque de ses partenaires en 2015 malgré de maigres améliorations.

La croissance toujours négative au T4

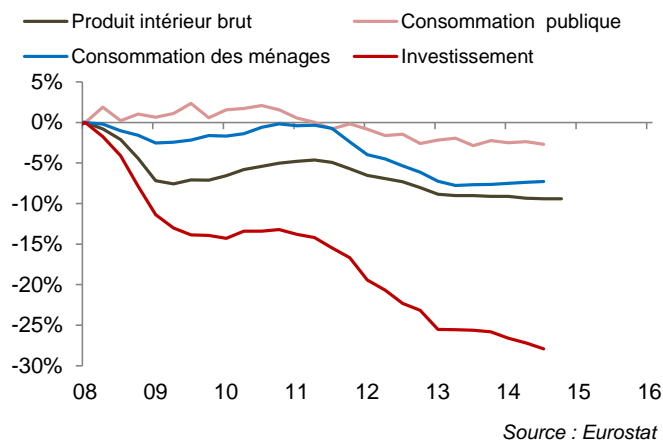
L'économie italienne s'enfoncé dans quasi-récession. En 2014, le produit intérieur brut a continué de reculer au second semestre 2014 (-0,1% au T3 2014 t/t, puis -0,0% au T4), après une première partie d'année du même acabit. La croissance pour 2015, incertaine, devrait être d'ampleur très limitée.

L'arrivée au pouvoir de Matteo Renzi a insufflé une vague d'enthousiasme qui a participé à la résistance de la demande. Le redressement des indicateurs de confiance des ménages (qui commence à s'essouffler) s'est matérialisé par un léger redémarrage de leurs dépenses de consommation en fin d'année. Par ailleurs, l'impact budgétaire a cessé d'être récessif.

En revanche, la situation est beaucoup plus préoccupante concernant l'investissement (-1% t/t au T4), dont la chute ne semble pas s'infléchir. Par rapport au niveau qui était le sien début 2007, le volume de formation brute de capital fixe était en repli de pratiquement 30% au T4 2014.

En ce qui concerne la contribution du commerce extérieur à la croissance, elle est restée positive en 2014... sans que cela soit une bonne nouvelle. Techniquement, elle traduit simplement le fait que malgré le fait que malgré la progression ralentie des exportations, les importations sont encore moins dynamiques.

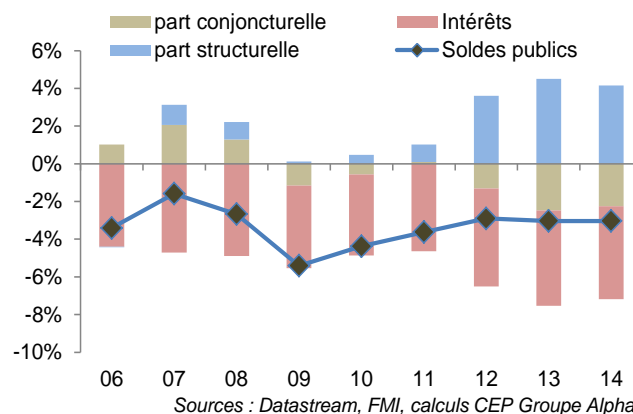
Variation des composantes de la demande par rapport à leur niveau du T1 2008 en volume



La réforme du marché du travail en cours

Dans ce contexte de récession et de chômage élevé, la baisse des cours pétroliers a plongé l'Italie en déflation (-0,4% en glissement annuel en janvier). La baisse cumulée des prix et du volume de l'activité favorise la progression de la dette publique (136% du PIB), tandis que le processus de désendettement du secteur privé est freiné. L'atonie de l'économie italienne malgré la neutralité de l'impact budgétaire depuis plusieurs années interroge sur le potentiel de croissance de l'Italie et sa capacité à rééquilibrer son budget sans nouvelles mesures.

Soldes des administrations publiques italiennes (%PIB)



En position de force après sa nomination au poste de ministre et les résultats du parti démocrate aux élections européennes de mai 2014, Matteo Renzi mène une réforme en deux actes de flexibilisation du marché du travail (« Jobs Act »), qui suscite de vives contestations et entame sa popularité.

Si les derniers chiffres sur l'emploi témoignent d'un recul très net du taux de chômage en décembre, en baisse de 0,4 point sur un mois à 12,9% de la population, il semble peu probable que ce mouvement soit durable. Par rapport à l'évolution de l'activité économique en Italie, cette « faiblesse » relative du taux de chômage traduit davantage une forte proportion d'inactifs dans la population en âge de travailler qui pèse sur le taux d'emploi, un manque de compétitivité (les gains de productivité sont négatifs en Italie depuis son entrée dans la zone euro), et la rigidité du marché du travail.

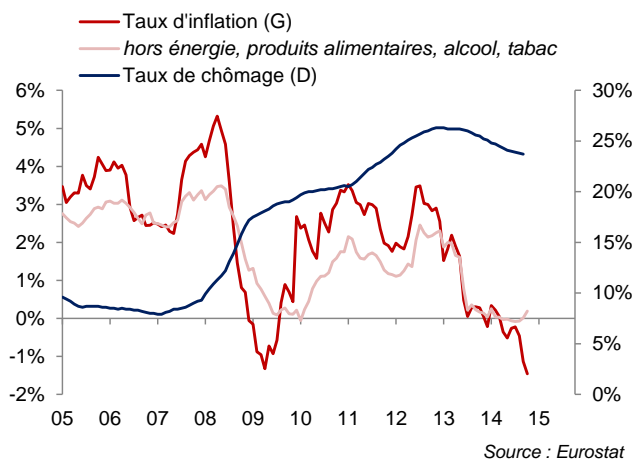
Espagne : la croissance se reprend et accélère

L'économie espagnole a rebondi en 2014 (+1,4%) après une récession sévère l'année précédente (-1,2%). Toutes les composantes du produit intérieur brut sont en progression et augurent d'un renforcement de la croissance en 2015 : consommation, investissement, exportations... mais aussi importations, dont le redémarrage devrait enrayer la résorption du déficit commercial malgré la chute des cours du pétrole.

La demande intérieure redémarre

La croissance est revenue en Espagne. Après un premier semestre encourageant, l'activité a continué d'accélérer au T3 (+0,5% t/t) et au T4-2014 (+0,7%), tirée par la consommation privée et les exportations, mais aussi désormais par le redémarrage de l'investissement. Seules les dépenses des administrations ont été contenues en raison des impératifs budgétaires de l'Espagne, dont les déficits publics sont les plus élevés de la zone euro.

Malgré ces améliorations, le taux de chômage, en baisse soutenue depuis plusieurs trimestres, est toujours très élevé (23,7% de la population active en décembre 2014). Conjuguée à ce chômage massif, la baisse des cours du pétrole a accentué l'ampleur de la déflation en Espagne (-1,5% en glissement annuel pour l'indice des prix harmonisé en janvier 2015).

