

Défricheurs du **social**

La Note

Centre Études & Prospective du Groupe Alpha



**L'économie mondiale ralentit,
l'Europe affaiblie**

Clément Bouillet
Note de conjoncture - octobre 2016



Le ralentissement de l'économie mondiale se confirme

Marchés internationaux

Politiques monétaires : aux limites de l'expansionnisme	2
Le commerce mondial à l'arrêt, le taux de change de l'euro stable	3
Marchés boursiers agités, taux souverains planchers et pétrole peu cher	4

Europe

Europe	5
Zone euro : une convalescence fragile.....	6
L'économie allemande toujours robuste.....	8
France : une reprise décevante.....	9
Italie : le maillon faible ?	11
Espagne : une décélération logique	12
Royaume-Uni : le choc du « Brexit »	13
Russie : le redressement est amorcé	14

Amérique du Nord

Amérique du Nord.....	15
L'économie américaine ralentit à son tour.....	16

Amérique latine

Amérique latine.....	18
L'économie brésilienne toujours à la dérive	19

Asie-Océanie

Asie-Océanie	20
Chine : entre rééquilibrage et décélération de la croissance	21
Le Japon toujours au ralenti	22
L'Inde garde le rythme	23

Afrique-Moyen-Orient

Afrique-Moyen-Orient	24
----------------------------	----

Vu d'ensemble

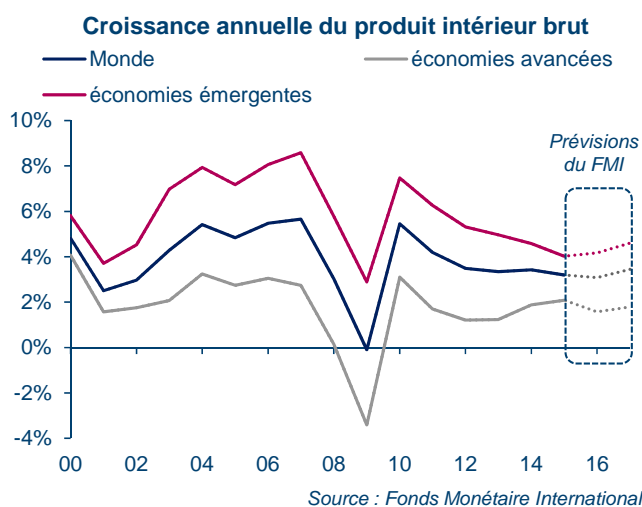
Croissance.....	26
Comptes extérieurs.....	27
Dette publique.....	28
Soldes publics.....	29
Inflation	30
Taux de chômage	31

Le ralentissement de l'économie mondiale se confirme

Le tassement de l'activité aux Etats-Unis s'ajoute à la décélération progressive de la Chine et aux difficultés persistantes de la zone euro et du Japon notamment, tandis que la Russie et surtout le Brésil sont toujours en récession. Dans ce contexte délicat, le « Brexit » est venu s'ajouter à la liste des facteurs déstabilisants pour l'économie mondiale.

La croissance mondiale faiblit

L'économie mondiale traverse une période délicate. En 2015, les difficultés se sont accrues sur la deuxième partie de l'année et l'activité a progressé de 3,2% seulement. Ce ralentissement se confirme en 2016 et la croissance pourrait atteindre 3,1% seulement, au plus bas depuis 2009, avant de se renforcer à partir de l'année prochaine (+3,4% selon les prévisions du FMI).



Après avoir fait preuve de résistance en 2015 (+2,1%), les économies développées connaissent à leur tour des difficultés (+1,6% prévu pour 2016). Aux Etats-Unis (+2,4% en 2015), la croissance devrait chuter à un niveau nettement inférieur à 2% en 2016. Dans la zone euro (+1,9%), l'activité connaît un ralentissement notable après trois années de renforcement. Le Japon reste englué dans une quasi-stagnation qui dure depuis deux ans. Au Royaume-Uni (+2,2%), l'activité devrait ralentir au second semestre et enregistrer un tassement plus franc en 2017 dû au résultat du référendum sur l'Union européenne.

La croissance mondiale souffre également des performances décevantes des principales économies émergentes. Le ralentissement progressif de la Chine se poursuit. En Russie, après un fort recul de la production en 2015 (-3,7%), l'activité devrait enregistrer un repli plus modéré cette année. L'économie russe se redresse progressivement et devrait retrouver le chemin de la croissance en 2017 au plus tard. En revanche, le retour de la croissance sera plus long à se dessiner au Brésil. L'économie brésilienne, déjà en proie à un ralentissement

structurel, 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.) et devrait à nouveau enregistrer un net recul de l'activité en 2016, qui devrait s'atténuer à partir de l'année prochaine.

Parmi les « BRIC », l'Inde fait figure d'exception et devrait à nouveau enregistrer un niveau de croissance supérieure à 7% cette année.

Le « Brexit », un facteur de risque supplémentaire

Les facteurs de risque qui pèsent sur l'économie mondiale continuent d'évoluer au fil des mois. Les anticipations de resserrement de la politique monétaire américaine avaient mis les devises émergentes sous pression. La deuxième hausse des taux directeurs de la Réserve Fédérale a été à nouveau repoussée (vraisemblablement à décembre), et ses dernières annonces ont apaisé les tensions autour du risque entourant le rythme (et le niveau) de relèvement des taux d'intérêt.

La légère remontée des prix pétroliers desserre la pression qui pèse sur la plupart des producteurs (Brésil, Russie, Canada, Arabie Saoudite, Nigéria, Venezuela), en proie au ralentissement de l'activité, voire à une franche récession pour la plupart d'entre eux, sur la période récente.

Plusieurs interrogations demeurent autour du ralentissement de l'économie chinoise et de la faculté des autorités à gérer sa mutation. Concernant le rééquilibrage de la croissance, la contribution du commerce s'atténue au profit de la demande interne. En revanche, le niveau d'investissement reste anormalement élevé, en particulier dans l'industrie et la construction. Sur le plan financier, le niveau d'endettement domestique continue d'augmenter.

Alors que les tensions qui pèsent sur l'environnement économique mondial commencent à s'apaiser, le résultat du référendum britannique sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne a ravivé les tensions. Au-delà du risque politique qu'il fait peser sur le projet européen, la sortie du Royaume-Uni de l'UE devrait générer un climat d'incertitudes en attendant d'en connaître les modalités et peser sur la croissance européenne au cours des prochains trimestres.

Politiques monétaires : aux limites de l'expansionnisme

La normalisation de la politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine est plus lente que prévue et la deuxième hausse des taux (après celle qui a eu lieu en décembre 2015) a été repoussée, vraisemblablement à décembre. De son côté, la Banque centrale européenne semble vouloir donner à ses outils le temps de produire leurs effets, notamment concernant la relance du crédit.

La Fed et la BCE se donnent du temps

La conférence annuelle des banquiers centraux à Jackson Hole avait donné le ton. Derrière les appels répétés à utiliser la politique budgétaire et à procéder aux réformes structurelles, pour combler l'écart de production potentielle et dynamiser la productivité, les banquiers centraux semblent acter que la croissance ne retrouvera pas son niveau d'avant crise dans les économies développées. Dès lors, les marges de manœuvre des outils classiques de politique monétaire apparaissent durablement réduites et contraindront les banques centrales à recourir à nouveau à la palette d'outils non conventionnels apparue sur la dernière décennie. Pour autant, les inquiétudes associées à ces changements (taux négatifs ou nuls, excès de liquidités) restent vives.

Compte tenu de ces éléments, et malgré le statu quo annoncé lors de sa réunion du 21 septembre, les minutes de la Réserve Fédérale sont riches d'enseignements. Rendez-vous semble pris en décembre pour une nouvelle hausse de taux (soit un an après la première depuis le déclenchement de la crise). Surtout, la Réserve Fédérale a annoncé clairement que la remontée des taux sera graduelle. Les projections des Federal funds rates, taux à partir desquels la Fed fixe sa fourchette cible (actuellement de 0,25-0,50%), ont été modifiées sur toute la période 2016-2019. Et, l'objectif de long terme est moins élevé. Ce changement intervient alors que les prévisions de croissance, d'inflation et d'emploi de la Fed ont été revues à la baisse pour cette année, mais n'ont pas fait l'objet d'un nouvel ajustement pour les années suivantes. Concernant la taille de son bilan, la Réserve Fédérale détient toujours les actifs acquis lors des trois phases d'assouplissement quantitatif.

Si cette communication a le mérite de poser les bases d'une hausse des taux sereine en décembre, la décision de reporter une nouvelle fois la hausse des taux n'avait rien d'évident au sein du comité de décision. De fait, la remontée des taux interbancaires montre que sur les marchés monétaires, la remontée prochaine des taux directeurs est intégrée. Pour la Fed, c'est toutefois l'occasion de temporiser et de faire un point sur la situation du marché du travail et l'économie américaine, en proie au ralentissement, avant de procéder à un nouveau resserrement.

Trois mois après le choc du référendum britannique, la BCE reste attentiste. Une nouvelle baisse de taux semble

écartée (le taux de refinancement est à 0%, le taux de rémunération sur les dépôts est à -0,40%). Le programme d'achats d'actifs garde son rythme de 80 milliards d'euros par mois, et durera jusqu'en mars 2017. Il est possible que ce programme soit prolongé. La dynamique du crédit reste décevante, mais la politique de prêts ciblés (TLTRO), dont la prolongation avait été annoncée en mars, se déploie progressivement.

Le taux de change de l'euro est stable et le renforcement du crédit en zone euro sera surveillé au cours des prochains trimestres. A court terme, le principal changement dans la conduite de la politique monétaire de la BCE pourrait donc venir de sa volonté de stimuler les anticipations d'inflation, toujours inférieures à 2%, en annonçant une nouvelle extension de son programme d'achats d'actifs.

La Banque d'Angleterre réagit au « Brexit »

La Banque d'Angleterre (BoE) a procédé à un assouplissement de sa politique monétaire début août suite au résultat du référendum au Royaume-Uni sur l'appartenance à l'Union européenne. Les projections de la BoE indiquent que l'institution table sur une baisse de l'activité, mais que la récession serait tout de même évitée. Les taux directeurs ont été abaissés de 25 points de base, à 0,25%, et seront à nouveau abaissés avant la fin de l'année (mais à un niveau supérieur à 0%). Par ailleurs, un nouvel assouplissement quantitatif a été décidé : au cours des prochains mois, la BoE procèdera à des achats d'obligations publiques (60 milliards de livres sur six mois) et privés (10 milliards sur 18 mois). Enfin, une ligne de prêts conditionnée de 100 milliards de livres a été mise en place.

Aux prises avec la déflation chronique de l'économie japonaise, qui n'aura été écartée que le temps de la hausse de la TVA en avril 2014, la Banque du Japon a répété son souhait d'atteindre un objectif de hausse des prix de 2% sur le long terme. Toutefois, la banque centrale a décidé de ne plus communiquer de délai pour atteindre cet objectif, ce qui semble raisonnable compte tenu de ses échecs répétés à dynamiser les prix. Par ailleurs, la politique d'assouplissement quantitatif se poursuivra, mais avec davantage de flexibilité, ce qui signifie en creux que le rythme d'achats sera plus modéré, au regard des conséquences de la mise en place de taux négatifs en début d'année, de la baisse des rendements souverains, et de la taille astronomique de la base monétaire.

Le commerce mondial à l'arrêt, le taux de change de l'euro stable

Le commerce mondial est toujours à l'arrêt, pénalisé par le ralentissement de l'économie mondiale et des facteurs structurels de décélération. La période entourant les annonces d'assouplissement quantitatif de la BCE en janvier 2015 a vu le taux de change de l'euro baisser significativement, oscillant depuis dans une fourchette de 1,10-1,15 dollar. Le « Brexit » a fait chuter la livre sterling.

L'euro stable depuis plus d'un an

Le taux de change de l'euro a connu une forte baisse durant la période entourant les annonces d'assouplissement quantitatif (QE) du 22 janvier 2015 de la Banque centrale européenne. Depuis, l'euro évolue dans une fourchette de 1,05–1,15 dollars, à des niveaux d'une faiblesse inconnue depuis plus d'une décennie.

Sous pression durant les mois précédant le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne, la livre sterling avait retrouvé son niveau d'avant QE (de la BCE) contre l'euro, sous 1,3 euro. L'issue du vote a provoqué une baisse de la livre, qui s'est stabilisée depuis autour de 1,15 – 1,20 euro, avant de plonger à nouveau début octobre autour de 1,10 euro.



Les devises émergentes ont fait face à de fortes dépréciations dans un contexte international délicat qui mêle resserrement imminent de la politique monétaire américaine, ralentissement de la croissance mondiale, montée des dettes privées émergentes et faiblesse des prix énergétiques. Ce mouvement de dépréciation s'est interrompu sur les derniers mois pour la plupart des devises émergentes. C'est le cas du peso argentin, du real brésilien, de la roupie indienne, de la lire indonésienne et du rouble russe notamment. En revanche, le peso mexicain continue de s'affaiblir, en raison de la proximité économique du Mexique et des Etats-Unis, ainsi que de l'actualité liée aux élections présidentielles américaines. La livre turque s'est de nouveau affaiblie.

Depuis l'été 2015, le yuan s'est déprécié par à-coups sous l'œil vigilant des autorités monétaires chinoises (PBOC) et des opérateurs de marché. Dans la foulée des nouvelles

baisses des derniers mois, le taux de change a atteint son plus faible niveau depuis 2010, à 6,68 yuans pour 1 dollar.

Compte tenu de la hausse rapide des taux de change effectifs depuis plusieurs années, ces mouvements correspondent davantage à une réponse à la hausse du dollar qu'à une volonté de recourir à un choc de compétitivité prix. La situation de la Chine pourrait encore évoluer, face aux incompatibilités de long terme dont souffre son régime monétaire, tenu par les niveaux de réserve de change de la PBOC.

Le commerce mondial ne progresse plus

Les échanges commerciaux mondiaux ne progressent plus. Depuis la crise économique mondiale de 2009, qui avait provoqué une chute des échanges internationaux, la croissance est moins riche en flux commerciaux. Depuis plusieurs trimestres, le volume du commerce mondial est même à l'arrêt. Cette tendance est le fruit d'un ralentissement général.

On peut mettre en avant plusieurs phénomènes pour expliquer cette stagnation. Tout d'abord, les grandes nations épargnantes s'affranchissent progressivement de leur modèle de croissance basé sur le commerce extérieur (Chine, Allemagne). Ensuite, la part dans le PIB mondial des produits manufacturiers, qui représentent une part importante des échanges commerciaux, est en baisse. Enfin, la résorption des déséquilibres des comptes extérieurs tend à substituer la production domestique aux importations (indépendance énergétique américaine, rééquilibrage des échanges intra zone euro). La dégradation de la conjoncture économique mondiale s'ajoute à ces facteurs structurels qui ont diminué la teneur d'échanges commerciaux de la croissance.



Marchés boursiers agités, taux souverains planchers et pétrole peu cher

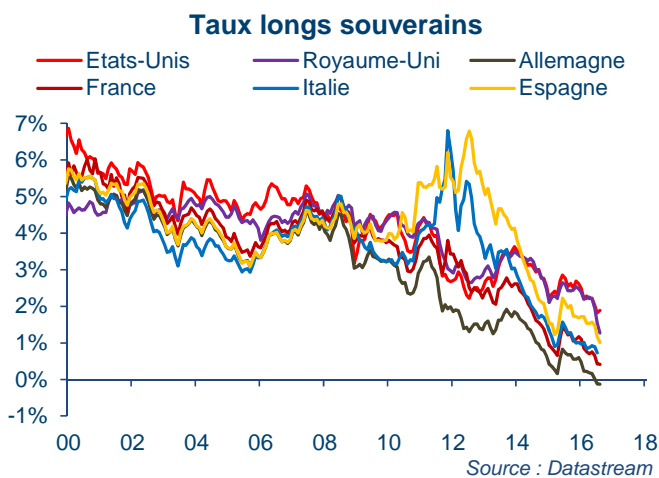
La baisse des taux souverains se poursuit, favorisée par l'ampleur des assouplissements monétaires des principales banques centrales. Sur les marchés d'actions, la volatilité reste importante face à la multiplication des sujets d'inquiétudes. Depuis leur point bas à 28 dollars début février, les prix pétroliers connaissent un léger renforcement.

Les taux obligataires toujours plus bas

Au sortir de l'été 2016, les taux souverains ont à nouveau connu un mouvement de hausse, en raison de la déception entourant les annonces de Mario Draghi, président de la BCE, puis de Janet Jellen, présidente de la Réserve Fédérale. Ce sursaut des taux obligataires, écrasés par l'ampleur des mesures monétaires prises ces dernières années, est resté sans suite. Les rendements souverains semblent toutefois avoir atteint un plancher.

Après avoir atteint un plancher historique en avril 2015, les taux souverains ont connu un mouvement de correction brutal. Depuis, les taux souverains ont repris leur baisse progressive et ont atteint en août de nouveaux plus bas dans les principales économies de la zone euro, ainsi qu'en Irlande, au cœur des tensions pendant la crise de la zone euro. En Allemagne, les obligations à 10 ans se sont à nouveau échangées sur la base de rendements négatifs. La Grèce, et dans une moindre mesure le Portugal (notamment depuis le début de l'année), continue en revanche de susciter la méfiance des marchés financiers.

Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et au Japon, les rendements obligataires ont connu des évolutions globalement similaires, même si pour plusieurs raisons les écarts de taux demeurent significatifs entre les différentes signatures.