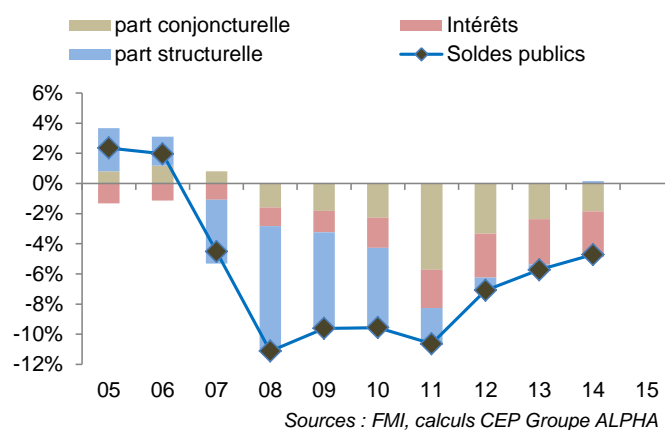


Depuis plusieurs années, la progression du volume des importations est moins rapide que celle des exportations. Pourtant, malgré son redressement, la balance commerciale de l'Espagne n'est pas encore excédentaire. Cette situation s'explique par la dégradation des prix pratiqués par les entreprises exportatrices espagnoles, qui compense en partie les gains en termes de part de marché à l'export réalisés grâce aux progrès importants de compétitivité prix de l'économie espagnole. La chute des cours du pétrole a permis d'atténuer cet effet de prix et bénéficie fortement aux comptes extérieurs espagnols.

La longue marche du désendettement de l'économie espagnole

Financièrement, la situation de l'Espagne demeure fragile. Les comptes publics sont toujours dégradés avec un déficit des administrations qui a atteint 4,7% du PIB en 2014. La dette publique continue d'augmenter, et devrait dépasser le seuil de 100% du PIB en 2015, avant de se stabiliser l'année suivante, si la reprise de la croissance se confirme.

Décomposition du solde des comptes publics espagnols



La position extérieure (différence entre l'actif et le passif des agents domestiques sur le reste du monde) espagnole est également négative d'un peu plus de 100% du PIB selon les dernières estimations du Fonds monétaire internationale. La structure de cet endettement extérieur, très volatile, a généré d'importantes fuites de capitaux au plus fort de la crise. Si ces tensions se sont apaisées, l'impact de la dette extérieure est toujours important et négatif sur les revenus extérieurs et les comptes courants espagnols.

Enfin, le secteur privé poursuit son désendettement malgré l'aggravation de la déflation. Les ménages et surtout les entreprises continuent de rembourser leurs dettes. Pour l'instant le danger d'une spirale de déflation-dette est évité (situation de l'activité et des prix dans laquelle le remboursement généralisé des dettes amplifie la déflation, si bien que la valeur réelle de l'endettement augmente).

Royaume-Uni : croissance et déficits

Le produit intérieur brut britannique a affiché une croissance de 2,6% en 2014, tirée par l'accélération des dépenses d'investissement dont la progression devrait se normaliser en 2015, notamment dans la construction. Cela devrait entraîner un léger ralentissement de la croissance, qui devrait toutefois rester solide.

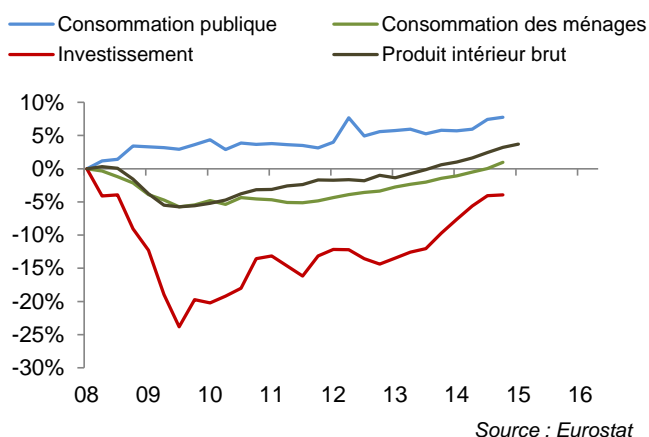
La croissance reste solide mais ralentit

Après deux années de forte croissance, l'économie britannique montre ses premiers signes d'essoufflement. La croissance du produit intérieur brut est retombée à 0,5% au T4 2014 (après +0,7% au T3, et +0,8% au T2).

Pour la première fois depuis 2008, le taux de chômage est passé sous la barre des 6% depuis août. En octobre, il était stable à 5,9%. Comme dans les autres pays européens, l'inflation a brusquement ralenti en décembre (+0,5% en glissement annuel) en raison de la chute de la composante énergétique des indices de prix.

La reprise économique au Royaume-Uni souffre toujours de profonds déséquilibres. La consommation des ménages est à peine supérieure à son niveau d'avant crise, tandis que les dépenses d'investissement sont toujours inférieures de 4%. La remontée récente du niveau de l'investissement est essentiellement tirée par l'immobilier, dont les prix progressent rapidement. Sur la période 2008-2014, ce sont les dépenses de consommation des administrations publiques qui ont tiré la croissance, creusant les déficits publics qui demeurent à un niveau élevé (5,5% du PIB en 2014). En 2015, la dette publique pourrait dépasser les 90% du PIB.

Variation des composantes de la demande intérieure par rapport à leur niveau du T4 2007



Une croissance à crédit

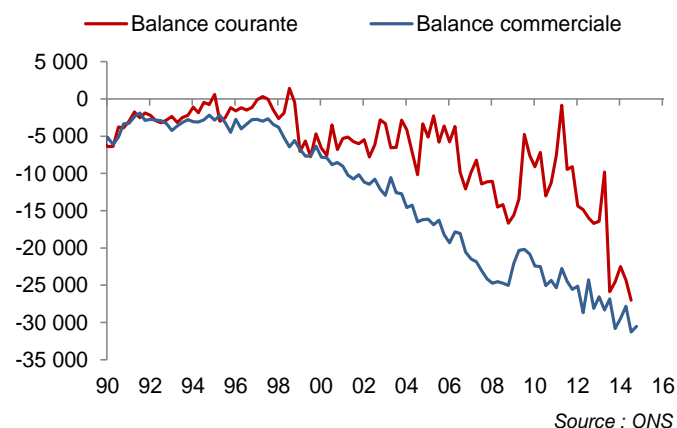
Grâce au redémarrage de l'emploi ces dernières années, la progression globale des revenus du travail et des

revenus disponibles bruts des ménages a été plus rapide que celles des marges des entreprises. Contrairement à ce qui se passe en France, cette situation traduit davantage un changement dans l'utilisation des facteurs de production qu'une rigidité du marché du travail ou une incapacité à investir. En effet, la hausse du nombre de personnes en emploi s'est également accompagnée d'une progression de la part des emplois temporaires. Par ailleurs, le désendettement privé est également celui des entreprises au Royaume-Uni, et les dépenses d'investissement redémarrent depuis deux ans.

Derrière ses bons résultats, l'économie britannique présente plusieurs faiblesses. Le taux d'investissement reste faible malgré de récentes améliorations. Par ailleurs, les indicateurs de compétitivité ne progressent pas, les déficits commerciaux se creusent, et la production industrielle du Royaume-Uni demeure en repli par rapport à son niveau d'avant crise.

Sur le plan extérieur, les comptes britanniques sont fortement déficitaires et se sont dégradés en 2014. L'affaiblissement des exportations a été significatif en 2014 (-5% en valeurs) en raison notamment de la faiblesse de la demande de la zone euro et a contribué à la dégradation de la balance commerciale. A ce déficit commercial s'est ajoutée la dégradation brutale des revenus sur les actifs extérieurs qui a provoqué un effondrement du solde courant britannique et de sa position extérieure.

Comptes extérieurs britanniques (Millions de livres)

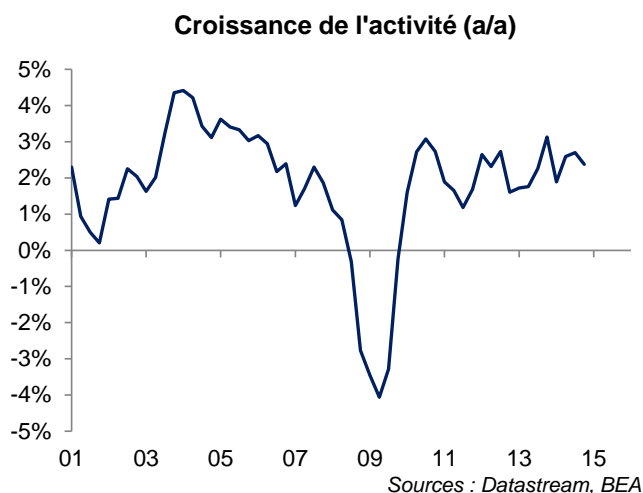


La crise est finie aux Etats-Unis

Après un mauvais départ, l'économie américaine a mieux terminé l'année 2014, affichant une progression de 2,4% par rapport à 2013. Ce dynamisme devrait se prolonger en 2015, ce qui permettra à la Réserve Fédérale de refermer progressivement la parenthèse des mesures non conventionnelles déployées depuis le déclenchement de la crise financière.

La croissance reste soutenue

Après un premier trimestre décevant (-2,1% en rythme annuel¹) en raison des conditions météorologiques défavorables, la croissance a rebondi aux Etats-Unis en 2014. Au T2 2014, l'activité a progressé de 4,6% en rythme annuel, puis 5% au T3, avant de se normaliser au T4 (+2,2%). Fort d'un acquis de croissance de 1,4%, la croissance sera élevée aux Etats-Unis en 2015.



La perte de vitesse de l'investissement est le principal facteur explicatif de ce ralentissement de l'économie de fin d'année (+2,3% au T4 2014, après 7,7% au T3, et 9,5% au T2). En revanche, la consommation des ménages américains s'est renforcée progressivement au fil des trimestres en 2014, pour atteindre +4,3% en rythme annuel au T4.

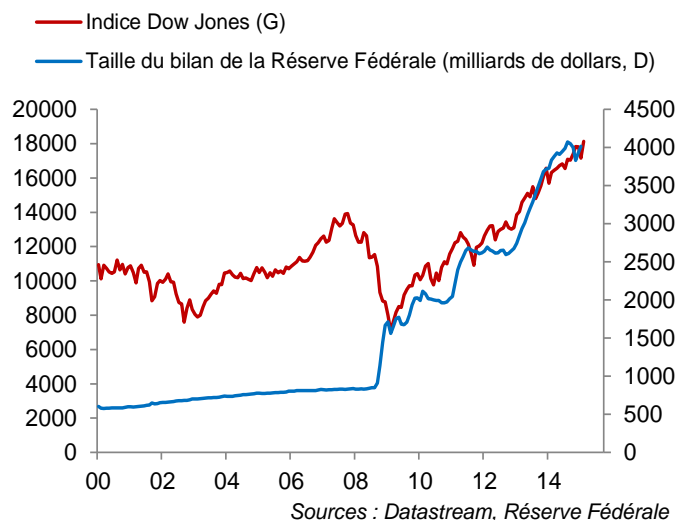
Seule ombre au tableau, sur le plan extérieur, le mauvais début d'année des exports semble avoir cassé la dynamique de résorption graduelle des déficits commerciaux entamée il y a plusieurs années sur la base d'un renforcement de l'indépendance énergétique et la réindustrialisation américaines. La balance commerciale hors pétrole des Etats-Unis se dégrade à nouveau rapidement et n'est plus compensée par l'amélioration de la balance énergétique.

L'emploi bénéficie des bonnes performances de l'économie américaine. Le niveau du taux de chômage était de 5,7% en janvier 2015. Il faut toutefois noter que ces bons résultats sont dus également au découragement d'une partie de la population en âge de travailler. La hausse de la population inactive est importante depuis plusieurs années aux Etats-Unis. Comme dans le reste du monde, l'inflation faiblit aux Etats-Unis ; en janvier, la hausse des prix est tombée à 0,7% en glissement annuel.

Le cycle dans sa phase ascendante

Globalement, la stratégie de gestion de la crise des Etats-Unis est validée par la décade entamée en 2014 de la dette publique fédérale et par les performances économiques américaines. Se pose désormais la question de la stratégie de sortie des mesures de crise adoptées ces dernières années sur le plan monétaire.

L'excellente dynamique de l'économie américaine devrait pousser la Réserve Fédérale à opter pour un durcissement de sa politique monétaire en 2015. Malgré le ralentissement de l'inflation et le renchérissement du dollar, le niveau de la croissance et du chômage ainsi que le désir de ne pas provoquer de réaction trop violente sur les marchés financiers devraient pousser les autorités monétaires à augmenter les taux progressivement assez tôt dans l'année.



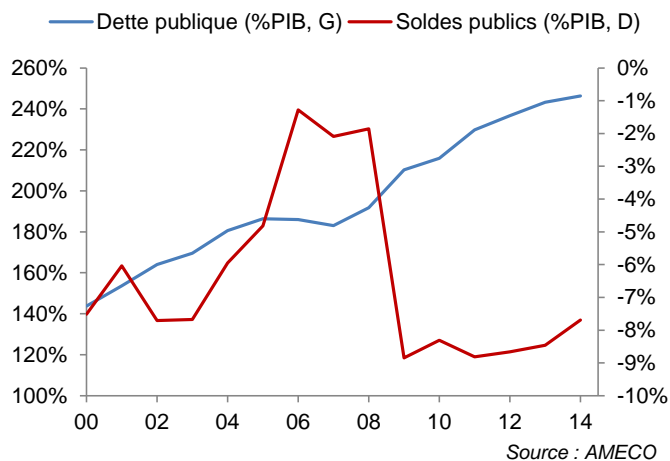
¹ Contrairement aux pays européens, il est plus courant d'utiliser la notion de rythme annuel pour commenter les chiffres américains

Japon : la croissance stoppée net

L'élan de l'économie japonaise, en hausse de 1,5% en 2012 et 1,6% en 2013, s'est brisé sur en 2014 (-0,1%). Mis en place afin de résorber les déficits publics qui nourrissent une dette publique abyssale (245% du PIB), la hausse de la taxe sur la valeur ajoutée a freiné les dépenses de consommation des ménages, qui devraient repartir très progressivement et limiter le potentiel de rebond de la croissance en 2015.