Les marchés d'actions toujours hésitants

Le résultat du référendum britannique sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne (23 juin) a surpris les opérateurs de marché, qui avaient largement anticipé la victoire des partisans du maintien. Dans la foulée de ce

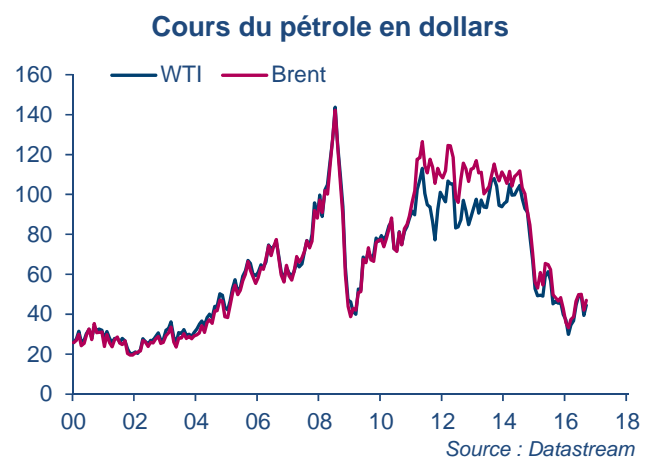
résultat, les marchés d'actions ont accusé des baisses marquées en Europe. Ce mouvement de repli est finalement resté sans suite. L'indice britannique FTSE 100 a rapidement rebondi, approchant même ses plus hauts historiques, soutenu par les annonces rapides de la Banque d'Angleterre.

Depuis la période de hausse tranquille marquée par l'annonce de la mise en place du QE par la Banque Centrale Européenne début 2015, les marchés financiers ont pris l'habitude de sur-réagir à l'environnement économique mondial. L'imminence puis le résultat du référendum britannique se sont ajoutés à la (longue) liste des facteurs d'inquiétudes : résurgence de la crise grecque, ralentissement chinois, faiblesse des cours énergétiques, baisse de la rentabilité des banques, resserrement monétaire de la Réserve Fédérale.

Vers un accord et un renforcement durable des prix pétroliers ?

Les cours du baril de pétrole (et plus globalement des matières premières) se sont effondrés depuis l'été 2014. Le ralentissement de la demande émergente, notamment chinoise, ainsi que l'excès du niveau de production ont favorisé l'affaiblissement durable des prix pétroliers.

Mi-février 2016, les cours du pétrole WTI ont touché un point bas à 28 dollars, après avoir oscillé autour de 30 dollars pendant plusieurs semaines, sur fond de négociations stériles entre pays producteurs. Depuis, les cours du pétrole ont retrouvé un peu de vigueur, entre 40 et 50 dollars, et pourraient retrouver un peu de vigueur dans la foulée d'un début d'accord entre les membres de l'OPEP fin septembre.



Europe

Le renforcement de l'activité dans la zone euro s'essouffle et devrait déboucher sur baisse de la croissance en 2016 et en 2017 dans le sillage du « Brexit ». L'économie britannique, déjà en proie à un ralentissement depuis plusieurs trimestres sera particulièrement touchée par sa sortie annoncée de l'UE. Les économies d'Europe centrale connaissent un niveau de croissance plus élevé, alors que plus à l'est, la situation de la Russie et de ses voisins se redresse progressivement.

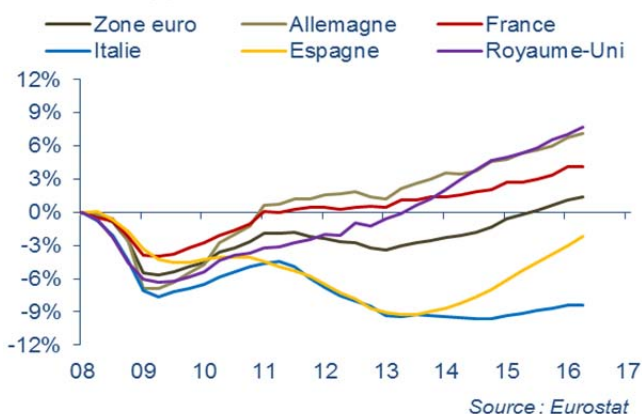
La zone euro ralentit

L'embellie aura été de courte durée. Le renforcement de la croissance dans la zone euro observé en 2015 (+1,9%, contre +0,9% en 2014) ne se prolongera pas en 2016, malgré un bon début d'année. L'Allemagne devrait enregistrer une accélération sensible de l'activité. En revanche, en Italie, qui est sortie de récession en 2015, et en France, qui avait retrouvé la croissance après trois années de quasi-stagnation, les performances seront moins élevées que prévues. En Espagne, le léger ralentissement de l'économie était attendu, après une année de très forte croissance (+3,2%).

Alors que les effets des facteurs de soutien à la croissance de la zone euro s'estompent progressivement (baisse des taux de change, baisse des coûts de financement souverains et privés, baisse des prix du pétrole), le résultat du référendum britannique s'ajoute désormais aux inquiétudes qui entourent une économie européenne toujours fragile. Le ralentissement européen était déjà perceptible avant juin, et témoigne des difficultés de la zone euro à générer durablement de la croissance.

Au Royaume-Uni, à la normalisation de la croissance qui a débouché sur une progression plus modérée de l'activité depuis plusieurs trimestres (+2,2% en 2015) devraient s'ajouter les effets du résultat du référendum sur l'UE. Les premiers effets du « Brexit » sur l'activité apparaissent progressivement et devraient provoquer un net recul de l'activité en 2017.

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



L'économie suisse a retrouvé le chemin de la croissance depuis le second semestre 2015, malgré la hausse du taux

de change face à l'euro qui pénalise ses exportations dans la zone euro depuis les annonces d'assouplissement quantitatif de la BCE.

Les économies intégrées de l'Union européenne en Europe centrale ont connu une année 2015 de forte croissance. C'est le cas notamment en Pologne (+3,6%), en République tchèque (+4,6%), en Roumanie (+3,8%) et dans une moindre mesure en Hongrie (+2,9%). Après un début d'année mitigé en Europe centrale, l'activité a repris sa marche en avant au T2.

Dans les Balkans, la Croatie (+1,6% en 2015) et la Serbie (+0,7%) sont sorties de récession en 2015 et l'activité continue de se renforcer, tandis que la Bulgarie décélère.

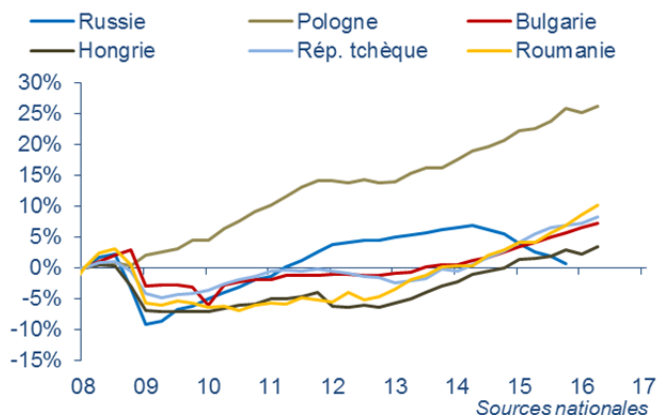
Le taux de chômage bénéficie du regain d'activité en Europe de l'ouest, à 8,6% dans l'Union européenne en juillet (soit 0,8 point de moins qu'il y a un an), dans un climat de réformes tous azimuts du marché du travail.

L'économie russe se redresse progressivement

Plus à l'est, le bilan est largement moins bon. L'économie russe a été sévèrement touchée par les conséquences du conflit ukrainien. En 2015, le PIB a reculé de 3,7%. Le redressement progressif de l'économie russe, qui est sortie de la récession, devrait toutefois lui permettre de retrouver le chemin de la croissance au plus tard l'année prochaine.

En Biélorussie également, l'activité se reprend progressivement après avoir nettement reculé en 2015 (-3,9%), pâtissant des difficultés de son principal partenaire commercial, la Russie. En Ukraine, le retour de la croissance reste limité après deux années en chute libre (-9,9% en 2015).

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



Zone euro : une convalescence fragile

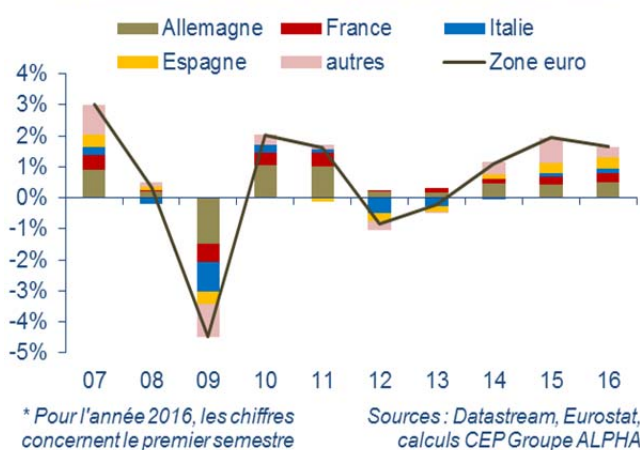
L'économie de la zone euro décélère après avoir enregistré une croissance de 1,9% en 2015. Si l'Allemagne et les Pays-Bas résistent, l'Espagne connaît un ralentissement logique mais contenu, tandis que la croissance peine à se renforcer en France, et surtout en Italie.

La croissance s'essouffle déjà

En 2015, la croissance de la zone euro s'était renforcée pour la troisième année consécutive (+1,9%). Il semble que ce renforcement ne se poursuivra pas cette année (+1,7% en 2016 selon les prévisions de septembre de la BCE). Après un bon début d'année (+0,5% t/t), la croissance s'est affaiblie au T2 (+0,3% t/t), et ne semble pas devoir réaccélérer, augurant même d'un ralentissement plus franc en 2017 sous l'effet de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne qui s'annonce. Les économies allemande et espagnole continuent de tirer la croissance de la zone euro, alors que la croissance fait preuve de résistance aux Pays-Bas. La France et surtout l'Italie sont en revanche moins dynamiques.

Le taux de chômage poursuit son repli, entamé mi-2013, et touchait 10,1% de la population active en juillet. C'est 0,7 point de moins qu'il y a un an. Tandis que l'impact de la baisse des prix pétroliers s'estompe progressivement, la dynamique des prix reste très affaiblie (+0,2% en glissement annuel en août). L'inflation sous-jacente est à peine plus robuste, de nouveau inférieure à 1% sur les derniers mois.

Contributeurs de la croissance de la zone euro



La consommation et l'investissement calent

Après un bon T1, la demande interne s'est révélée étonnamment faible au T2. La consommation des ménages (+0,2% t/t au T2) est toujours soutenue par la faiblesse de l'inflation et du dynamisme de l'emploi, mais le ralentissement des revenus salariaux a pesé sur les revenus disponibles, qui portaient le pouvoir d'achat des ménages depuis plusieurs trimestres.

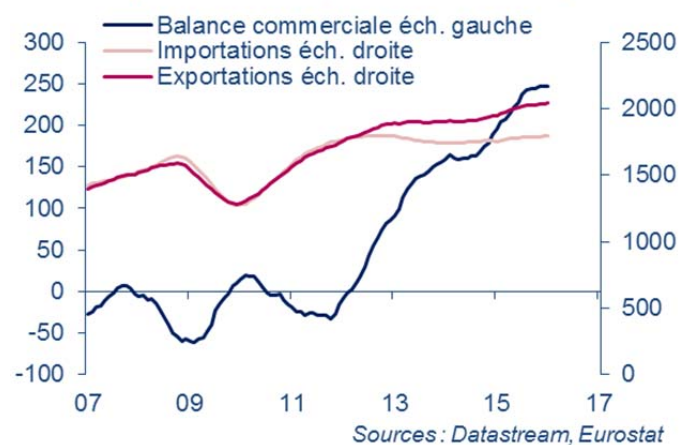
De son côté, l'investissement a connu un premier semestre décevant (+0,4% t/t au T1, puis +0% au T2) compte tenu de

l'accélération entrevue fin 2015. La part des dépenses des ménages consacrée à l'investissement a cessé de reculer mais reste historiquement faible (8%). L'investissement productif, qui avait porté la reprise de la formation brute de capital fixe, cale à nouveau. Au T2, l'investissement est toujours inférieur de 13% à son pic du T2 2008. Consciente de ce déficit, la Commission européenne a doublé la capacité financière du Fonds européen pour l'investissement stratégique, dont l'objectif est désormais de générer 630 milliards d'euros d'investissement dans l'Union européenne, et prolongé sa mission.

Enfin, la politique budgétaire, si elle n'est plus un facteur récessif dans la zone euro, ne constitue pas pour autant un soutien à la croissance. Il y a peu de chances que cela change, malgré les appels répétés de la BCE et des organisations internationales (OCDE, FMI) ainsi que des conclusions du G7 sur la nécessité de relancer la demande mondiale. Pour l'instant, la Commission européenne reste relativement ferme sur sa volonté de voir les déséquilibres des finances publiques poursuivre leur résorption.

Depuis plusieurs années, la contribution du commerce extérieur à la croissance de la zone euro a été très positive (+2,8 points entre 2010 et 2015, pour une croissance de 3% sur la période). Les importations ont redémarré avec retard sur les exportations, traduisant les difficultés spécifiques de la zone euro à sortir de la crise.

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



Ce redémarrage tardif est à l'origine du gonflement de ses excédents commerciaux, auquel s'ajoute désormais la déformation des prix à l'œuvre dans le sillage de la baisse des prix des matières premières. Alors qu'on avait pu observer une inflexion depuis 2015, les exportations se montrent à nouveau plus dynamiques que les importations.

La faiblesse de l'euro, depuis les annonces d'assouplissement quantitatif de janvier 2015, autour 1,10 – 1,15 dollar, renforce cette évolution.

Sur les prochains trimestres, il est probable que le résultat du référendum britannique impacte les exportations de la zone euro vers le Royaume-Uni. Cette correction par le bas des excédents courants de la zone euro ne doit pas remettre en cause le caractère structurel des déséquilibres entourant la lente rémission de l'économie de la zone euro.

Des performances inégales

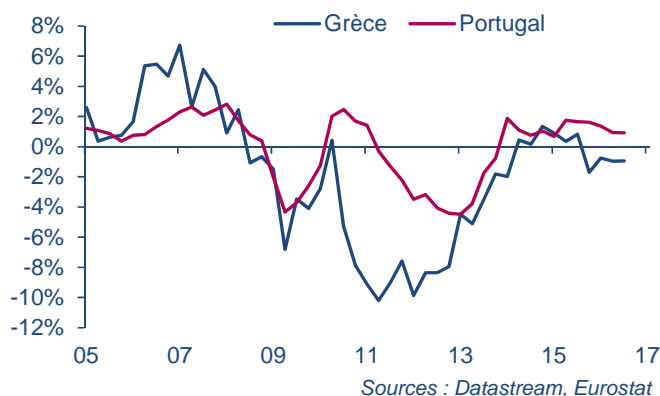
Plusieurs économies ont fait preuve de résistance face au ralentissement de la zone euro et enregistrent un niveau de croissance solide, à défaut d'être vigoureux. On peut citer les Pays-Bas, la Belgique et l'Autriche notamment.

En revanche, dans plusieurs économies, le retour de la croissance est (beaucoup) plus long à se dessiner que prévu. Le renforcement de l'économie finlandaise en début d'année a finalement été révisé à la baisse et reste très progressif, même si la Finlande devrait enfin sortir de la stagnation en 2016.

Les discussions entre la Grèce et ses créanciers ont débouché sur le déblocage d'une nouvelle tranche d'aides, mais l'économie grecque reste dans une situation très délicate. Le pays est retombé en récession en 2015 (-0,3%), et devrait le rester en 2016. Les mécanismes d'ajustement qui ont (plus ou moins) fonctionné ailleurs ne raniment pas l'économie grecque. Malgré l'effondrement de la demande domestique, la balance commerciale est toujours déficitaire, et la dette publique apparaît de moins en moins soutenable.

Au Portugal, la croissance a été de 1,5% en 2015. C'est mieux qu'en 2014, mais l'économie montre des signes de ralentissement depuis un an et devrait connaître un résultat nettement inférieur cette année. La situation des finances publiques continue d'inquiéter, et comme l'Espagne, le Portugal a échappé de peu à une sanction financière pour déficit excessif. Dans ce contexte, les taux souverains portugais se sont tendus depuis le début de l'année.

Croissance du produit intérieur brut (en glissement annuel)



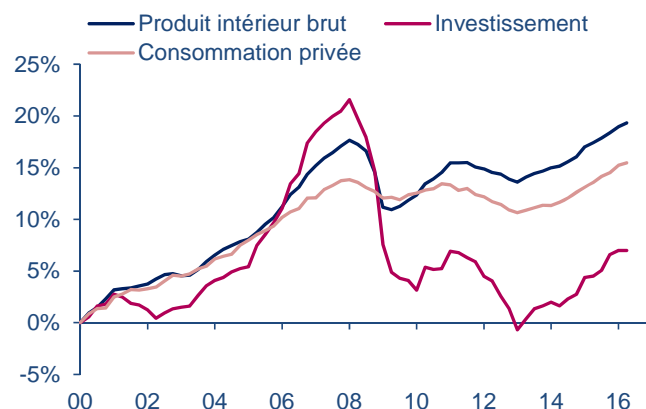
En attendant la demande...