La hausse de la TVA freine la consommation

Le produit intérieur brut japonais n'a pas progressé en 2014 (-0,1% par rapport à 2013), malgré le redémarrage de l'économie en fin d'année (+0,4% t/t au T4 2014), après deux trimestres de récession. Ces mauvais résultats sont largement dus à la faiblesse de la demande intérieure provoquée par la hausse de la TVA de 5% à 8% en avril 2014. Cette mesure a fortement impacté les dépenses de consommation des ménages et d'investissement des entreprises. Le gouvernement n'a pas tenté d'enrayer cet effet provisoire par de nouvelles dépenses, l'objectif de cette mesure étant justement d'assainir les comptes publics, dont les déficits persistants alimentent la dette publique qui pourrait atteindre 250% du PIB en 2015. Le gouvernement a toutefois décidé de ménager l'économie au vu de l'ampleur inattendue du choc récessif, en reportant (probablement à 2016) la prochaine hausse de TVA qui devait avoir lieu en octobre 2014.

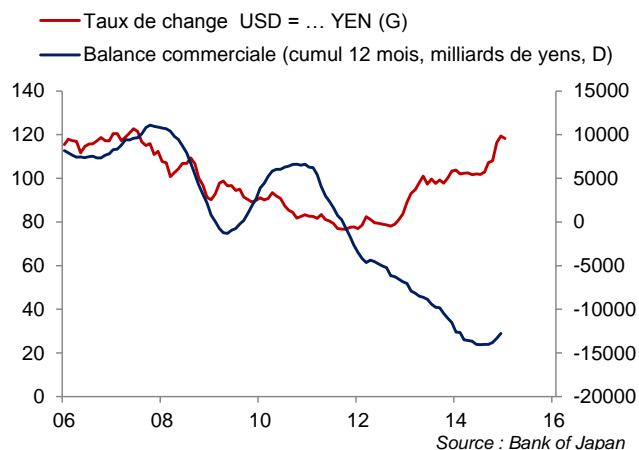


Dans le sillage du ralentissement de l'inflation mondiale, la croissance des prix est tombée à 2,4% en glissement annuel en décembre fléchit au Japon. L'effet de la hausse de la TVA sur les indices de prix masque pour l'instant le risque de déflation, que le gouvernement a tout fait pour endiguer, mais qui pourrait resurgir à partir du printemps. En revanche, le taux de chômage a continué en revanche de baisser et atteignait 3,4% de la population active en décembre 2014. Ces bons résultats sont le fruit d'une baisse de la population en âge de

travailler, alors que le nombre de personnes en emploi est relativement stable depuis plusieurs années.

Résultats mitigés des « Abenomics »

La réussite de la politique économique japonaise (les « Abenomics ») est contrastée. La chute du yen organisée par la BoJ depuis début 2012 pour dynamiser la compétitivité prix et relancer les exportations montrent ses premiers effets. Le commerce extérieur a été le principal contributeur à la croissance en 2014, grâce notamment à un très bon T4 2014. La balance commerciale de l'économie japonaise bénéficie d'autant plus de ce redémarrage que sa composante énergétique subit un effet prix très favorable.



L'inflation est repartie mais cela ne semble que transitoire. Les effets de la hausse de la TVA ne dureront pas et l'essentiel de l'inflation était importée par la chute du yen et le prix des importations, qui s'effondre depuis la chute des prix énergétique. Par ailleurs, la baisse des taux nominaux (et réels) allègent le poids des intérêts sur les dettes publiques et privées. On ne voit toutefois pas s'amorcer le désendettement de l'économie japonaise. Les déficits publics sont persistants, et les effets de richesse provoqués par la hausse des cours boursiers suite aux programmes d'achats de la BoJ ont poussé à la baisse le taux d'épargne des ménages. La hausse des salaires sera à ce titre cruciale au cours des prochains trimestres afin de prendre le relais et de pérenniser la demande de consommation.

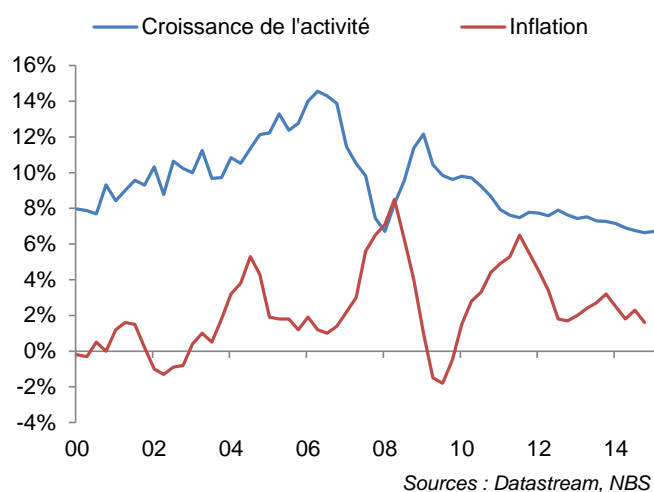
Chine : attention à l'atterrissage

La croissance de l'économie chinoise a continué de ralentir en 2014 (+ 7,4%). Ce ralentissement devrait se poursuivre durant les prochaines années, en raison du recentrage de la croissance sur la consommation domestique, alors que le gouvernement doit gérer le ralentissement de l'investissement, notamment dans la construction, et la progression de l'endettement privé non bancaire.

Croissance de 7,4% en 2014

L'année 2014 s'est terminée comme elle avait commencé en Chine par deux trimestres de croissance soutenue à 7,4% en glissement annuel, ce qui lui a permis de devenir la première puissance économique mondiale (PIB en parité de pouvoir d'achat). En termes courants, c'est-à-dire en tenant compte du taux de change du renminbi (sous-évalué), elle reste largement derrière les Etats-Unis. En 2015, la croissance de l'activité économique chinoise devrait continuer à ralentir, autour de 7% « seulement ».

Dans le sillage de ce ralentissement progressif de l'activité, l'affaiblissement de la hausse des prix depuis plusieurs mois a été amplifié par la chute des cours du pétrole (autour de 0,8% en glissement annuel depuis quelques mois).