Les conditions favorables au renforcement de la croissance en 2015 commencent à s'estomper : les prix pétroliers, quoique faibles, ont connu une légère remontée et oscillent désormais entre 40 et 50 dollars, après un creux à 28 dollars en début d'année. Bien que la baisse des taux continue d'atténuer le coût de financement de la dette publique, la BCE semble être allée au bout de sa logique d'assouplissement monétaire, même si des annonces d'extension des programmes d'achats d'actifs sont probables dans les prochains mois, et les taux de change de l'euro sont stables depuis plus d'un an.

Le déficit persistant de la demande globale n'est pas réglé. Le cadre communautaire d'élaboration des budgets nationaux laisse peu de place à un soutien de la politique budgétaire. Du côté de la demande privée, les progrès sont fragiles. La consommation des ménages progresse grâce aux améliorations entrevues sur le marché du travail sur la période récente, mais les salaires manquent encore de dynamisme.

Quant à l'investissement, le doublement de l'objectif du montant visé par le Fonds stratégique d'investissement appuiera sa dynamique mais part de (très) loin, compte tenu du recul des dépenses de formation de capital fixe depuis 2008. Alors que les budgets publics ont été durement éprouvés dans la dernière décennie, la redynamisation de la demande privée est le point essentiel du renforcement d'une croissance européenne équilibrée et pérenne.

Variation de la consommation et de l'investissement par rapport à leur niveau du T1



Sur le plan externe, les exportations de la zone euro souffriront tout particulièrement dans les prochains trimestres de la baisse de la demande du Royaume-Uni. Plus globalement, la faiblesse prolongée de la croissance mondiale et la stagnation des flux commerciaux mondiaux constituent un frein supplémentaire à la croissance de l'activité.

L'économie allemande toujours robuste

Portée par un bon début d'année, l'économie allemande continue à être le moteur de la croissance dans la zone euro. Dans un contexte international délicat, la demande interne privée, notamment la consommation soutenue par le renforcement des salaires, est désormais le moteur de la croissance.

Un bon début d'année

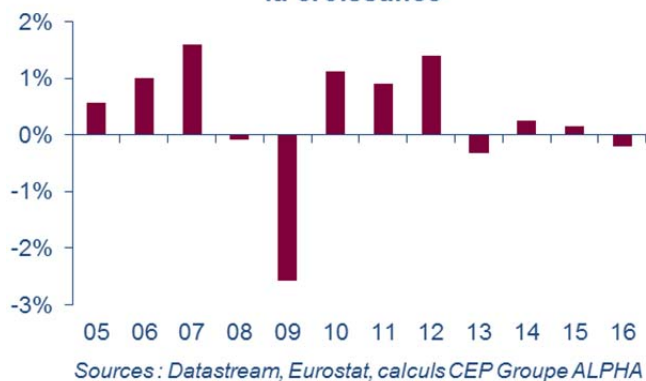
L'économie allemande a bien démarré l'année 2016. Fort d'un bon premier semestre (+0,7% t/t au T1, puis +0,4% t/t au T2), l'acquis de croissance atteint déjà la performance de l'année 2015 (+1,5%). La deuxième partie de l'année s'annonce toutefois sensiblement moins bonne et limite le potentiel d'accélération de l'activité.

Le taux de chômage poursuit son repli, à 6,1% en août, au plus bas depuis la réunification. En revanche, le niveau d'inflation reste, comme dans le reste de la zone euro, anormalement faible, tout comme sa composante sous-jacente qui dépasse péniblement 1% depuis plusieurs trimestres.

La croissance de l'économie allemande confirme qu'elle est mieux équilibrée entre le commerce extérieur et la demande intérieure sur les derniers trimestres.

Même s'ils n'augmentent plus, les excédents commerciaux allemands (et plus globalement courants) restent malgré tout colossaux. La demande extérieure devrait toutefois constituer un sérieux frein à la croissance lors des prochains mois. Le résultat du référendum britannique et ses conséquences sur la demande en provenance du Royaume-Uni s'ajoute à la baisse de la demande américaine, que ne compense pas la résistance de la demande de la zone euro. La croissance allemande reste donc conditionnée à la résistance de la demande domestique.

Contribution du commerce extérieur à la croissance



La demande interne porte la croissance

Si la demande interne est devenue le moteur de la croissance allemande depuis 2013, elle repose avant tout sur la consommation.

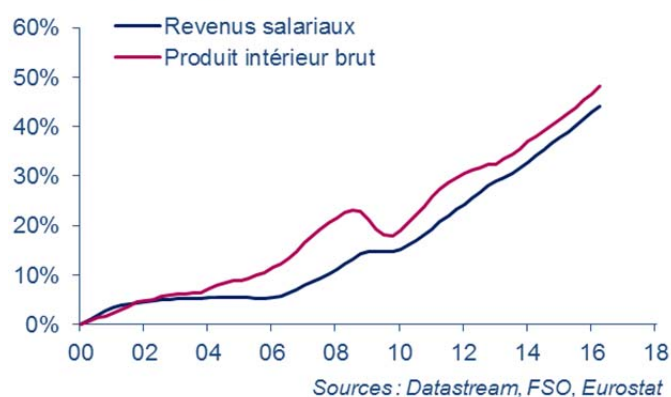
Les dépenses de consommation des ménages sont tirées par la bonne tenue des salaires (+3,7% en 2015), qui dynamisent le pouvoir d'achat en période de faible inflation. Cette dynamique s'explique par la mise en place du salaire minimum début 2015, qui n'a pas eu les conséquences redoutées par certains économistes sur l'emploi, et un marché du travail proche du plein emploi qui ont permis aux négociations salariales d'aboutir à des hausses significatives (métallurgie, fonction publique, construction notamment).

Sur les derniers trimestres, les dépenses publiques ont également été un élément important de la croissance allemande. L'arrivée d'un grand nombre de migrants (plus d'un million en 2015) a poussé les dépenses publiques à la hausse. L'augmentation des flux migratoires répond économiquement à un besoin de moyen terme de l'économie allemande, dont la démographie est peu dynamique et qui manque de main d'œuvre qualifiée dans le secteur industriel.

Enfin, l'investissement a connu un coup d'arrêt au T2 (-1,5% t/t), après deux trimestres de forte hausse (notamment dans les machines-équipements). Le climat des affaires s'est dégradé cet été dans la foulée du résultat du vote sur le « Brexit ». Son rebond en septembre et le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités, ouvre la porte à une amélioration en fin d'année.

Le gouvernement semble décidé à utiliser ses marges budgétaires (excédents publics de +0,5% du PIB en 2015). A priori, une baisse d'impôts est plus probable qu'une relance de l'investissement (même si les administrations ne sont pas étrangères à son rebond récent), d'une faiblesse chronique depuis une quinzaine d'années.

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

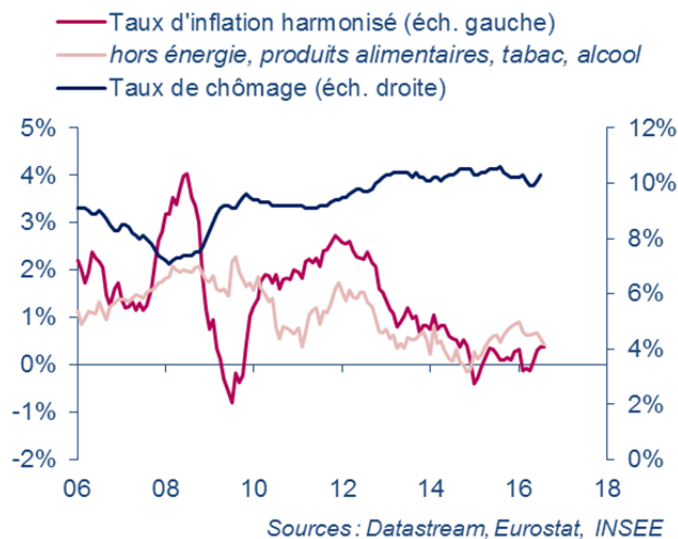


France : une reprise décevante

Après trois années de quasi-stagnation, l'économie française avait retrouvé le chemin de la croissance en 2015 (+1,2%), tirée notamment par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Après un bon début d'année, l'activité a enregistré un recul au T2, qui devrait limiter la performance de l'économie française à un niveau comparable à 2015, en deçà des attentes de début d'année du gouvernement.

Pas d'accélération franche de la croissance

Après trois années de quasi-stagnation, la France a renoué avec la croissance en 2015 (+1,2%, contre +0,2% en 2014). Forte d'un bon premier trimestre (+0,7% t/t), l'économie française a suscité un élan d'optimisme rapidement douché. Alors que l'économie française – et européenne – a calé au T2 (-0,1%), l'objectif du gouvernement pour 2016 (+1,5%) apparaît déjà hors d'atteinte. Cette morosité de l'activité pèse sur les prix. L'inflation est à peine positive et reste très affaiblie.



La consommation progresse par à-coups

Sur le plan interne, le rebond de la consommation au T1 (+1,1% t/t) ne s'est pas confirmé au T2 (+0,0%). Les derniers chiffres n'augurent pas d'une reprise de la consommation au T3. Pourtant, la faiblesse persistante de l'inflation et des prix énergétiques bénéficient au pouvoir d'achat des ménages. Les créations d'emplois et la progression des salaires nourrissent les revenus des ménages, qui ont progressé quasiment au même rythme qu'en 2011 au premier semestre. La succession d'évènements négatifs (attentats de Paris puis de Nice, météo, conflits sociaux) puis de l'euro de football rendent la lecture de l'évolution récente de la consommation assez délicate. Parallèlement, le taux d'épargne progresse et le secteur du bâtiment enregistre un frémissement d'activité, y compris sa composante résidentielle.

Alors que l'investissement des ménages et surtout celui des administrations se renforcent progressivement, les dépenses productives sont particulièrement dynamiques depuis plusieurs trimestres, notamment en machines et

équipements. Le rebond de l'investissement entrevu en 2015 s'est confirmé au premier trimestre, avant de stagner au T2 dans un climat d'incertitude grandissant qui pousse les entreprises à l'attentisme. Deux éléments sont symptomatiques de cet attentisme : la hausse des taux d'utilisation des capacités, et le déstockage important des entreprises qui a pénalisé la croissance de la production. Au mois de juillet, la production industrielle était à son plus faible niveau depuis novembre 2014.

Sur le dernier trimestre, le renforcement des marges s'est essouffé au T2 sous l'effet de la baisse de l'inflation (37,5 % de la valeur ajoutée au T2, contre 37,8% au T1), tandis que les bénéfices de la baisse de l'euro et des prix énergétiques s'estompent progressivement. Plus structurellement, le CICE, renforcé en contrepartie du maintien de la C3S, et le pacte de responsabilité montent en charge, auxquels s'ajoute la prolongation de la mesure de suramortissement. Les conditions de financement restent bonnes, malgré une détérioration sensible de l'accès au crédit pour les TPE sur le dernier trimestre. La détérioration récente de la conjoncture se perçoit dans le rythme des défaillances d'entreprises, qui continue de diminuer mais à un rythme plus modéré (à 60 500 en cumul sur 12 mois en juin, contre 63 100 un an plus tôt).

Défaillances d'entreprises (cumul 12 mois)



En matière de comptes publics, le gouvernement table toujours sur un déficit public de 3,3% du PIB pour cette année et 2,7% du PIB en 2017. Ces projections ont été jugés trop optimistes et critiqués dans un récent rapport du Haut Conseil des finances publiques. Les inquiétudes nées du ralentissement de la croissance ces derniers mois d'une part, et les annonces non compensées de dépenses et de baisses d'impôts d'autre part, laissent à penser que ces objectifs sont irréalistes. La France reste visée par la

procédure de déficits excessifs (et de déséquilibre macroéconomique) de la Commission européenne.

Sur le plan externe, la baisse de la demande d'importations de plusieurs partenaires commerciaux importants de l'économie française, et plus structurellement l'essoufflement du commerce mondial et le mauvais positionnement de gamme pèsent sur les exportations, qui stagnent depuis plusieurs trimestres. De fait, la balance commerciale française se dégrade à nouveau, après avoir connu une phase d'amélioration entre 2011 et 2015 (déficit de 45 milliards d'euros), malgré le net recul des importations au T2 dans le sillage de la baisse d'activité. Compte tenu de ces éléments, qui s'ajoutent au résultat du référendum britannique, il est peu probable que le commerce extérieur soit un soutien à la croissance française dans les prochains trimestres.

Marché du travail : des signaux mitigés

Le marché du travail envoie des signaux mitigés. D'un côté, les secteurs marchands privés ont enregistré des créations nettes de postes pour le cinquième trimestre consécutif au T2 (+30 000, soit +156 000 postes en cumulés depuis le T2 2015), et le taux d'emploi se redresse légèrement. D'un autre côté, le niveau de l'emploi dans les secteurs marchands reste inférieur à son niveau d'avant crise. D'un autre côté, la population en âge de travailler a augmenté, de même que le nombre d'inactifs. Par ailleurs, le nombre de personnes en situation de sous-emploi (catégorie B et C) continue de progresser.

Les indicateurs du taux de chômage ne nous éclairent pas davantage : alors que la mesure par sondage de l'INSEE fait état d'une baisse du taux de chômage au T2 à 9,6%, les derniers chiffres de Pôle emploi indiquent que le nombre d'inscrits en catégorie A a fortement augmenté en août (+50 000), malgré l'évacuation d'une part importante vers d'autres catégories.

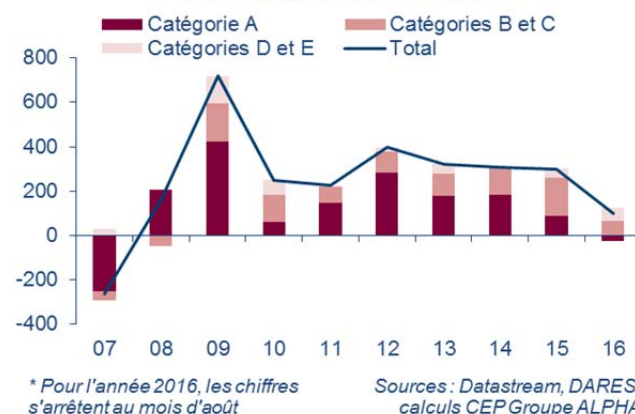
Comme la plupart de ses voisins européens ces dernières années, la France a eu droit à sa réforme du marché du travail. La « loi travail » a été promulguée en août, après que le gouvernement a utilisé par trois fois l'article 49.3 pour qu'elle soit adoptée sans vote à l'assemblée. Malgré ce passage en force, la loi travail est sortie largement retouchée du conflit qui a opposé ses opposants au gouvernement (députés, dont une partie issue de la majorité, manifestants, syndicats). La primauté des accords d'entreprise sur les accords de branche en matière de temps de travail et de rémunération des heures supplémentaires ainsi que la redéfinition du licenciement économique ont été maintenues. En revanche, le barème d'indemnités des licenciements abusifs ne sera finalement conservé qu'à titre indicatif.

D'un point de vue macroéconomique, cette réforme est cohérente avec la politique économique de reconstitution de l'offre menée depuis plusieurs années en France. En bas de cycle, le partage de la valeur ajoutée entre les

entreprises, dont la sinistralité a augmenté et les marges se sont affaiblies après la crise, et les ménages, dont les salaires ont été plus résistants, pourrait être mieux équilibrée. Ce problème avait toutefois déjà été traité par la mise en place du CICE et du pacte de responsabilité, financés par une hausse de la fiscalité sur les ménages.

D'intenses débats ont lieu sur la capacité de la loi travail à réduire le dualisme du marché du travail et à améliorer son fonctionnement. En revanche, il n'y a donc pas grand-chose à en attendre à court terme en termes de croissance et d'emplois.

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



En récession au second semestre ?

Le renforcement de la croissance française semblait pouvoir s'appuyer sur une dynamique vertueuse de hausse de l'emploi, des revenus disponibles, de la consommation et de l'investissement. La dégradation de la conjoncture mondiale, l'essoufflement des effets de la baisse de l'euro et des prix énergétiques, et la succession d'événements défavorables (attentats terroristes, météo de printemps, conflits sociaux, Brexit) ont fini par étouffer la croissance.

Pour autant, de la même façon que l'optimisme du début d'année était à tempérer, il n'y a pas lieu d'exagérer la portée du ralentissement de l'activité au T2. Les revenus des ménages sont dynamiques et ne présagent pas d'un affaiblissement durable de la consommation. Côté offre, la fin attendue de la mesure de suramortissement, finalement prolongée, a pu précipiter les dépenses d'investissement au T1 mais ne remet pas en cause l'amélioration de la situation financière des entreprises. Par ailleurs, l'effet du déstockage (contribution de -0,7 point de croissance au T2) ne se prolongera pas.

La capacité de rebond de l'économie française repose donc avant tout sur la demande interne, dont les fondamentaux apparaissent solides sur les derniers trimestres, tandis que le ressort du commerce extérieur ne devrait pas être d'un grand secours dans un avenir proche. Compte tenu de ces éléments, on peut raisonnablement espérer que la croissance de l'économie française cette année excède légèrement sa performance de 2015.

Italie : le maillon faible ?

Après trois années de récession, l'activité a progressé de +0,6% en 2015 et pourrait finalement être à nouveau inférieure à 1% en 2016. Toujours à la traîne par rapport à ses partenaires de la zone euro, l'économie italienne reste fragile et accumule les facteurs de tension (référendum constitutionnel, secteur bancaire, etc.)

La croissance ne décolle pas

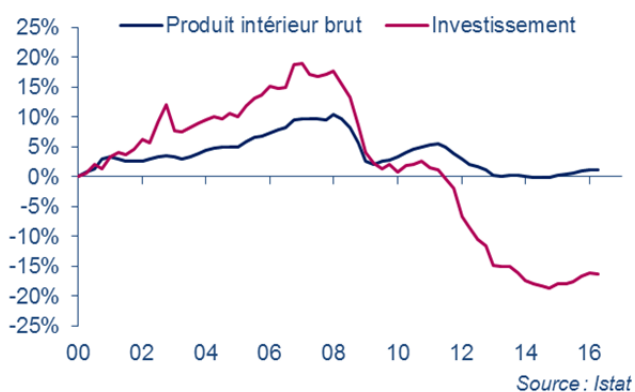
Après avoir renoué timidement avec la croissance en 2015 (+0,6%), l'économie italienne marque à nouveau le pas (+0,3% au T1, puis +0,0% au T2 2016). Ce début d'année délicat fait suite à un second semestre 2015 mitigé, de nature à remettre en cause les prévisions de croissance supérieures à 1% pour 2016.

Les prix à la consommation continuent de reculer sous l'effet de la baisse des prix énergétiques (l'inflation est négative depuis février en glissement annuel). La composante sous-jacente est un peu plus robuste mais reste très affaiblie.

La consommation des ménages reste le principal soutien à la croissance en Italie en 2016, grâce à la bonne tenue des salaires dans un contexte d'inflation quasi-nulle, voire négative, qui dope leur pouvoir d'achat. En revanche, il est à craindre que les effets bénéfiques de cette hausse du pouvoir d'achat soient en partie évincés et nourrissent le redressement du taux d'épargne des ménages, dont le moral faiblit depuis plusieurs mois après avoir fait preuve d'une étonnante solidité ces dernières années.

Le redémarrage de l'investissement, toujours amputé de près de 30% par rapport à son niveau du T1 2008, reste très progressif. Alors que la fin d'année 2015 augurait d'une accélération des dépenses d'investissement, les deux premiers trimestres 2016 ont été décevants (+0,7% t/t au T1, puis +0,2% au T2).

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



Sur le plan budgétaire, le relâchement des objectifs de réduction du déficit structurel par la Commission européenne, ainsi que le déploiement de la politique monétaire accommodante de la BCE qui réduit la charge de la dette publique, constitue un précieux soutien.

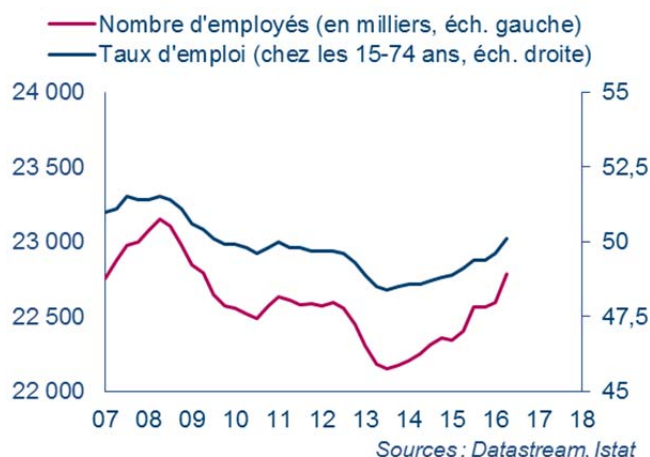
Dans un contexte international mitigé, les exportations italiennes ont rebondi au T2 après un début d'année délicat (-1,4% en glissement annuel en valeur au T1). L'affaiblissement de la demande émergente, la chute de la croissance aux Etats-Unis et la baisse de la demande en provenance du Royaume-Uni suite au « Brexit » pénalisent les exportations italiennes, qui ne seront pas un moteur efficace à la croissance cette année.

Le financement de l'économie reste un frein important à la croissance en Italie. Le crédit au secteur privé, qui avait recommencé à croître pour la première fois depuis l'émergence de la crise des dettes souveraines, montre de nouveau des signes de faiblesse. A la baisse de profitabilité des banques en Europe consécutive à la faiblesse des taux d'intérêt et au résultat déstabilisateur du référendum britannique, s'ajoutent en Italie un stock important de créances douteuses (ou irrécouvrables) et la relative lenteur des réformes du secteur bancaire.

Marché du travail : des signaux positifs, malgré tout

Le taux de chômage, à un niveau légèrement supérieur à 11,5%, a cessé de reculer depuis un an. Le marché du travail italien envoie tout de même des signaux positifs. Les créations d'emplois sont restées dynamiques et ont même accéléré sur la première moitié de l'année 2016 (+175 000 au premier semestre). Cette hausse est désormais portée par la progression du nombre des contrats permanents et des contrats à temps plein. Enfin, la participation au marché du travail se redresse. Dans ces conditions, la stagnation du taux de chômage n'empêche pas le taux d'emploi, qui demeure l'un des plus faibles d'Europe, de continuer à progresser.

Taux d'emploi et nombre de personnes en emploi



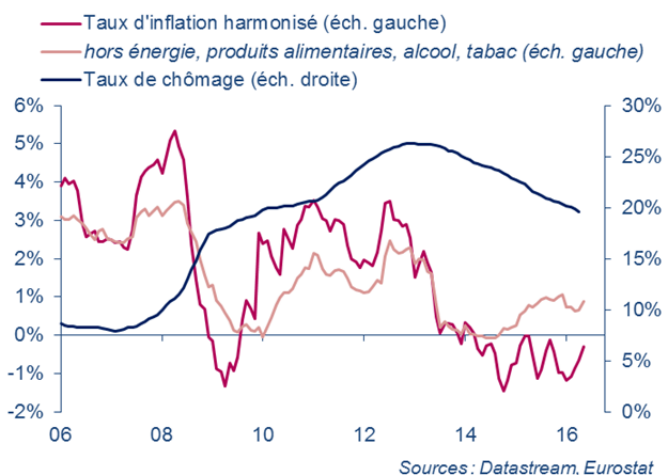
Espagne : une décélération logique

Après une année 2015 de forte croissance (+3,2%), l'Espagne connaît une décélération sensible de l'activité, mais reste, avec l'Allemagne, un pilier de la croissance de la zone euro. Malgré ces performances, la question des déficits et de la dette publics continue à inquiéter, alors que le pays n'a toujours pas de gouvernement.

Léger ralentissement de la croissance

En 2015, l'économie espagnole a progressé de 3,2%, en net progrès par rapport à 2014 (+1,4%). La croissance devrait rester dynamique en 2016, mais en repli par rapport à l'année précédente. L'Espagne est entrée dans une phase de décélération prévisible (+0,9% t/t au T4 2015, +0,8% au T1 2016, puis +0,7% au T2).

Fort de ces bons résultats, le taux de chômage reste élevé, ce qu'explique en partie le niveau important du taux de participation, mais décroît rapidement, à 19,6% en juillet (contre 21,9% un an plus tôt). Côté prix, l'Espagne était toujours en déflation en août (-0,3% a/a), même si un renforcement se dessine depuis plusieurs mois. En revanche, le nouvel affaiblissement de l'inflation sous-jacente témoigne du léger ralentissement de l'économie espagnole.



L'investissement, toujours inférieur de 28% à son niveau d'avant crise, s'est repris après avoir calé en début d'année (+1,4% au T2, après +0,2% t/t au T1) depuis le début de l'année. Surtout, l'investissement productif, notamment les dépenses en machines et équipements, reste dynamique. La bonne tenue des marges des entreprises appuie ce dynamisme et permet en même temps un désendettement rapide du secteur privé.

Même si l'évolution du partage de la valeur ajoutée est plus favorable aux entreprises sur la période récente, la consommation des ménages bénéficie du dynamisme de l'emploi et de la baisse des prix qui dope le pouvoir d'achat. Dans la lignée de la fin d'année 2015, la consommation est restée dynamique au premier semestre (+1% au T1, puis +0,7% au T2), et les ventes au détail et les salaires résistent plutôt bien à la décélération de l'activité.

Des déficits publics persistants

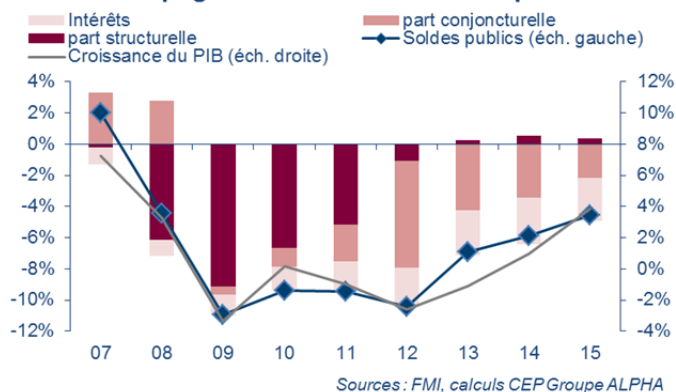
L'Espagne est plongée dans une impasse politique, aucun parti n'étant en mesure de former seul un gouvernement, et les tentatives d'alliances n'ayant pas abouti. La dispersion des voix des partis traditionnels (parti populaire et parti socialiste), a profité principalement à Podemos et Ciudadanos, deux formations qui ont émergé récemment. Dans ce contexte, la Commission européenne a décidé d'accorder un nouveau délai de deux ans à l'Espagne pour conformer ses déficits publics aux exigences communautaires.

Le relâchement des efforts budgétaires l'année dernière (-5,2% du PIB, contre un objectif initial de -4%) à l'approche des élections a permis à l'Espagne de dépasser les attentes en termes de croissance en 2015. Sur le plan structurel notamment, le déséquilibre persistant des comptes publics est inquiétant, et la dette publique atteint désormais 100% du PIB et que l'Espagne est toujours dans l'incapacité de former un gouvernement, nécessaire à l'assainissement des finances des administrations publiques.

Outre la question du budget, l'impasse politique est problématique. La production manufacturière et les carnets de commandes s'essouffent, et les indicateurs de confiance montrent que le moral des ménages et des industriels s'étiole.

Sur le plan extérieur, le redémarrage espagnol ne s'accompagne pas d'une rechute des comptes extérieurs. Malgré la contribution négative du commerce à la croissance sur le début de l'année (les exports ont chuté en en volume au T1), l'évolution favorable des termes de l'échange a permis à l'Espagne de préserver ses excédents courants.

Décomposition du solde des comptes publics espagnols et activité économique



Royaume-Uni : le choc du « Brexit »

En proie à un ralentissement depuis plusieurs trimestres, le Royaume-Uni a affiché un niveau de croissance plutôt solide. L'économie britannique devrait connaître un ralentissement marqué de l'activité sur la deuxième partie de l'année 2016 dû au résultat du référendum du Royaume-Uni à l'Union européenne.

La sortie de l'UE va peser sur la croissance...

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 au premier semestre, (+0,4% t/t au T1, puis +0,6% au T2). Depuis le 23 juin, la trajectoire de l'économie britannique dépend désormais pour beaucoup des conséquences du résultat du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne, qui a tourné à l'avantage des partisans de sa sortie. Si les effets immédiats de ce résultat sur l'activité ne sont pas clairs, ils devraient déboucher assez rapidement sur une perte de vitesse notable de l'économie.

Le nombre de personnes au chômage est quasiment revenu à son niveau du T1 2008, à 1,6 million de personnes soit 4,9% de la population active (chiffres de juillet). La montée en régime des contrats zéro heure, qui représentent désormais une part de 3% (en hausse rapide pour un volume total d'heures stable) des emplois britanniques, et plus globalement des contrats partiels et temporaires, dont une forte proportion est subie, nuance toutefois cette embellie. Derrière le développement de ces formes d'emploi se niche un sous-emploi massif.

Part des contrats zéro-heure dans l'emploi (en %)



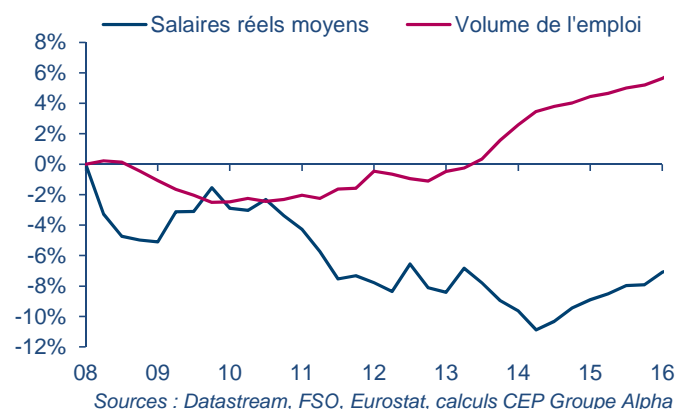
Principal moteur de la croissance sur les derniers trimestres, la consommation des ménages s'est remarquablement comportée au premier semestre (+3% en volume en glissement annuel au T2), grâce au dynamisme des créations d'emploi qui tirent les revenus des ménages.

... mais les incertitudes restent nombreuses

Toutefois, l'atonie de la productivité et le manque de vigueur des salaires horaires, malgré la hausse du salaire minimum, qui découlent en partie des caractéristiques du marché du travail citées plus haut, laissent à penser que la demande domestique est fragile.

Par ailleurs, la hausse de l'inflation importée qui se profile dans la foulée de la légère remontée des prix pétroliers et de la baisse brutale de la livre sterling après le référendum, renchérit le prix des importations, devrait commencer à rogner le pouvoir d'achat des ménages. Dans ces conditions, la résistance des salaires réels au cours des prochains mois sera un déterminant fort de la résistance de l'économie britannique. Pour autant, la baisse de l'activité pourrait peser sur les prix et pousser la Banque d'Angleterre à agir.

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



Logiquement, la dynamique d'investissement dépendra de la résistance de la consommation, ainsi que de la capacité du Royaume-Uni à dissiper au plus vite les inquiétudes qui entourent sa sortie de l'Union européenne. Après un net rebond (+1,4% t/t au T2), il est probable que le T3 soit largement moins bon.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement devrait décider au cours des prochaines semaines d'infléchir la trajectoire de réduction des déficits publics, afin de compléter une politique économique déjà assouplie par les récentes décisions monétaires de la BoE (détails p.2).

Sur le plan extérieur, la baisse brutale de la livre pourrait constituer un élément de soutien temporaire de la demande externe. Pour l'instant, l'effet prix semble l'emporter et ce sont les importations qui ont le plus progressé sur les derniers mois et creusé les déficits extérieurs.

Concernant la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le gouvernement n'a toujours pas activé l'article 50 du TFUE, qui déclencherait le lancement de la procédure. Nous savons désormais que cette activation aura lieu au plus tard en mars, mais il est pour l'instant difficile d'en évaluer les modalités et donc les conséquences.

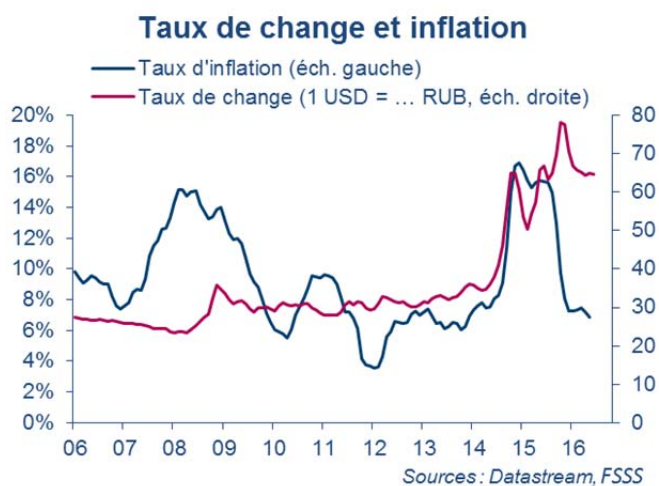
Russie : le redressement est amorcé

La Russie a fait face à un recul sévère de l'activité en 2015 (-3,7%) en raison des conséquences du conflit ukrainien et de la baisse des prix pétroliers. L'économie russe se redresse progressivement depuis quelques mois et devrait sortir de récession au second semestre.

L'activité se renforce peu à peu

L'économie russe a connu une année 2015 cauchemardesque qui a vu le PIB reculer de 3,7% par rapport à 2014. Dans le sillage des progrès entrevus en fin d'année dernière, la Russie est en passe de sortir de la récession, et devrait renouer avec la croissance d'ici peu. Malgré un T2 encourageant (-0,6% en glissement annuel), il semble toutefois difficile d'envisager une croissance positive dès 2016.

Sur le marché du travail, le taux de chômage baisse à nouveau (5,3% en juillet) après avoir atteint 6% en mars. Si l'impact du facteur démographique reste prépondérant, les créations d'emploi repartent depuis plusieurs mois. L'inflation continue de ralentir (+6,9% en août, contre +15,7% un an plus tôt) après l'accélération des prix engendrée par l'affaiblissement du rouble et les mesures de blocage qui ont renchéri les produits importés. La banque centrale a pu procéder à de nouveaux abaissements des taux directeurs au début et à la fin de l'été.



Sur le plan interne, la demande s'appuie avant tout sur la consommation des ménages, qui montre des signes de réactivation grâce au redémarrage des salaires (+7% en glissement annuel au T1, contre +3% au T4) et le ralentissement de l'inflation. Les chiffres des ventes au détail se sont redressés en juillet (+2,7% en glissement annuel). De son côté l'investissement reste déprimé (-9,9% en glissement annuel en volume au T1) malgré la récente hausse du taux d'utilisation des capacités.