Plusieurs facteurs peuvent expliquer le ralentissement chinois. Le secteur de la construction, tout d'abord, dont la perte de vitesse après des années de très forte croissance qui lui ont donné une part excessive dans la valeur ajoutée affecte de nombreux secteurs fournisseurs (acier, ciment, etc.). Ensuite, les surcapacités de l'industrie manufacturière et la baisse de la rentabilité de l'investissement pèsent sur la contribution de la formation brute de capital fixe à la croissance. Enfin, la hausse de la sinistralité des entreprises et des prêts non performants fragilisent la solidité des banques et les conditions de distribution du

crédit. L'importance de l'endettement privé et des collectivités locales en Chine, difficile à estimer précisément en raison du développement du « shadow banking » (mode de financement non bancaire qui n'apparaît pas dans le bilan) qui pourrait représenter un tiers de leur financement total, inquiète également.

Atterrissage en douceur ?

La normalisation de la croissance économique en Chine, qui traverse une période de transition due au changement de son modèle de croissance, s'effectue pour l'instant en douceur. Pour les dirigeants chinois, ce changement de modèle représente bien d'autres défis que l'aspect purement quantitatif de la croissance. Sur le plan intérieur, la montée des inégalités, les contestations naissantes d'une partie de la (jeune) population révélées par les événements de Hong-Kong, les réformes des systèmes de santé, d'éducation et de justice, et la gestion de la crise environnementale.

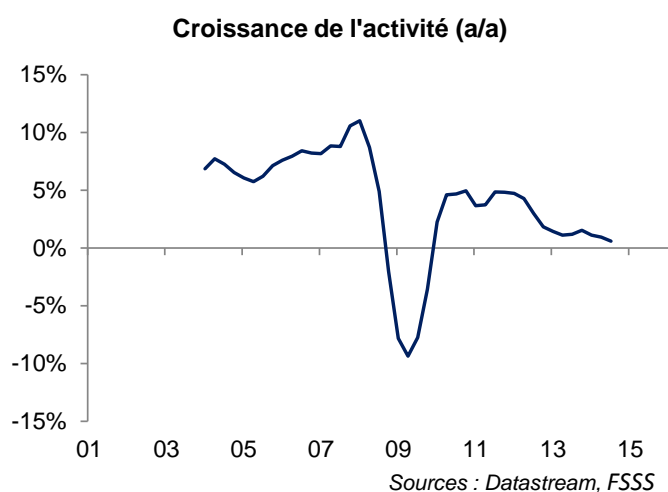
La lutte contre les inégalités de revenus est primordiale afin de favoriser l'émergence d'une économie plus orientée sur la consommation, et moins sur l'investissement, dont la rentabilité marginale s'essouffle. Le développement d'un mode de financement « fantôme », appelé shadow banking, permet aux entreprises de contourner le système bancaire traditionnel pour financer leurs projets, mais les soumet également à des taux usuriers qui les fragilisent financièrement. La transition énergétique de la Chine, qui souhaite passer à un mode de production moins émetteur de Co2, a favorisé le rapprochement des dirigeants chinois avec leurs homologues russes, qui ont débouchés sur la signature d'importants contrats en volume de livraison d'hydrocarbures pour les années à venir.

Russie : l'économie touchée par le conflit ukrainien

Grâce à une résistance inattendue de l'activité en fin d'année, l'économie russe a évité la récession en 2014 (+0,6%). La chute de l'investissement et du rouble due aux sanctions occidentales dans le cadre du conflit ukrainien, le durcissement de la politique monétaire, et l'accélération de l'inflation dû au blocage des importations alimentaires feront toutefois entrer la Russie en récession sévère en 2015.

L'économie russe pas (encore) en récession

Malgré les conséquences du conflit en Ukraine, la croissance de l'économie russe serait restée positive en 2014 (+0,6%). Si la Russie a bénéficié de facteurs favorables à court terme en fin d'année, elle entrera véritablement en récession en 2015. La chute de l'activité pourrait atteindre 3% selon le FMI.

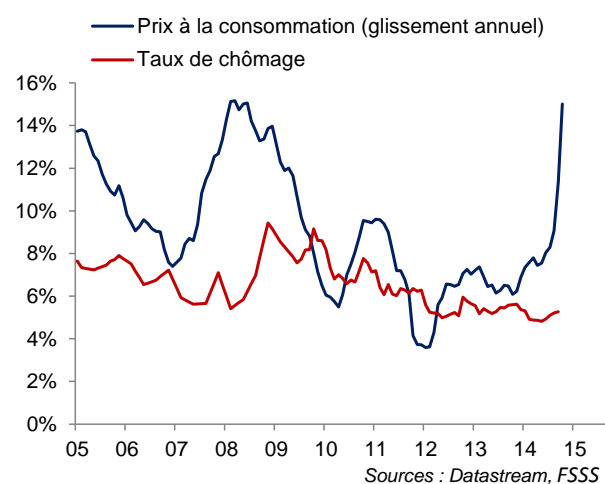


La Russie a répondu aux sanctions financières occidentales (blocage du financement de l'Etat et d'entreprises russes, gel des avoirs de ressortissants russes, restrictions sur les investissements en Russie) par un blocage des importations de produits alimentaires en provenance de l'Union européenne et des Etats-Unis notamment. Les conséquences des représailles russes sur les prix des produits alimentaires se sont ainsi ajoutées aux fuites de capitaux qui ont provoqué la chute spectaculaire du rouble.

Depuis mi-2014, la Russie est ainsi en proie à une poussée inflationniste et à une remontée du chômage. L'indice des prix à la consommation a progressé de 15% sur un an en janvier, contre 11,4% le mois précédent, et 6,1% un an plus tôt. Le taux de chômage est quant à lui passé de 4,9% en juin 2014 à 5,3% en janvier 2015.

A court terme, l'envolée des prix a eu un effet bénéfique temporaire sur la consommation, en précipitant les dépenses des ménages, qui a bondi en fin d'année. Les

ventes au détail progressaient de 17% en glissement annuel en décembre. Parallèlement, la chute du rouble a favorisé la production industrielle grâce aux bonnes performances des secteurs manufacturiers. Par ailleurs, la compensation du renchérissement des importations provoquée par la chute du rouble a redirigé la demande vers la production domestique.



En 2015, plus dure sera la chute

A moyen terme, en revanche, la chute de l'investissement (notamment étranger) et de la consommation devrait avoir raison des bénéfices de cet effet de substitution. L'accès aux financements est contraint de l'extérieur par les sanctions qui font fuir les capitaux. Afin de contrer ce phénomène, la Banque centrale a décidé de hausser ses taux directeurs afin d'offrir de meilleurs rendements aux investisseurs. Cette hausse des taux impacte négativement la demande et pèse sur la croissance russe.