La capacité du gouvernement à soutenir la demande est limitée. Les finances publiques se sont dégradées sous l'effet conjugué de la dégradation de l'environnement économique, de la baisse des prix énergétiques dont le gouvernement tirait près de la moitié de ses recettes avant

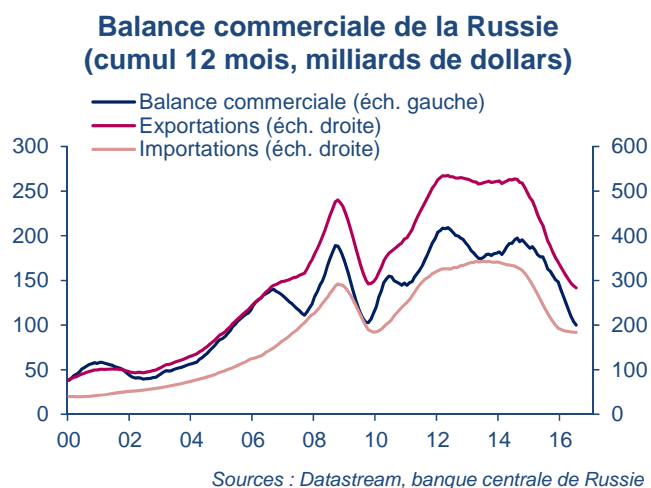
2015, et du coût de la recapitalisation du secteur bancaire. Compte tenu de ces éléments, le dérapage budgétaire apparaît relativement limité (déficits publics de 3,7% du PIB et dette publique contenue à 14% du PIB en 2015).

Pour autant, on peut craindre que la trajectoire de la dette publique devienne rapidement problématique, contraignant le gouvernement à une série de mesures. La baisse des recettes liée au secteur énergétique, en partie compensée par la baisse du taux de change, pourrait continuer de peser sur le budget, tandis que le fonds de réserve qui a épongé la majeure partie du besoin de financement en 2015 s'assèche. Plus structurellement, l'effet du vieillissement démographique pousse les dépenses sociales à la hausse. En 2016, le déficit devrait s'alourdir, malgré l'objectif annoncé du gouvernement de le contenir à 3% du PIB.

La chute du rouble a atténué le choc

En proie depuis plusieurs années à un ralentissement structurel, l'économie russe traverse une phase de transformation, catalysée par son environnement extérieur. La prolongation des sanctions européennes et la faiblesse persistante du rouble (stabilisé à 1 USD = 65 RUB après un point bas en janvier à 1 USD = 78 RUB) continuent à avoir des effets très lourds sur la dynamique économique russe.

Tout d'abord, la chute du rouble atténué en partie les conséquences de la baisse des prix énergétiques, libellés en dollars, sur les recettes à l'export (et publiques). Par ailleurs, le redressement de la production manufacturière, quoique poussive sur les derniers mois, se poursuit, tirée à la fois par la substitution de l'offre domestique aux importations, et par les gains de compétitivité prix à l'export. La contribution du commerce extérieur en ressort très positive.



Amérique du nord

En Amérique du nord, la croissance connaît un ralentissement. L'économie canadienne continue de progresser à pas lent (+1,2% en 2015 après un épisode récessif au T2). De leur côté, les Etats-Unis connaissent à leur tour des difficultés.

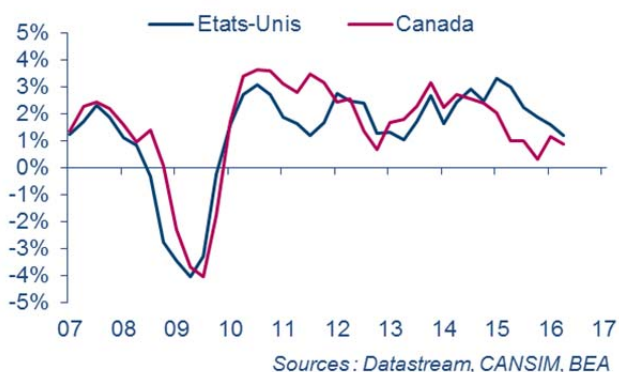
Après le Canada, l'économie américaine ralentit à son tour

En 2015, la croissance dans la zone Amérique du Nord a été portée par les Etats-Unis (+2,4%, comme en 2014), alors que l'économie canadienne a connu un net ralentissement (+1,1%, contre 2,5%). En 2016, le renforcement de l'activité au Canada s'avère plus lent que prévu. De son côté, la croissance de la première économie mondiale montre à son tour des signes de faiblesse.

Le ralentissement des Etats-Unis complique le redressement de l'économie canadienne, déjà en proie à la chute des revenus d'exportations suite à la chute des prix pétroliers et à la contraction des dépenses d'investissement.

Aux Etats-Unis, le taux de chômage s'est stabilisé à un niveau légèrement inférieur à 5% depuis plusieurs mois, alors qu'il oscille autour de 7% au Canada. Derrière cette faiblesse du taux de chômage, chacune des deux économies reste marquée par la baisse significative du taux de participation au marché du travail sur la dernière décennie, même si des progrès se font jour depuis plusieurs trimestres, notamment aux Etats-Unis.

Croissance du produit intérieur brut en glissement annuel



L'économie canadienne toujours fragilisée

Dans le sillage d'une année 2015 délicate (+1,1%), le ralentissement de l'économie canadienne se confirme. Après un bon premier trimestre (+0,6% t/t), l'activité a reculé au T2 (-0,4%) et devrait à nouveau afficher une progression modérée en 2016.

Sur le marché du travail, ces difficultés se matérialisent par une légère remontée du taux de chômage (7% en août, +0,2 point en deux mois). L'inflation est redescendue à un niveau nettement inférieur à celui du début d'année

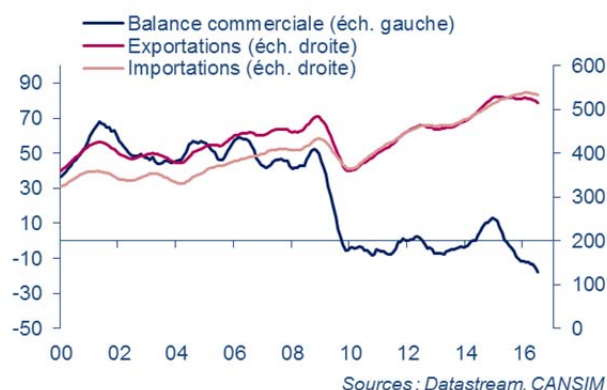
(autour de +1,5% en glissement annuel, contre +2% en janvier), mais sa composante sous-jacente se montre plus robuste.

La consommation des ménages est le principal soutien à la croissance. Pourtant, la progression des salaires se réduit de plus en plus, ce qui pèse sur les revenus des ménages. Les mesures de soutien aux revenus et le recours à l'endettement, à un niveau déjà élevé, compensent pour l'instant ce ralentissement. En revanche, les achats résidentiels commencent à reculer après une période de forte hausse qui a porté leur part dans le PIB à un point haut historique. Le service de la dette des ménages est élevé malgré la baisse des coûts d'emprunt et est désormais vulnérable à un resserrement de la politique monétaire, qui ne semble pas pour l'instant à l'ordre du jour.

L'investissement productif continue de reculer, mais à un rythme plus modéré grâce au soutien de la politique budgétaire. Les dépenses en machines et équipements ont augmenté au T2 pour la première fois depuis plusieurs années. De leur côté, les dépenses non résidentielles se renforcent progressivement et devraient retrouver le chemin de la croissance à partir du T3.

Au T2, les exportations ont baissé de 14% sur un an et le déficit commercial est à son plus haut historique. La baisse de la demande en provenance des Etats-Unis, qui représentent les trois-quarts des débouchés aux exports, s'ajoute à la baisse des prix énergétiques. En janvier, le dollar canadien a brièvement atteint son plus bas niveau depuis 2003, avant de regagner du terrain et de se stabiliser autour de 1 USD = 1,3 CAD sur les derniers mois. Malgré ce rebond, la dépréciation de la monnaie canadienne atteint près de 20% sur deux ans et offre un soutien bienvenu à la compétitivité des exportations.

Balance commerciale du Canada (cumul 12 mois, milliards de dollars canadiens)



L'économie américaine ralentit à son tour

En 2015, la croissance de l'activité a enregistré la même performance que l'année précédente (+2,4%) aux Etats-Unis. Depuis quelques trimestres, plusieurs facteurs de ralentissement potentiellement durable pénalisent la croissance. La demande interne est équilibrée est portée par la consommation des ménages alors que l'investissement ralentit. Le manque de dynamisme de la demande extérieure pénalise les exportations.

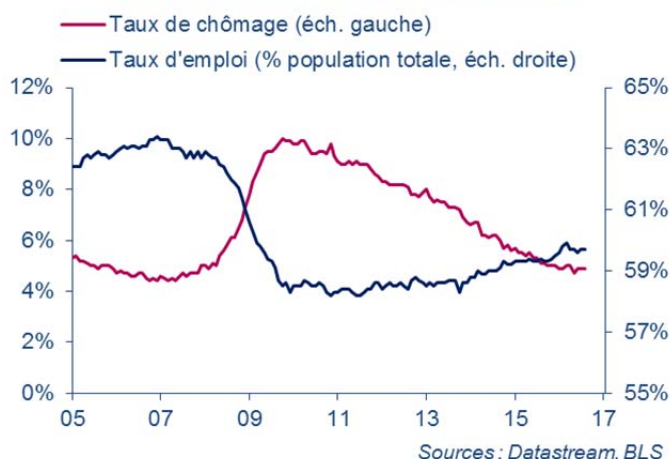
Une croissance modérée en 2016

L'économie américaine a terminé l'année 2015 comme elle l'avait commencée : plutôt moyennement. Sur l'année, la croissance atteint 2,4% (comme en 2014). Pour 2016, la Réserve Fédérale a revu à la baisse ses prévisions et table sur une hausse du produit intérieur brut de 1,8% dans son scénario central, en retrait par rapport aux deux dernières années. A mi-parcours, l'acquis de croissance atteint seulement 1% (contre 2,3% l'année dernière à la même époque). Compte tenu de l'évolution du PIB sur les derniers trimestres, une croissance de 1,5% est à envisager sur 2016.

Le taux de chômage, qui a connu un repli continu depuis fin 2009 (10%), semble se stabiliser depuis quelques mois à un niveau légèrement inférieur à 5%. Outre ce phénomène de stabilisation, le marché du travail américain se caractérise par un niveau du taux d'emploi toujours inférieur de 4 points à son niveau d'avant-crise : 64% contre 68% en 2007 sur la tranche d'âge 15-74 ans. Même si des évolutions structurelles entrent également en jeu, ce phénomène provoqué par la baisse du taux de participation montre que le marché du travail reste affecté par la crise malgré la baisse du taux de chômage.

Par ailleurs le sous-emploi est devenu un trait important de l'économie américaine et masque en partie l'état réel du marché du travail aux Etats-Unis. Ce constat est renforcé par l'évolution des salaires, qui reste en-dessous de ses niveaux d'avant-crise, (+2,5% des taux horaires moyens, contre 4% en 2007 à taux de chômage quasiment équivalent).

Taux de chômage et taux d'emploi

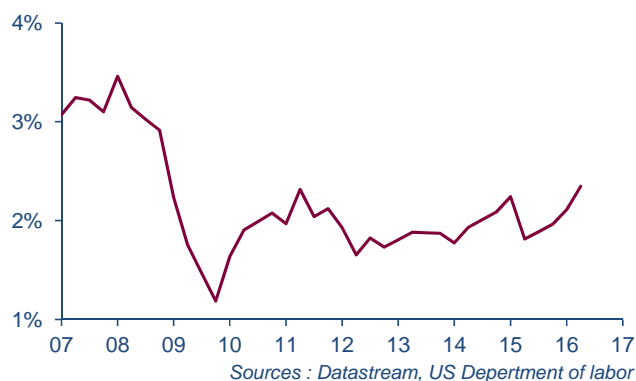


L'inflation reste relativement faible, autour de 1%, mais le renforcement de sa composante sous-jacente, qui dépasse désormais 2% depuis plusieurs mois, augure d'une remontée à venir.

Les salaires frémissent et soutiennent la consommation des ménages

Malgré la progression mitigée des taux horaires, la hausse du volume de l'emploi alimente la consommation des ménages, principal atout de la croissance américaine depuis le début de l'année, laquelle progresse de 2,7% en glissement annuel au T2 (+1,1% t/t).

Rémunération des employés du secteur privé (glissement annuel, dollars courants)



Au niveau macroéconomique, la croissance des revenus disponibles est avant tout portée par la hausse du volume de l'emploi, même si les salaires horaires montrent des signes de renforcement depuis quelques trimestres. Cette situation rend la demande des ménages et donc la croissance aux Etats-Unis extrêmement vulnérable, même si l'endettement privé, qui repart à la hausse depuis plusieurs mois, peut constituer un relai efficace à court terme.

Dans le sillage d'une fin d'année difficile (+0% t/t au T4), l'investissement a continué de ralentir (-0,2% t/t au T1, puis -0,6% t/t au T2) et confirme qu'il ne sera pas un soutien efficace à la croissance, contrairement à 2015 (+4% par rapport à 2014).

Les finances publiques sont toujours déséquilibrées. Le déficit budgétaire ne se réduit plus, et devrait rester supérieur à 4%, comme en 2015. Dans un contexte de ralentissement de la croissance et d'inflation modérée, la

dette publique progresse à nouveau. L'élection présidentielle en fin d'année devrait clarifier la situation.

Les exportations affrontent plusieurs facteurs de baisse

Le niveau des échanges de l'économie américaine avec ses partenaires commerciaux a été affecté par la baisse des prix énergétiques (malgré leur légère remontée sur les tout derniers mois), mais pas seulement.

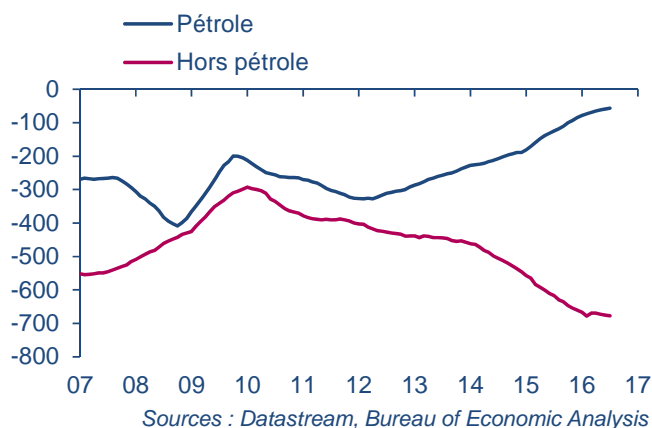
Depuis plusieurs trimestres, les exportations américaines pénalisent l'activité (+0,1% en volume en 2015, quasiment stable au premier semestre). Dans la balance commerciale hors pétrole, on observe un tassement des échanges de produits manufacturés et de services également, notamment du côté des exportations.

Sur la période récente, la baisse de la demande en provenance d'Europe explique largement ce repli, et s'ajoute au ralentissement observé au Canada, au Japon et à la baisse de la demande chinoise.

Dans ces conditions, le déficit commercial se creuse : alors que la balance énergétique est pratiquement revenue à l'équilibre, la montée en régime des secteurs manufacturiers, qui avait porté la reprise, s'essouffle depuis plusieurs trimestres. Le léger sursaut qui semble se dessiner sur les tout derniers mois demande confirmation.

Si le ralentissement du commerce international est un frein évident à la croissance, la faiblesse du taux d'ouverture de l'économie américaine constitue malgré tout une protection face à ce phénomène externe.

Balance commerciale des Etats-Unis (cumul 12 mois, en milliards de dollars)



La Réserve Fédérale temporise

Depuis décembre 2015, la Réserve Fédérale n'a pas modifié le niveau des taux directeurs. La réunion de septembre a toutefois été riche d'enseignements et la communication de la Fed a posé les bases d'une hausse de taux en fin d'année, vraisemblablement en décembre après les élections présidentielles. La remontée des taux d'intérêt (actuellement entre 0,25-0,50%) sera graduelle, et

les objectifs de long terme de niveau des taux d'intérêt ont été abaissés.

Le bilan de la Réserve Fédérale contient toujours plus de 4000 milliards de dollars d'actifs acquis lors des trois phases d'assouplissement quantitatif.

Les minutes de la Réserve Fédérale montrent que l'institution a pris acte du ralentissement de l'économie, mais n'a pour l'instant pas abaissé ses projections de croissance pour les années prochaines.

Fin de cycle ou ralentissement durable ?

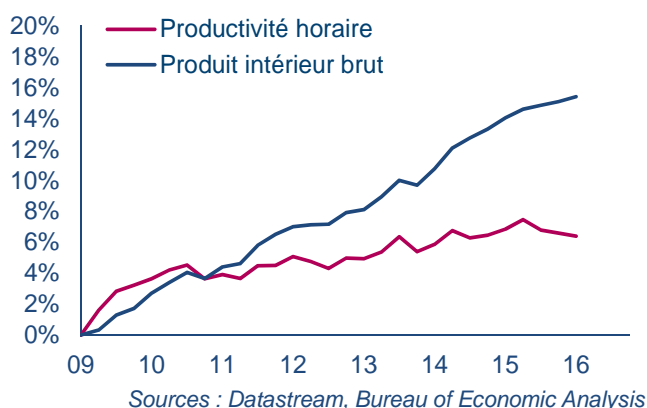
Il est difficile de ne pas voir dans les difficultés de l'économie américaine les signaux d'un ralentissement, qui semble par ailleurs déjà amorcé.

Les derniers indicateurs de production ne sont pas rassurants : l'ISM des services a été en dessous des attentes en septembre, alors que l'ISM manufacturier est repassé en dessous de 50 et que le taux d'utilisation des capacités industrielles est sur une pente plutôt descendante depuis bientôt deux ans, malgré un rebond en juillet. Par ailleurs, le nombre de défaillances d'entreprises (dans le secteur énergétique notamment), en baisse continue depuis 2010, augmente à nouveau depuis le début de l'année.

L'enjeu est de savoir si ce ralentissement de l'économie, qui intervient après 29 trimestres d'expansion quasiment ininterrompue depuis le T2 2009, au cours desquels le PIB a crû de 15,4%, ne révèle pas l'entrée de l'économie américaine dans une période de faible croissance prolongée.

L'essoufflement de la productivité depuis plusieurs années accrédite cette hypothèse, même s'il est clair que les éléments conjoncturels (cycle d'investissement, chute des prix pétroliers, environnement extérieur défavorable, etc.) pèsent lourdement dans le ralentissement de la croissance américaine.

Taux de croissance du PIB et productivité par rapport au T2 2009



Amérique latine

La situation ne devrait pas connaître de franche amélioration en Amérique du sud en 2016, où plusieurs économies sont pénalisées par le recul des prix des matières premières. En pleine crise politique, le Brésil devrait à nouveau enregistrer un violent recul de l'activité, tandis que l'Argentine pourrait retomber en récession. L'économie mexicaine devrait rester robuste malgré un probable ralentissement.

Le pétrole et la Chine ralentissent l'Amérique latine

La zone Amérique latine, qui comprend le Mexique et représente 7% du produit intérieur brut mondial, devrait rester en récession en 2016, toujours pénalisée par la crise économique qui sévit au Brésil. Sur les cinq plus grosses économies de la zone, trois enregistreront un recul de l'activité cette année (Brésil, Venezuela, Argentine). Le Mexique et surtout la Colombie ont également montré des signes de faiblesse. La situation devrait toutefois s'améliorer progressivement à partir du second semestre et déboucher sur une reprise globale en 2017, même si le retour de la croissance reste très incertain au Venezuela et au Brésil.

Les économies d'Amérique latine sont affectées par deux chocs externes. La chute des cours des matières premières, tout d'abord, qui affecte les secteurs miniers et d'hydrocarbures. L'effondrement des cours a provoqué une dégradation des comptes publics et extérieurs, et pénalise l'investissement et l'activité dans les secteurs énergétiques et miniers. Malgré le rebond récent des taux de change (excepté le peso mexicain) et la contraction de la demande d'importations, les comptes extérieurs des principales économies restent déficitaires.

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

Des difficultés inégales

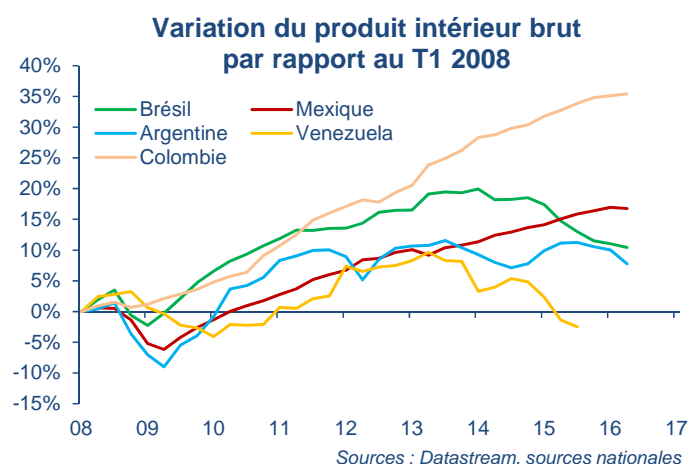
Le Brésil, première économie de la région, traverse une crise à plusieurs dimensions. Sur le plan politique, la présidente Dilma Rousseff a été écartée du pouvoir suite aux maquillages des comptes publics. Sur le plan économique, l'économie brésilienne essuie l'une des plus graves récessions de son histoire, amplifiée par un contexte international qui lui est défavorable (baisse de la demande en provenance de Chine et d'Amérique latine et chute des cours pétroliers).

Le Venezuela, qui possède les plus importantes réserves mondiales de pétrole, est également mis en difficulté par la chute des cours énergétiques. Dans une situation critique (le recul du PIB pourrait dépasser 8% en 2016, après -6% en 2015), l'économie vénézuélienne souffre de la baisse de ses revenus d'exportations qui affectent ses recettes

fiscales et ses réserves de change. Un défaut de paiement est à craindre.

La situation devrait s'améliorer progressivement en Argentine, qui devrait sortir de la récession au T3 après quatre trimestres de recul de l'activité. Par ailleurs, la banque centrale profite du ralentissement encourageant de la surinflation pour poursuivre son cycle d'assouplissement. Ces progrès devraient donner toute leur mesure à partir de 2017 : la croissance pourrait dépasser 3% mais l'inflation ralentirait.

La Colombie (pétrole), le Chili et surtout le Pérou (secteurs miniers) restent en expansion malgré les difficultés de leurs voisins et la chute des cours des matières premières qui pénalise l'investissement et les recettes fiscales.



Globalement, les économies d'Amérique centrale (Mexique, Costa Rica, Panama) s'en sortent mieux que celles d'Amérique du sud.

En 2015, la croissance a atteint 2,5% au Mexique (après +2,2% en 2014). En dépit d'un mauvais deuxième trimestre, la croissance devrait rester sensiblement supérieure à 2% en 2016, avant de se renforcer progressivement à partir de l'année prochaine grâce aux réformes engagées par le gouvernement (marché du travail, télécommunications, système financier et surtout énergie). L'activité devrait croître de façon plus équilibrée, portée en 2015 par la forte contribution du commerce extérieur. Sur le plan monétaire, la hausse de l'inflation, la faiblesse historique du peso et le resserrement probable de la politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine devraient pousser la banque centrale à poursuivre la remontée de ses taux directeurs.

L'économie brésilienne toujours à la dérive

L'économie brésilienne s'est fortement contractée en 2015 (-3,8%), et devrait enregistrer une performance à peine meilleure cette année. La lente rémission qui se dessine devrait déboucher sur un ralentissement plus modéré l'année prochaine avant de retrouver le chemin de la croissance en 2018.

La chute de l'activité se poursuit...

Le recul de l'activité s'est atténué sur la première partie de l'année 2016. Le PIB brésilien a enregistré une baisse de -0,4% t/t au T1, puis -0,6% au T2 (contre -1,3% au T4 2015). En 2016, le recul de l'activité devrait à nouveau dépasser 3%, compte tenu de l'acquis négatif au T2, même s'il sera sensiblement moins violent qu'en 2015 (-3,9%).

Le taux de chômage continue sa progression. La situation sur le marché du travail se dégrade sur tous les plans : le nombre de chômeurs et d'inactifs progresse, nourri par une population en âge de travailler qui augmente, tandis que les destructions d'emplois sont importantes. Dans ces conditions, la chute du taux d'emploi se poursuit.

En proie à une inflation galopante depuis plusieurs trimestres et à la faiblesse historique du real brésilien face au dollar, le Brésil voit sa situation s'apaiser quelque peu sur le plan monétaire. Les prix à la consommation ralentissent depuis plusieurs mois (l'inflation est repassée sous de la barre de 10% depuis mars), et le taux de change a retrouvé son niveau de l'été 2015. Pour l'instant, la banque centrale, qui avait été contrainte de porter son principal taux directeur à 14,25% en juillet 2015 (soit 700 points de base de plus qu'au premier trimestre 2013), reste prudente et joue le statu quo.

du travail et le renchérissement des biens importés, et structurellement par la dégradation de la situation financière des ménages, en germes depuis plusieurs années.

Côté investissement, la chute se poursuit également : sur le premier semestre 2016, l'investissement a reculé de 13% par rapport à 2015. En baisse pour le neuvième trimestre consécutif au T1, le volume de la formation brute de capital fixe cumule un repli de 25% depuis le T2 2013.

Cette chute a été (temporairement ?) stoppée au T2 (+0,4% t/t). Quelques signaux positifs se font toutefois jour : les indicateurs de confiance des industriels et des ménages, ainsi que la remontée des taux d'utilisation des capacités, ont rebondi de façon spectaculaire sur les derniers mois, même s'il est à craindre que l'organisation des Jeux Olympiques soit à l'origine de ce retournement et que ses effets se dissipent rapidement.

Sur le plan interne, la capacité de soutien des dépenses publiques à l'activité est limitée. Les objectifs de réduction du déficit public primaire ont été revus à la baisse (-2,8% du PIB), et la dette continue d'augmenter rapidement et devrait approcher 75% du PIB à la fin de l'année.

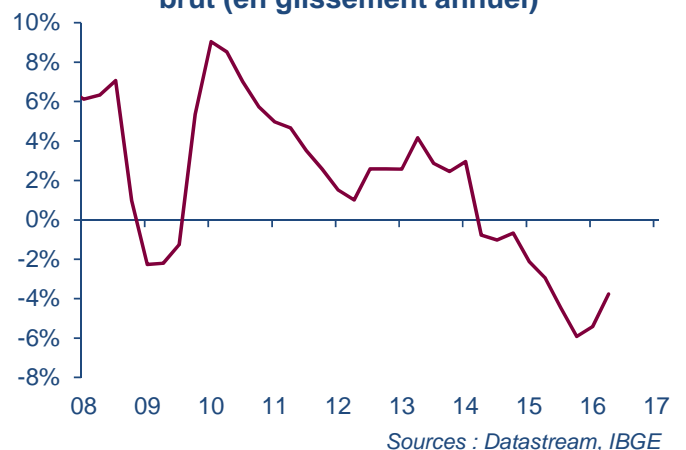


... mais à un rythme plus modéré

La situation du Brésil reste préoccupante à plus d'un titre. La demande privée continue de s'écrouler, et la hausse des dépenses publiques nourrit une dette publique qui augmente dangereusement.

La consommation des ménages continue de reculer (-0,7% au T2, après -1,3% au T1 et -4% en 2015), pénalisée conjoncturellement par la situation calamiteuse du marché

Croissance du produit intérieur brut (en glissement annuel)



Le commerce extérieur est le principal soutien à la croissance depuis le début de l'année 2016. Les exportations, qui ont bondi de 4% en glissement annuel au T1 en volume grâce à la faiblesse du real, poursuivent leur progression. Parallèlement, les importations reculent violemment (-11%), en ligne avec la chute de la demande domestique. Malgré l'évolution défavorable des termes de l'échange (due à la chute des prix des matières premières), la balance commerciale est désormais largement excédentaire.

Asie-Océanie

Le ralentissement de l'économie chinoise pèse fortement sur la croissance des économies émergentes et développées de la région Asie-Océanie, qui ont pour la plupart des relations étroites avec la Chine. Pour autant, la zone devrait rester le pilier de la croissance mondiale en 2016, grâce à la résistance de l'économie indienne et aux effets bénéfiques de la baisse des prix énergétiques

L'Asie émergente reste le moteur de la croissance mondiale

En 2016, le ralentissement progressif de l'Asie, entamé depuis plusieurs années, se confirme, dans le sillage des difficultés des deux premières économies de la zone. Le Japon reste enclavé dans une quasi-stagnation qui dure depuis trois ans, l'économie chinoise poursuit sa décélération. Malgré cela, la zone reste le principal contributeur de la croissance mondiale. Le ralentissement chinois pèse sur le commerce mondial et notamment asiatique, mais la faiblesse des prix du pétrole et de l'inflation continue de favoriser la demande domestique.

L'économie chinoise continue de ralentir (+6,6% attendus en 2016). Ce ralentissement s'effectue a priori en douceur malgré la baisse des exportations, conforme à son changement de modèle de croissance. Le surinvestissement, l'emballement des prix immobiliers et la hausse continue de l'endettement restent toutefois des sujets d'inquiétude majeurs.

En Inde, l'activité fait preuve d'une résilience remarquable compte tenu du ralentissement de la croissance mondiale. Sur l'exercice 2015/2016 (qui s'est achevé à la fin du T1), la croissance a atteint 7,6%. En 2016/2017, la capacité de l'Inde à afficher à nouveau un tel niveau de croissance sera conditionnée par le comportement de la demande interne.

En Indonésie, la croissance devrait rester élevée en 2016 (+4,8% en 2015). La demande des ménages reste dynamique, et la politique budgétaire est plus expansionniste grâce à la hausse des dépenses publiques d'infrastructures publiques qui soutiennent l'investissement.

devrait se renforcer en 2016, alors qu'en Malaisie et au Vietnam, la croissance est toujours élevée, quoiqu'en repli par rapport aux dernières années.

Le Japon toujours au ralenti

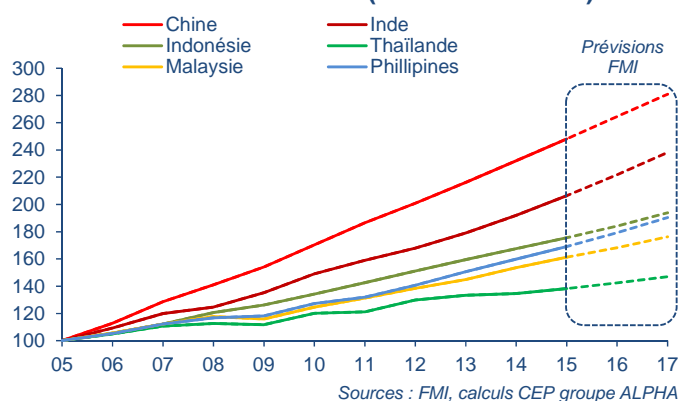
Au Japon, la croissance reste très faible. Le saut du niveau des prix consécutif à la hausse de la TVA en avril 2014 commence à peine à se répercuter sur les salaires, malgré la faiblesse du taux de chômage. Dans ces conditions, la demande des ménages manque de vigueur. Sur le plan externe, la remontée du yen depuis le début de l'année et le ralentissement de la demande chinoise pèse sur la croissance.

L'économie australienne continue de résister aux difficultés de son secteur minier. L'investissement continue de reculer. La politique budgétaire et monétaire a permis de limiter le ralentissement de la demande domestique, tirée par la consommation des ménages tandis que les exportations sont restées dynamiques.

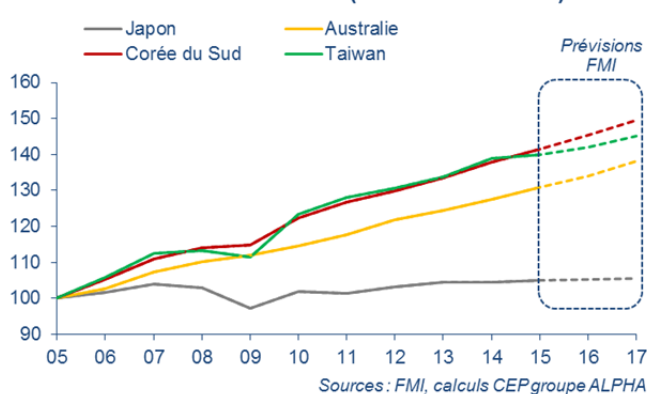
En Corée du Sud, l'activité continue de progresser à un rythme soutenu et devrait avoisiner sa performance de 2015 (+2,6% en 2015), malgré le ralentissement de la demande en provenance de Chine, qui représente un quart de ses débouchés à l'export. La politique budgétaire est de moins en moins expansionniste, et le renforcement récent de l'inflation semble augurer de la fin du cycle d'assouplissement monétaire, alors que la demande privée et la construction s'appuient largement sur le crédit.

L'économie taiwanaise a retrouvé le chemin de la croissance au deuxième trimestre, grâce notamment au rebond des exportations. Comme en 2015 (+0,8%), la croissance devrait rester modérée cette année.

Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Globalement, les économies du sud-est de l'Asie restent dynamiques. En Thaïlande et aux Philippines, l'activité

Chine : entre rééquilibrage et décélération de la croissance

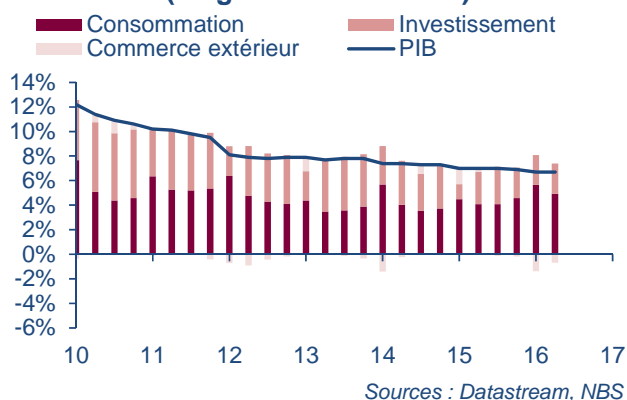
L'économie chinoise continue de ralentir progressivement (+6,9% en 2015, +6,7% sur les deux premiers trimestres). Le rééquilibrage de la croissance au profit de la demande interne est en bonne voie, mais la contribution de l'investissement productif et immobilier dans la croissance reste élevée.

Le ralentissement se poursuit

La croissance de l'activité a atteint 6,7% (en glissement annuel) aux deux premiers trimestres 2016 selon le Bureau National des Statistiques de Chine. Ces chiffres, qui constituent le plus mauvais résultat de l'économie chinoise depuis le T1 2009, confirment le ralentissement de l'économie chinoise. La tendance devrait se poursuivre lors des prochains trimestres.