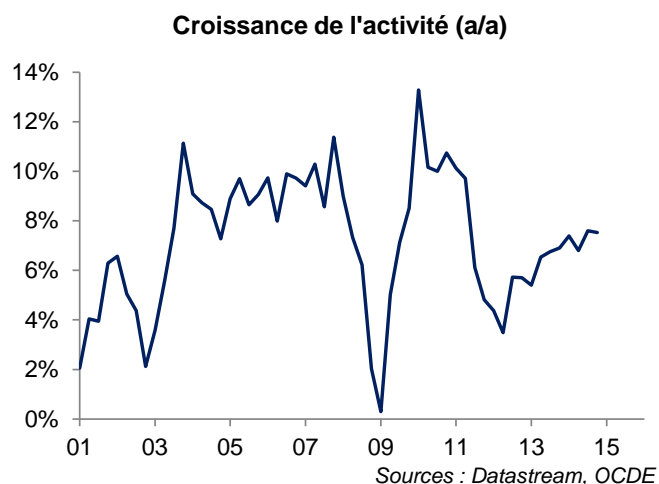
Pour les finances publiques, les inquiétudes sont (pour l'instant) plus mesurées. La chute du rouble a amorti la baisse des cours pétroliers, qui constituent le premier poste de recettes. Par ailleurs, les comptes publics sont quasiment à l'équilibre (-0,1% du PIB en 2014), et le niveau de la dette publique est faible (14% du PIB).

Inde : la croissance redémarre

Après deux années décevantes, l'économie indienne s'est sensiblement redressée en 2014 (+7,2%). La poursuite de ces améliorations dans les prochaines années est conditionnée à la bonne mise en route de réformes structurelles pour renforcer le potentiel de croissance et réenclencher le processus d'industrialisation.

La croissance loin de ses standards d'avant crise

Bien qu'elle demeure en dessous de son rythme d'avant crise, la croissance de l'activité s'est renforcée en 2014 (+7,2%) après deux années décevantes. Ce raffermissement devrait se confirmer en 2015.



La croissance est tirée notamment par la consommation privée qui demeure solide (+6% en 2014), malgré le ralentissement des investissements (2,5%). Après une bonne année 2013 (+5,1%), il faut espérer que le rebond attendu de la formation brute de capital fixe se concrétise en 2015.

A moyen terme, le potentiel de croissance de l'Inde présente des contraintes structurelles fortes. L'économie indienne souffre de son retard en matière d'équipements et d'infrastructures dans les secteurs des transports et de l'énergie notamment. Sur le plan du capital humain, malgré la croissance dynamique durant les années 2000, les moyens accordés à la formation et à l'éducation ont été trop faibles en Inde, où le taux d'alphabétisation y est largement plus faible que dans les autres principales économies émergentes.

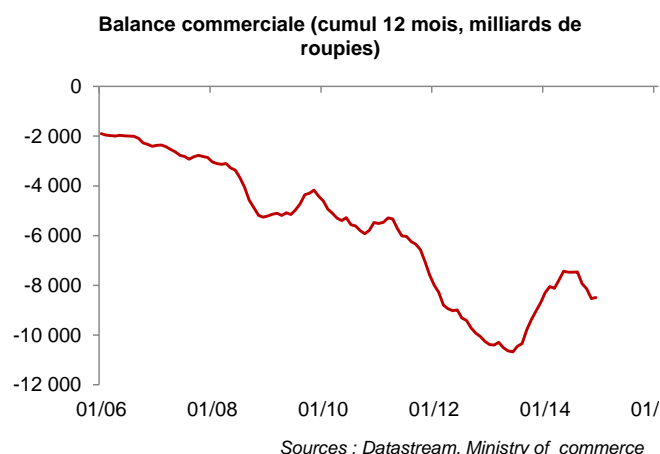
Narendra Modi, nommé premier ministre grâce au succès triomphal du BJP aux élections législatives de mai 2014, dispose toutefois de marges de manœuvre relativement limitées sur le plan budgétaire. Les déficits publics sont élevés bien qu'ils reculent progressivement

depuis le pic de 2007 où ils avaient atteint 10% du PIB. Dans ce contexte, le niveau d'endettement public est élevé (60% du PIB). Le nouveau gouvernement n'entend pas remettre en cause ce rééquilibrage en cours des comptes publics.

Des contraintes extérieures fortes

L'affaiblissement des cours du pétrole est venu s'ajouter au ralentissement de l'inflation à l'œuvre depuis plusieurs trimestres. En janvier, la Banque centrale a annoncé la baisse de ses taux directeurs de 25 points de base, afin d'enrayer ce fléchissement des prix, et de donner un peu d'élan à la croissance.

L'Inde est confrontée à la menace de fuite de capitaux que génère le ralentissement de la croissance dans les pays émergents qui ont financé leurs déficits courants par la dette extérieure. Dans ce contexte, la chute du pétrole et la progression soutenue des exportations sont de bonnes nouvelles. La composante énergétique est le premier poste d'importations. Le dynamisme du commerce extérieur en Asie émergente, ainsi que la reprise aux Etats-Unis et aux Emirats arabes unis qui représentent à eux deux le quart des débouchés pour les exportations indiennes, contribueront à réduire les déficits commerciaux. Mais, là encore, sur le plan extérieur, l'économie indienne ne pourra pas non plus se passer d'investissements importants pour redynamiser durablement son potentiel industriel et sa capacité d'exporter.



Brésil : des lendemains qui déchantent

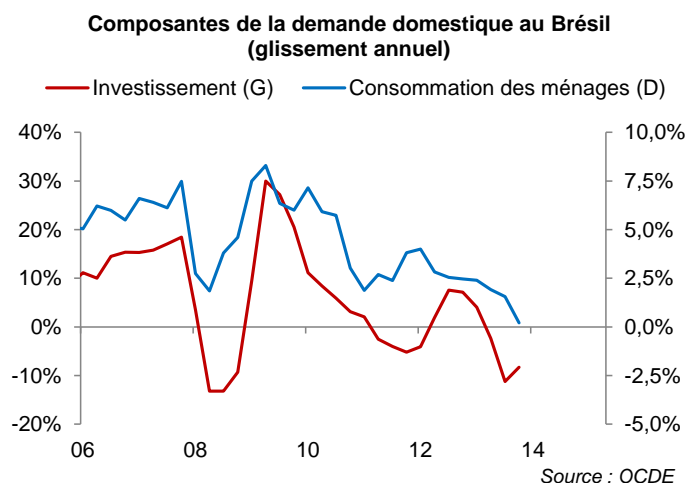
L'activité a stagné au Brésil en 2014, plombée par le net recul des dépenses d'investissement et le ralentissement de la consommation dû au poids de l'endettement des ménages. Après avoir touché un point bas en fin d'année 2014, la croissance devrait rester faible en 2015 dans un contexte d'assainissement des comptes publics.

Les ressorts cassés de la croissance

L'année 2014 a été celle du ralentissement économique au Brésil (+0,1% par rapport à 2013 selon les prévisions du FMI, après +2,5% l'année précédente). L'embellie devrait mettre du temps à se dessiner.