Le taux de chômage reste à peine supérieur à 4% selon les chiffres officiels. L'inflation est retombée en dessous de 2% après avoir sensiblement augmenté entre février et avril.

Contributions à la croissance (en glissement annuel)



Ce ralentissement est conforme à la phase de transition que traverse l'économie chinoise vers un mode de croissance reposant davantage sur la demande interne et la consommation des ménages. On note toutefois que si la contribution du commerce extérieur a baissé, devenant même nettement négative au premier semestre 2016, l'investissement reste en revanche un pilier important de la croissance et témoigne des difficultés des autorités à assurer une transition en douceur vers une croissance plus équilibrée.

Pourtant, les dangers associés à l'emballement du marché immobilier, ainsi qu'à son financement, et l'existence de surcapacités de production, en particulier dans l'industrie, sont clairement identifiés. Il semble donc pour l'instant que la consommation privée ne soit pas un levier de croissance suffisant pour permettre un atterrissage en douceur de l'économie, tout en réglant le problème de la hausse de l'endettement domestique et du surinvestissement. Les autorités ont donc mis en place une politique monétaire et budgétaire de soutien à l'économie afin d'atteindre leurs objectifs de croissance.

En 2016, les déficits publics atteindront ainsi leur plus haut historique, afin de financer des assouplissements fiscaux et de stimuler la demande d'une part, et de relancer les dépenses publiques dans les infrastructures d'autre part.

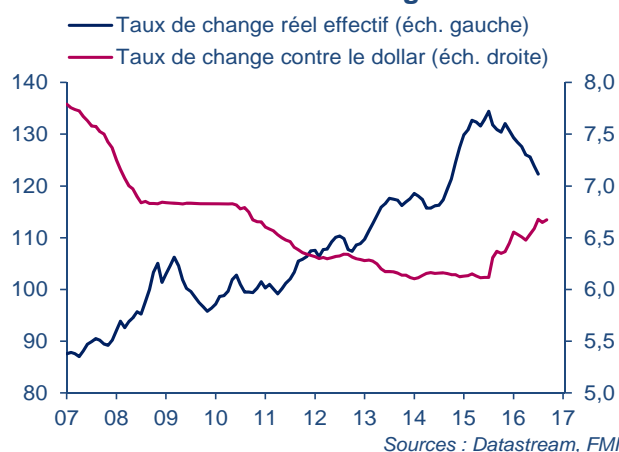
Conséquence du ralentissement de l'économie chinoise et de son changement de modèle, la baisse des échanges commerciaux chinois a des répercussions importantes sur l'économie mondiale, ainsi que sur les prix des matières premières.

Le yuan à nouveau dévalué

Sur le plan monétaire, les autorités monétaires ont profité d'une accalmie sur les marchés financiers après un début d'année agité pour procéder à de nouvelles dévaluations cet été (1 dollar = 6,65 yuan). Les réserves de change de la PBOC (qui demeurent confortables, supérieures à 3000 milliards de dollars), sur lesquelles repose le contrôle du taux de change du yuan, souffrent moins des sorties de capitaux, alors que la libéralisation des marchés de capitaux reste balbutiante.

Les dérapages contrôlés du cours du yuan depuis l'été 2015 ont permis de desserrer la pression sur le plan financier. Sur le plan commercial, les effets de la récente baisse du yuan face au dollar demeurent limités au regard de l'appréciation des indices de change effectifs depuis deux ans. Et dans le contexte du ralentissement de l'économie chinoise, la PBOC a intérêt à préserver le levier de ses taux directeurs (en les abaissant, ce qui a eu lieu plusieurs fois) pour soutenir l'économie plutôt que sa monnaie (en les augmentant). La hausse de l'endettement public et privé suscite toujours plus d'inquiétude.

Taux de change



Le Japon toujours au ralenti

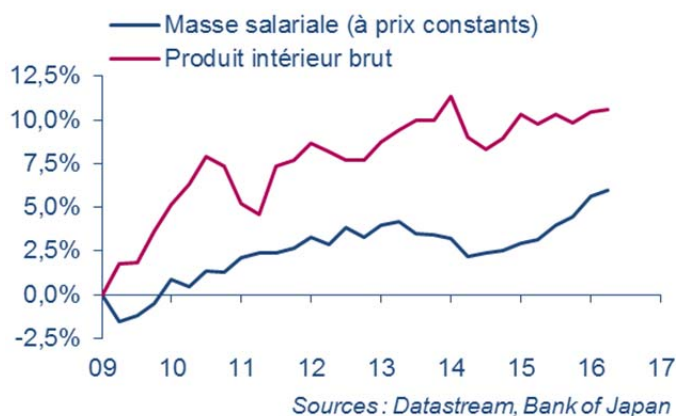
Après avoir timidement renoué avec la croissance en 2015 (+0,5%), l'économie japonaise devrait à nouveau enregistrer une progression très faible en 2016, toujours pénalisée par la persistance des déséquilibres dans le partage de la valeur ajoutée malgré le frémissement des salaires.

La chute de la consommation pèse sur la croissance

Après un bon début d'année (+0,5% t/t au T1), l'économie japonaise a de nouveau calé au T2 (+0,0%). Dans le sillage de deux années de quasi-stagnation (+0,6% en 2015, après +0,0% en 2014), l'activité devrait à nouveau enregistrer une faible progression en 2016.

Malgré le déclin de la population en âge de travailler, le volume de l'emploi progresse à nouveau depuis plusieurs mois grâce aux efforts du gouvernement pour augmenter le taux de participation dans un marché du travail en tension. Le taux de chômage atteint désormais 3% de la population active, mais le surcroît d'heures travaillées favorise le développement de contrats à temps partiel ou temporaires. Dans ces conditions, la productivité reste atone mais les salaires augmentent enfin.

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



L'inflation est repassée en dessous de 0% depuis avril, et, plus inquiétant, sa composante sous-jacente s'affaiblit également depuis plusieurs mois.

Les ménages paient la facture

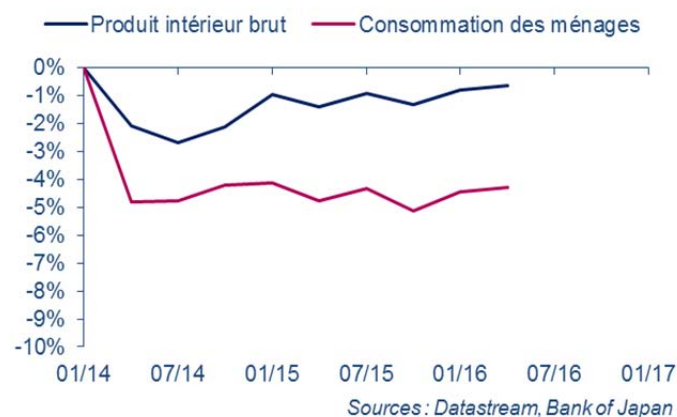
Les récentes évolutions du marché du travail ne remédient pas aux faiblesses structurelles de l'économie japonaise : revenus disponibles des ménages en berne qui plombent la consommation et, par ricochet, l'investissement et la demande privée.

Alors que la politique de dévaluation avait permis de substituer la demande étrangère à la demande interne, l'essoufflement du soutien du commerce extérieur à la croissance et la faiblesse persistante de la demande privée ont poussé le gouvernement à mettre en place de nouveaux plans de relance et à laisser filer les dépenses.

La première hausse de la TVA (de 5% à 8%), survenue en avril 2014, a été globalement supportée par les ménages, dont la consommation demeure largement inférieure au niveau qui était le sien fin 2013. En précipitant certains achats au T1 2014, cette mesure a logiquement fait chuter les dépenses des ménages au trimestre suivant. Les effets de ce choc ont persisté (en volume, la consommation des ménages au T2 2016 est inférieure de 2,2% à celle du T4 2013), car la progression des revenus salariaux a été insuffisante pour compenser l'ajustement des prix, et provoqué une forte baisse du pouvoir d'achat des ménages.

Malgré la hausse (ponctuelle) des prix et la faiblesse du taux de chômage, le manque de dynamisme des salaires a créé un déséquilibre néfaste dans le partage de la valeur ajoutée entre entreprises et ménages. Dans ces conditions, la nouvelle hausse de TVA (de 8 à 10%) a été repoussée à octobre 2019.

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



L'investissement s'est repris au T2 (+0,9% t/t, après -0,5% au T1). Si la situation financière des entreprises est bonne, le relâchement du taux d'utilisation des capacités et la faiblesse de la demande interne (et désormais externe) n'augurent pas d'une poursuite de la reprise de l'investissement.

Sur le plan extérieur, le soutien de la dépréciation du yen provoquée par la politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif de la banque centrale a fait long feu. Le yen est entré dans une phase de réappréciation depuis novembre 2015 (de 1 dollar pour 122 yens à 1 dollar pour 102 yen en août 2016) qui pèse sur les exportations et s'ajoute à l'atonie de la demande d'importations de la Chine et des Etats-Unis, les deux premiers clients du Japon.

L'Inde garde le rythme

L'économie indienne a de nouveau enregistré une croissance supérieure à 7% sur l'exercice 2015/2016. Peu exposée sur le plan commercial au ralentissement de la demande en provenance de Chine, l'Inde bénéficie en outre de la baisse des prix du pétrole.

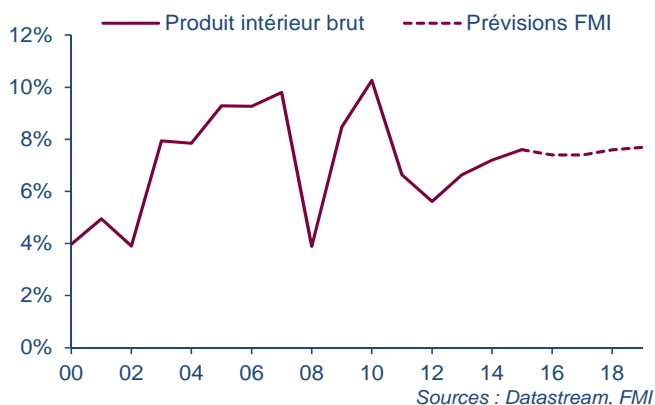
La croissance reste élevée

La croissance de l'économie indienne a atteint 7,6% lors de l'exercice 2015/2016 (qui s'est achevé à la fin du T1 2016), en hausse de 0,4 point par rapport à 2014/2015 (+7,2%). En 2016/2017, l'Inde devrait à nouveau enregistrer un niveau de croissance élevé.

L'inflation, qui avait chuté de plus de 12% en novembre 2013 à moins de 4% au cours de l'été 2015, continue de se renforcer et a atteint 6,1% au mois de juillet. Pour la première fois depuis deux ans, la hausse des prix a donc dépassé la nouvelle cible d'inflation (dans une bande de 2 points autour de 4%). Pour l'instant, la banque centrale, qui avait procédé à une nouvelle baisse de ses taux directeurs à 6,5% en avril, n'a pas réagi à ce rebond de l'inflation.

Un nouvel indicateur du taux de chômage en Inde, élaboré par la BSE (Bombay Stock Exchange) et le CMIE (Center for Monitoring India Economy) faisait état d'un niveau de chômage de 9,8% (9,2% en zone rurale, et 11,2% en zone urbaine) en août.

Croissance du produit intérieur brut



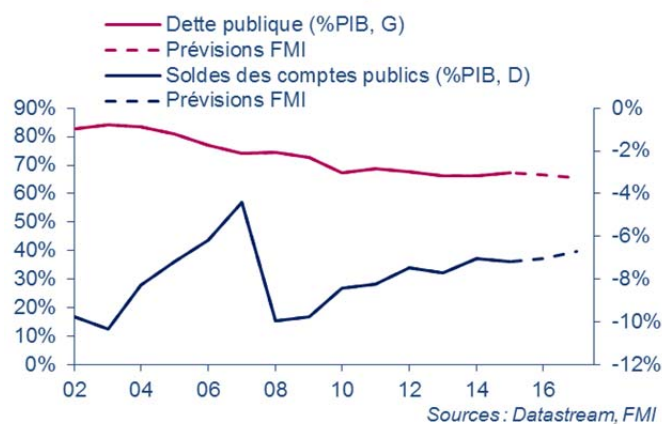
Léger affaiblissement de la demande interne

Par rapport à 2015, la demande interne apparaît sensiblement moins robuste et moins équilibrée sur le premier semestre 2016.

Le ralentissement de la consommation au T2, d'une part, et le recul de l'investissement d'autre part (-3,1% en glissement annuel), malgré le soutien du gouvernement, constituent un mauvais signal. Si le dynamisme des salaires laisse à penser que la consommation devrait bientôt retrouver son rôle moteur, du côté de l'investissement, le processus de désendettement des entreprises, appelé à se poursuivre, et le besoin de recapitalisation des banques, invitent à moins d'optimisme.

Les finances du gouvernement central ont affiché un déficit de 3,9% du PIB lors de l'exercice 2015/2016, soit une amélioration de 0,2 point par rapport à l'année précédente. Ces progrès sont notables pour plusieurs raisons : les dépenses d'investissement n'ont pas été rognées par ce léger tour de vis (elles ont même augmenté), un effort de 0,2 point de PIB est important compte tenu du faible poids du budget central dans l'économie, et les transferts aux Etats (dont les comptes en revanche se dégradent) ont augmenté.

Dettes et soldes publics



Sur le plan externe, le taux de change de la roupie continue de reculer face au dollar. En termes réels effectifs, la tendance est plutôt stable, et même en légère appréciation sur les derniers trimestres. La contribution du commerce extérieur est très positive sur 2016, grâce au bon comportement des exportations au T2 et à la contraction des importations. Logiquement, le déficit commercial se résorbe sur les derniers mois et limite le besoin de financement externe.

Le financement de la dette extérieure indienne connaît des changements notables depuis quelques années. D'un côté, la teneur en investissements directs étrangers de la balance financière s'élève et ouvre la porte à des transferts de compétences et à une hausse du potentiel de croissance.

D'un autre côté, les flux nets du financement de la dette extérieure en investissements de portefeuille ont été très négatifs sur les derniers mois dans un contexte international marqué par de fortes incertitudes et le resserrement amorcé de la politique monétaire américaine. Pour l'instant, le niveau des réserves de change reste toutefois confortable par rapport au niveau de la dette externe.

Afrique-Moyen-Orient

En première ligne avec l'Amérique du sud face à la baisse des prix énergétiques, les économies exposées de la zone Afrique-Moyen-Orient affrontent de façon inégale la dégradation brutale de leurs comptes publics et extérieurs qui a fragilisé leur position financière sur la période récente. Au Moyen-Orient, l'activité ralentit en Arabie Saoudite, alors que la Turquie, et surtout l'Iran qui bénéficie de la levée des sanctions internationales, affichent un niveau de croissance solide. En Afrique, la croissance ralentit, dans le sillage des difficultés du Nigéria et de l'Afrique du sud.

Le Nigéria en récession

L'Afrique devrait afficher un niveau de croissance en net ralentissement en 2016, en raison de la chute des prix des matières premières, notamment énergétiques, qui déstabilise les finances publiques et extérieures de nombreuses économies.

Au Nigéria, l'économie s'est révélée beaucoup moins résistante que prévu face à la chute des prix énergétiques. En 2016, l'activité devrait enregistrer un recul franc (-1% voire moins, après +2,8% en 2015 et +6,2% en 2014). La chute du taux de change a permis d'amortir le choc de la baisse des prix pétroliers, des revenus à l'exportation et des recettes publiques, mais contraint l'action de la banque centrale dans un contexte de hausse de l'inflation.

En Afrique du sud, le ralentissement de l'économie observé depuis plusieurs années devrait au mieux déboucher sur une stagnation de l'activité en 2016. Dans un contexte budgétaire tendu, sur fonds de taux de change volatile et d'inflation élevée qui contraignent la politique monétaire, les difficultés des secteurs agricoles et miniers pèsent sur la croissance.

En Egypte et en Algérie, malgré la dégradation des finances publiques et extérieures, la croissance resterait dynamique quoiqu'en léger repli.

soutiennent la croissance dans la zone, qui devrait augmenter globalement en 2016, en dépit du ralentissement de l'Arabie Saoudite. Là aussi, dans plusieurs pays, la chute des prix énergétiques a porté un coup dur aux comptes extérieurs, largement excédentaires dans un passé récent, et publics, et contraint la capacité d'action des autorités.

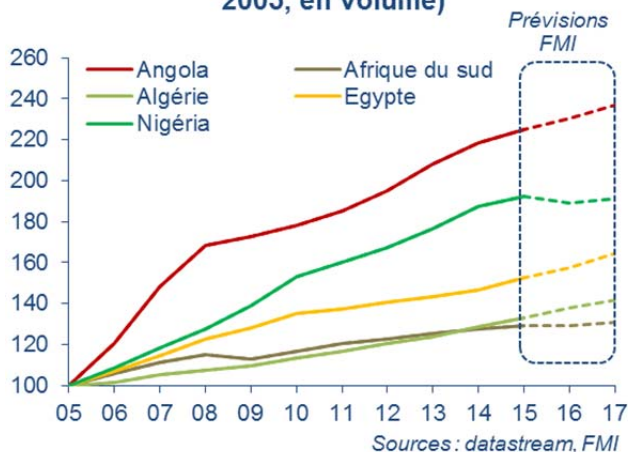
En Turquie, la tentative de coup d'état et ses conséquences ne semblent pas devoir remettre en cause la vigueur de la croissance, qui dépasserait 3% en 2016 (+3,8% en 2015), même si l'investissement (notamment étranger) et le tourisme en souffriront.