La dégradation du moral des ménages et le tassement des revenus salariaux depuis quelques trimestres, ainsi que la charge de leur endettement, pèsent sur leur consommation, qui a continué à se dégrader sur la deuxième partie de l'année 2014. Les dépenses publiques ont un peu soutenu la croissance en 2014, mais cette contribution devrait s'atténuer en 2015 devant le désir du gouvernement de corriger la dégradation des comptes publics.

Un temps porté par les dépenses publiques en infrastructures dans le cadre de l'organisation de la coupe de monde 2014, l'investissement peine à redémarrer depuis son rebond en 2010-2011.

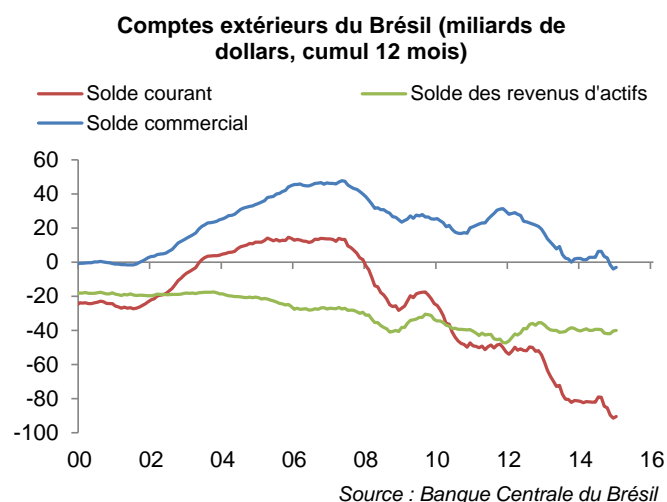


Le taux de chômage était inférieur à 5% de la population active en novembre 2014 au Brésil selon le FMI, malgré le ralentissement du nombre de personnes en emploi depuis quelques années. L'inflation évolue à contre-courant de la tendance mondiale, en hausse à 7,1% en glissement annuel en janvier.

Le Brésil parmi les « fragiles »

Sur le plan extérieur, la dégradation du taux de change dégrade les termes de l'échange et fait monter le prix des importations. Parallèlement, la demande extérieure adressée au Brésil subit la conjoncture de ses principaux partenaires (rééquilibrage de la croissance en Chine, récession en Argentine, ralentissement économique aux Pays-Bas et au Japon).

Les importants déficits courants de l'économie brésilienne sur la dernière décennie ont été financés par des flux de capitaux importants et une hausse de la dette extérieure. Le ralentissement de la croissance provoque des mouvements en sens inverse, qui ont participé à l'affaiblissement des taux de change et au renchérissement des biens importés qui ont provoqué une accélération de l'inflation. Cette situation oblige la Banque centrale à une action qui pénalise l'activité ; le principal taux directeur, le Selic, a en effet été relevé à 12,25% en janvier.



Vue d'ensemble

Croissance

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

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015

Comptes extérieurs

	Poids 2013*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	-0,1%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%
Emergents	39,3%	1,4%	0,8%	0,8%	0,5%	0,5%
Amérique du Nord	24,8%					
Etats-Unis	22,4%	-2,9%	-2,4%	-2,5%	-2,6%	-2,8%
Canada	2,3%	-3,4%	-3,2%	-2,7%	-2,5%	-2,4%
Europe de l'ouest	23,7%					
Zone euro	17,1%	1,4%	2,4%	2,0%	1,9%	1,9%
<i>Allemagne</i>	4,9%	7,4%	7,0%	6,2%	5,8%	5,5%
<i>France</i>	3,7%	-2,1%	-1,3%	-1,4%	-1,0%	-0,7%
<i>Italie</i>	2,7%	-0,3%	1,0%	1,2%	1,2%	0,9%
<i>Espagne</i>	1,8%	-1,2%	0,8%	0,1%	0,4%	0,7%
<i>Pays-Bas</i>	1,1%	8,9%	10,2%	9,9%	9,6%	9,2%
Royaume-Uni	3,7%	-3,8%	-4,5%	-4,2%	-3,8%	-3,3%
Europe centrale et de l'est	4,9%					
Russie	2,7%	3,5%	1,6%	2,7%	3,1%	3,0%
Pologne	0,7%	-3,7%	-1,4%	-1,5%	-2,1%	-2,5%
Asie développée	11,6%					
Japon	6,1%	1,0%	0,7%	1,0%	1,1%	1,2%
Australie	1,9%	-4,4%	-3,3%	-3,7%	-3,8%	-3,2%
Corée du sud	1,9%	4,2%	6,1%	5,8%	5,8%	5,3%
Asie émergente	22,2%					
Chine	13,3%	2,6%	1,9%	1,8%	2,0%	2,3%
Inde	2,6%	-4,7%	-1,7%	-2,1%	-2,2%	-2,4%
Indonésie	1,1%	-2,8%	-3,3%	-3,2%	-2,9%	-2,8%
Amérique Latine	7,4%					
Brésil	2,9%	-2,4%	-3,6%	-3,5%	-3,6%	-3,6%
Mexique	1,7%	-1,3%	-2,1%	-1,9%	-2,0%	-2,3%
Argentine	0,7%	-0,2%	-0,8%	-0,8%	-1,1%	-0,5%
Afrique	3,2%					
Nigéria	0,8%	4,4%	4,0%	3,7%	2,2%	1,7%
Afrique du sud	0,4%	-5,2%	-5,8%	-5,7%	-5,6%	-5,4%
Egypte	0,4%	-3,9%	-2,7%	-0,4%	-4,0%	-4,5%
Moyen-Orient	4,6%					
Turquie	1,0%	-6,2%	-7,9%	-5,8%	-6,0%	-6,0%
Arabie Saoudite	1,0%	22,4%	17,7%	15,1%	12,4%	10,9%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015

Dette publique

	Poids 2013*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	106,9%	105,5%	105,7%	105,3%	104,2%
Emergents	39,3%	38,6%	39,3%	40,1%	40,7%	40,9%
Amérique du Nord	24,8%					
Etats-Unis	22,4%	102,5%	104,2%	105,6%	105,1%	104,9%
Canada	2,3%	88,1%	88,8%	88,1%	86,8%	85,4%
Europe de l'ouest	23,7%					
Zone euro	17,1%	92,9%	95,2%	96,4%	96,1%	94,7%
Allemagne	4,9%	81,0%	78,4%	75,5%	72,5%	69,3%
France	3,7%	88,7%	91,8%	95,2%	97,7%	98,9%
Italie	2,7%	127,0%	132,5%	136,7%	136,4%	134,1%
Espagne	1,8%	85,9%	93,9%	98,6%	101,1%	102,1%
Pays-Bas	1,1%	66,5%	68,6%	69,4%	69,6%	68,8%
Royaume-Uni	3,7%	89,1%	90,6%	92,0%	93,1%	92,9%
Europe centrale et de l'est	4,9%					
Russie	2,7%	12,7%	13,9%	15,7%	16,5%	16,3%
Pologne	0,7%	55,6%	57,1%	49,4%	49,0%	48,5%
Asie développée	11,6%					
Japon	6,1%	237,3%	243,2%	245,1%	245,5%	243,9%
Australie	1,9%	27,1%	28,6%	30,6%	30,7%	30,2%
Corée du sud	1,9%	32,3%	33,9%	35,4%	36,2%	36,3%
Asie émergente	22,2%					
Chine	13,3%	37,4%	39,4%	40,7%	41,8%	42,9%
Inde	2,6%	66,6%	61,5%	60,5%	59,5%	58,5%
Indonésie	1,1%	24,0%	26,1%	26,2%	26,0%	26,0%
Amérique Latine	7,4%					
Brésil	2,9%	68,2%	66,2%	65,8%	65,6%	65,6%
Mexique	1,7%	43,2%	46,4%	48,0%	49,0%	49,7%
Argentine	0,7%	37,6%	41,0%	48,9%	54,2%	55,6%
Afrique	3,2%					
Nigéria	0,8%	10,4%	10,4%	10,6%	11,1%	11,2%
Afrique du sud	0,4%	42,1%	45,2%	47,9%	50,8%	53,7%
Egypte	0,4%	78,9%	89,2%	93,8%	94,5%	94,4%
Moyen-Orient	4,6%					
Turquie	1,0%	36,2%	36,3%	33,6%	33,1%	32,4%
Arabie Saoudite	1,0%	3,6%	2,7%	2,6%	2,5%	2,4%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015

Soldes publics

	Poids 2013*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	-5,8%	-4,3%	-3,9%	-3,1%	-2,6%
Emergents	39,3%	-0,8%	-1,7%	-2,1%	-2,0%	-1,9%
Amérique du Nord	24,8%					
Etats-Unis	22,4%	-8,6%	-5,8%	-5,5%	-4,3%	-4,2%
Canada	2,3%	-3,4%	-3,0%	-2,6%	-2,1%	-1,7%
Europe de l'ouest	23,7%					
Zone euro	17,1%	-3,7%	-3,0%	-2,9%	-2,5%	-1,9%
Allemagne	4,9%	0,1%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%
France	3,7%	-4,9%	-4,2%	-4,4%	-4,3%	-3,7%
Italie	2,7%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-2,3%	-1,2%
Espagne	1,8%	-10,6%	-7,1%	-5,7%	-4,7%	-3,8%
Pays-Bas	1,1%	-3,7%	-2,3%	-2,5%	-2,1%	-1,8%
Royaume-Uni	3,7%	-8,0%	-5,8%	-5,3%	-4,1%	-2,9%
Europe centrale et de l'est	4,9%					
Russie	2,7%	0,4%	-1,3%	-0,9%	-1,1%	-0,6%
Pologne	0,7%	-3,9%	-4,3%	-3,2%	-2,5%	-2,0%
Asie développée	11,6%					
Japon	6,1%	-8,7%	-8,2%	-7,1%	-5,8%	-4,6%
Australie	1,9%	-3,5%	-3,5%	-3,3%	-1,8%	-1,0%
Corée du sud	1,9%	1,6%	0,7%	0,3%	0,8%	1,0%
Asie émergente	22,2%					
Chine	13,3%	0,2%	-0,9%	-1,0%	-0,8%	-0,8%
Inde	2,6%	-7,4%	-7,2%	-7,2%	-6,7%	-6,5%
Indonésie	1,1%	-1,7%	-2,1%	-2,5%	-2,3%	-2,0%
Amérique Latine	7,4%					
Bésil	2,9%	-2,8%	-3,3%	-3,9%	-3,1%	-3,0%
Mexique	1,7%	-3,7%	-3,8%	-4,2%	-4,0%	-3,5%
Argentine	0,7%	-3,2%	-2,8%	-4,5%	-5,5%	-6,2%
Afrique	3,2%					
Nigéria	0,8%	0,4%	-2,3%	-1,7%	-2,2%	-1,9%
Afrique du sud	0,4%	-4,3%	-4,4%	-4,9%	-5,1%	-5,0%
Egypte	0,4%	-10,5%	-14,1%	-12,2%	-11,5%	-12,1%
Moyen-Orient	4,6%					
Turquie	1,0%	-1,4%	-1,5%	-2,0%	-1,9%	-2,1%
Arabie Saoudite	1,0%	14,7%	8,7%	5,2%	1,6%	0,3%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015

Inflation

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

* 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 en % par rapport à l'année précédente

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015

Taux de chômage

	Poids 2013*	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)	2016 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	8,0%	7,9%	7,3%	7,1%	6,8%
Emergents	39,3%					
Amérique du Nord	24,8%					
Etats-Unis	22,4%	8,1%	7,4%	6,3%	5,9%	5,8%
Canada	2,3%	7,3%	7,1%	7,0%	6,9%	6,8%
Europe de l'ouest	23,7%					
Zone euro	17,1%	11,3%	11,9%	11,6%	11,2%	10,7%
Allemagne	4,9%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
France	3,7%	9,8%	10,3%	10,0%	10,0%	9,9%
Italie	2,7%	10,7%	12,2%	12,6%	12,0%	11,3%
Espagne	1,8%	24,8%	26,1%	24,6%	23,5%	22,4%
Pays-Bas	1,1%	5,3%	6,7%	7,3%	6,9%	6,6%
Royaume-Uni	3,7%	8,0%	7,6%	6,3%	5,8%	5,5%
Europe centrale et de l'est	4,9%					
Russie	2,7%	5,5%	5,5%	5,6%	6,5%	6,0%
Pologne	0,7%	10,1%	10,3%	9,5%	9,5%	9,3%
Asie développée	11,6%					
Japon	6,1%	4,3%	4,0%	3,7%	3,8%	3,8%
Australie	1,9%	5,2%	5,7%	6,2%	6,1%	5,9%
Corée du sud	1,9%	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Asie émergente	22,2%					
Chine	13,3%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Inde	2,6%	3,6%	3,6%	NC	NC	NC
Indonésie	1,1%	6,1%	6,3%	6,1%	5,8%	5,6%
Amérique Latine	7,4%					
Brésil	2,9%	5,5%	5,4%	5,5%	6,1%	5,9%
Mexique	1,7%	5,0%	4,9%	4,8%	4,5%	4,3%
Argentine	0,7%	7,2%	7,1%	8,8%	9,0%	9,2%
Afrique	3,2%					
Nigéria	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Afrique du sud	0,4%	24,9%	24,7%	25,2%	25,0%	24,8%
Egypte	0,4%	12,4%	13,0%	13,4%	13,9%	14,1%
Moyen-Orient	4,6%					
Turquie	1,0%	8,4%	9,0%	9,5%	9,9%	9,9%
Arabie Saoudite	1,0%	5,4%	5,5%	0,0%		

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI de janvier 2015