Deuxième économie du Moyen-Orient, l'Arabie Saoudite essuie un ralentissement beaucoup plus prononcé en raison de son exposition au pétrole (finances extérieures et publiques). En 2016, la croissance avoisinerait 1% (contre +3,5% en 2015).

La levée des sanctions contre l'Iran liées à son programme nucléaire ouvre la voie à un net rebond de la croissance (+4% en 2016, contre +0% en 2015), par ailleurs appelé à se prolonger.

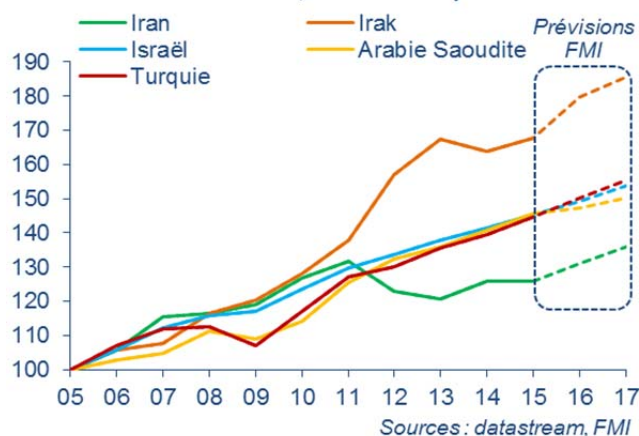
En Israël, la croissance devrait à nouveau avoisiner 2,5% en 2016.

Produit intérieur brut (base 100 en 2005, en volume)



Au Moyen-Orient, la résistance des économies face à la baisse des prix énergétiques est inégale, mais le rebond de l'économie iranienne et la résistance de l'activité en Turquie

Produit intérieur brut (base 100 en 2005, en volume)



Globalement, il faut rester prudent sur les perspectives d'un grand nombre d'économies de la zone Afrique-Moyen-Orient, dont le ralentissement a été sous-estimé sur la période récente.

Vue d'ensemble

Croissance

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%	3,3%	3,4%	3,2%	3,1%	3,4%
Avancés	60,5%	1,2%	1,9%	2,1%	1,6%	1,8%
Emergents	39,5%	5,0%	4,6%	4,0%	4,2%	4,6%
Amérique du Nord	26,6%	1,7%	2,4%	2,5%	1,5%	2,2%
Etats-Unis	24,5%	1,7%	2,4%	2,6%	1,6%	2,2%
Canada	2,1%	2,2%	2,5%	1,1%	1,2%	1,9%
Europe de l'ouest	22,1%	0,3%	1,5%	2,1%	1,7%	1,5%
Zone euro	15,8%	-0,3%	1,1%	2,0%	1,7%	1,5%
Allemagne	4,6%	0,6%	1,6%	1,5%	1,7%	1,4%
France	3,3%	0,6%	0,6%	1,3%	1,3%	1,3%
Italie	2,5%	-1,7%	-0,3%	0,8%	0,8%	0,9%
Espagne	1,6%	-1,7%	1,4%	3,2%	3,1%	2,2%
Pays-Bas	1,0%	-0,2%	1,4%	2,0%	1,7%	1,6%
Royaume-Uni	3,9%	1,9%	3,1%	2,2%	1,8%	1,1%
Europe centrale et de l'est	3,8%	1,5%	1,4%	-0,6%	1,1%	2,1%
Russie	1,8%	1,3%	0,7%	-3,7%	-0,8%	1,1%
Pologne	0,6%	1,3%	3,3%	3,7%	3,1%	3,4%
Asie développée	10,9%	1,9%	1,5%	1,4%	1,4%	1,5%
Japon	5,6%	1,4%	0,0%	0,5%	0,5%	0,6%
Australie	1,7%	2,0%	2,7%	2,4%	2,9%	2,7%
Corée du sud	1,9%	2,9%	3,3%	2,6%	2,7%	3,0%
Asie émergente	22,1%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%
Chine	15,2%	7,8%	7,3%	6,9%	6,6%	6,2%
Inde	2,8%	6,6%	7,2%	7,6%	7,6%	7,6%
Indonésie	1,2%	5,6%	5,0%	4,8%	4,9%	5,3%
Amérique Latine	6,9%	2,9%	1,0%	0,0%	-1,0%	1,4%
Brésil	2,4%	3,0%	0,1%	-3,8%	-3,3%	0,5%
Mexique	1,6%	1,4%	2,2%	2,5%	2,1%	2,3%
Argentine	0,9%	2,4%	-2,5%	2,5%	-1,8%	2,7%
Afrique	3,0%	3,9%	3,7%	2,6%	1,4%	2,7%
Nigéria	0,7%	5,4%	6,3%	2,7%	-1,7%	0,6%
Afrique du sud	0,4%	2,3%	1,6%	1,3%	0,1%	0,8%
Egypte	0,4%	2,1%	2,2%	4,2%	3,8%	4,0%
Moyen-Orient	4,2%	3,3%	3,0%	2,3%	3,0%	2,8%
Turquie	1,0%	4,2%	3,0%	4,0%	3,3%	3,0%
Arabie Saoudite	0,9%	2,7%	3,6%	3,5%	1,2%	2,0%
Iran	0,5%	-1,9%	4,3%	0,4%	4,5%	4,1%

* 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 2016, calculs CEP Groupe Alpha

Comptes extérieurs

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,6%
Emergents	39,5%	0,6%	0,6%	-0,1%	-0,3%	-0,4%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	-2,2%	-2,3%	-2,6%	-2,5%	-2,7%
Canada	2,1%	-3,2%	-2,3%	-3,2%	-3,7%	-3,1%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	2,2%	2,5%	3,2%	3,4%	3,1%
Allemagne	4,6%	6,7%	7,3%	8,4%	8,6%	8,1%
France	3,3%	-0,9%	-1,1%	-0,2%	-0,5%	-0,4%
Italie	2,5%	0,9%	1,9%	2,2%	2,2%	1,9%
Espagne	1,6%	1,5%	1,0%	1,4%	1,9%	1,7%
Pays-Bas	1,0%	9,8%	8,9%	8,6%	9,1%	8,2%
Royaume-Uni	3,9%	-4,4%	-4,7%	-5,4%	-5,9%	-4,3%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	1,5%	2,8%	5,2%	3,0%	3,5%
Pologne	0,6%	-1,3%	-2,0%	-0,2%	-0,1%	-1,0%
Asie développée	10,9%					
Japon	5,6%	0,9%	0,8%	3,3%	3,7%	3,3%
Australie	1,7%	-3,4%	-3,0%	-4,7%	-3,5%	-3,9%
Corée du sud	1,9%	6,2%	6,0%	7,7%	7,2%	5,9%
Asie émergente	22,1%					
Chine	15,2%	1,5%	2,6%	3,0%	2,4%	1,6%
Inde	2,8%	-1,7%	-1,3%	-1,1%	-1,4%	-2,0%
Indonésie	1,2%	-3,2%	-3,1%	-2,1%	-2,3%	-2,3%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	-3,0%	-4,3%	-3,3%	-0,8%	-1,3%
Mexique	1,6%	-2,5%	-2,0%	-2,9%	-2,7%	-2,8%
Argentine	0,9%	-2,0%	-1,4%	-2,5%	-2,3%	-3,2%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	3,9%	0,2%	-3,1%	-0,7%	-0,4%
Afrique du sud	0,4%	-5,9%	-5,3%	-4,3%	-3,3%	-3,2%
Egypte	0,4%	-2,2%	-0,8%	-3,7%	-5,8%	-5,2%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	-7,7%	-5,5%	-4,5%	-4,4%	-5,6%
Arabie Saoudite	0,9%	18,2%	9,8%	-8,3%	-6,6%	-2,6%
Iran	0,5%	7,0%	3,8%	2,1%	4,2%	3,3%

* 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 d'octobre 2016

Dettes publiques

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,5%	104,6%	104,4%	104,4%	107,5%	108,1%
Emergents	39,5%	38,6%	40,7%	44,6%	47,2%	48,9%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	104,6%	104,6%	105,2%	108,2%	108,4%
Canada	2,1%	86,1%	86,2%	91,5%	92,1%	90,5%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	93,3%	94,3%	92,5%	91,7%	91,0%
Allemagne	4,6%	77,1%	74,5%	71,0%	68,2%	65,9%
France	3,3%	92,4%	95,3%	96,1%	97,2%	97,8%
Italie	2,5%	129,0%	132,5%	132,7%	133,2%	133,4%
Espagne	1,6%	93,7%	99,3%	99,3%	100,1%	100,2%
Pays-Bas	1,0%	67,7%	67,9%	65,1%	63,5%	61,8%
Royaume-Uni	3,9%	86,0%	87,9%	89,0%	89,0%	88,8%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	13,1%	15,9%	16,4%	17,1%	17,9%
Pologne	0,6%	56,0%	50,5%	51,3%	52,4%	53,2%
Asie développée	10,9%					
Japon	5,6%	244,5%	249,1%	248,0%	250,4%	253,0%
Australie	1,7%	30,8%	34,3%	37,6%	40,9%	43,2%
Corée du sud	1,9%	33,8%	35,9%	37,9%	38,9%	39,2%
Asie émergente	22,1%					
Chine	15,2%	36,9%	39,8%	42,9%	46,3%	49,9%
Inde	2,8%	68,0%	68,3%	69,1%	68,5%	67,2%
Indonésie	1,2%	24,8%	24,7%	27,3%	27,5%	28,2%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	60,4%	63,3%	73,7%	78,3%	82,4%
Mexique	1,6%	46,4%	49,5%	54,0%	56,0%	56,1%
Argentine	0,9%	42,2%	43,6%	52,1%	51,8%	50,7%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	10,5%	10,6%	11,5%	14,6%	15,5%
Afrique du sud	0,4%	44,0%	46,9%	49,8%	51,7%	53,3%
Egypte	0,4%	84,8%	86,3%	89,0%	94,6%	93,4%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	36,1%	33,5%	32,9%	31,7%	30,8%
Arabie Saoudite	0,9%	2,2%	1,6%	5,0%	14,1%	19,9%
Iran	0,5%	15,4%	15,6%	15,9%	14,9%	15,0%

* 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 d'octobre 2016

Soldes des comptes publics

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,5%	-3,7%	-3,2%	-2,8%	-3,0%	-2,7%
Emergents	39,5%	-1,7%	-2,5%	-4,5%	-4,7%	-4,4%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	-4,4%	-4,2%	-3,5%	-4,1%	-3,7%
Canada	2,1%	-1,9%	-0,5%	-1,3%	-2,5%	-2,3%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	-3,0%	-2,6%	-2,1%	-2,0%	-1,7%
Allemagne	4,6%	-0,2%	0,3%	0,7%	0,1%	0,1%
France	3,3%	-4,0%	-4,0%	-3,5%	-3,3%	-3,0%
Italie	2,5%	-2,9%	-3,0%	-2,6%	-2,5%	-2,2%
Espagne	1,6%	-6,9%	-5,9%	-5,1%	-4,5%	-3,1%
Pays-Bas	1,0%	-2,4%	-2,3%	-1,9%	-1,1%	-0,7%
Royaume-Uni	3,9%	-5,7%	-5,6%	-4,2%	-3,3%	-2,7%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	-1,2%	-1,1%	-3,5%	-3,9%	-1,5%
Pologne	0,6%	-4,0%	-3,3%	-2,6%	-2,8%	-2,9%
Asie développée	10,9%					
Japon	5,6%	-8,6%	-6,2%	-5,2%	-5,2%	-5,1%
Australie	1,7%	-2,8%	-2,9%	-2,8%	-2,9%	-2,5%
Corée du sud	1,9%	0,7%	0,4%	0,3%	0,8%	1,1%
Asie émergente	22,1%					
Chine	15,2%	-0,8%	-0,9%	-2,7%	-3,0%	-3,3%
Inde	2,8%	-7,6%	-7,3%	-6,9%	-6,7%	-6,6%
Indonésie	1,2%	-2,2%	-2,1%	-2,6%	-2,5%	-2,6%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	-3,0%	-6,0%	-10,3%	-10,4%	-9,1%
Mexique	1,6%	-3,7%	-4,6%	-4,1%	-3,0%	-3,0%
Argentine	0,9%	-3,0%	-4,0%	-6,6%	-7,1%	-7,4%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	-2,0%	-1,2%	-3,8%	-4,6%	-4,0%
Afrique du sud	0,4%	-3,9%	-3,7%	-3,9%	-3,9%	-3,9%
Egypte	0,4%	-13,4%	-12,9%	-11,5%	-12,0%	-9,7%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	-1,3%	-0,9%	-1,0%	-1,9%	-1,6%
Arabie Saoudite	0,9%	5,8%	-3,4%	-15,9%	-13,0%	-9,5%
Iran	0,5%	-0,9%	-1,2%	-1,7%	-1,1%	-1,0%

* 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 d'octobre 2016

Inflation

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,5%	1,4%	1,4%	0,3%	0,8%	1,7%
Emergents	39,5%	5,5%	4,7%	4,7%	4,5%	4,4%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	1,5%	1,6%	0,1%	1,2%	2,3%
Canada	2,1%	0,9%	1,9%	1,1%	1,6%	2,1%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	1,3%	0,4%	0,0%	0,3%	1,1%
Allemagne	4,6%	1,6%	0,8%	0,1%	0,4%	1,5%
France	3,3%	1,0%	0,6%	0,1%	0,3%	1,0%
Italie	2,5%	1,2%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,5%
Espagne	1,6%	1,4%	-0,1%	-0,5%	-0,3%	1,0%
Pays-Bas	1,0%	2,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,9%
Royaume-Uni	3,9%	2,6%	1,5%	0,1%	0,7%	2,5%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	6,8%	7,8%	15,5%	7,2%	5,0%
Pologne	0,6%	0,9%	0,0%	-0,9%	-0,6%	1,1%
Asie développée	10,9%					
Japon	5,6%	0,3%	2,8%	0,8%	-0,2%	0,5%
Australie	1,7%	2,5%	2,5%	1,5%	1,3%	2,1%
Corée du sud	1,9%	1,3%	1,3%	0,7%	1,0%	1,9%
Asie émergente	22,1%					
Chine	15,2%	2,6%	2,0%	1,4%	2,1%	2,3%
Inde	2,8%	9,4%	5,9%	4,9%	5,5%	5,2%
Indonésie	1,2%	6,4%	6,4%	6,4%	3,7%	4,2%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	6,2%	6,3%	9,0%	9,0%	5,4%
Mexique	1,6%	3,8%	4,0%	2,7%	2,8%	3,3%
Argentine	0,9%	10,6%	NC	NC	NC	23,2%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	8,5%	8,0%	9,0%	15,4%	17,1%
Afrique du sud	0,4%	5,8%	6,1%	4,6%	6,4%	6,0%
Egypte	0,4%	6,9%	10,1%	11,0%	10,2%	18,2%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	7,5%	8,9%	7,7%	8,4%	8,2%
Arabie Saoudite	0,9%	3,5%	2,7%	2,2%	4,0%	2,0%
Iran	0,5%	34,7%	15,6%	11,9%	7,4%	7,2%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI d'octobre 2016

Taux de chômage

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,5%	7,9%	7,3%	6,7%	6,2%	6,1%
Emergents	39,5%					
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	7,4%	6,2%	5,3%	4,9%	4,8%
Canada	2,1%	7,1%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	12,0%	11,6%	10,9%	10,0%	9,7%
Allemagne	4,6%	5,2%	5,0%	4,6%	4,3%	4,5%
France	3,3%	10,3%	10,3%	10,4%	9,8%	9,6%
Italie	2,5%	12,1%	12,6%	11,9%	11,5%	11,2%
Espagne	1,6%	26,1%	24,4%	22,1%	19,4%	18,0%
Pays-Bas	1,0%	7,3%	7,4%	6,9%	6,7%	6,5%
Royaume-Uni	3,9%	7,6%	6,2%	5,4%	5,0%	5,2%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	5,5%	5,2%	5,6%	5,8%	5,9%
Pologne	0,6%	10,3%	9,0%	7,5%	6,3%	6,2%
Asie développée	10,9%					
Japon	5,6%	4,0%	3,6%	3,4%	3,2%	3,2%
Australie	1,7%	5,7%	6,1%	6,1%	5,7%	5,7%
Corée du sud	1,9%	3,1%	3,5%	3,6%	3,6%	3,3%
Asie émergente	22,1%					
Chine	15,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Inde	2,8%	3,6%	3,6%	NC	NC	NC
Indonésie	1,2%	6,3%	5,9%	6,2%	5,6%	5,7%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	7,2%	6,8%	8,5%	11,2%	11,5%
Mexique	1,6%	4,9%	4,8%	4,4%	4,1%	3,9%
Argentine	0,9%	7,1%	7,3%	#N/A	9,2%	8,5%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	10,0%	7,8%	9,0%	NC	NC
Afrique du sud	0,4%	24,7%	25,1%	25,4%	26,3%	27,0%
Egypte	0,4%	13,0%	13,4%	12,9%	12,7%	12,3%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	9,0%	9,9%	10,3%	10,2%	10,2%
Arabie Saoudite	0,9%	5,6%	5,7%	NC	NC	NC
Iran	0,5%	10,4%	10,6%	10,8%	11,3%	11,2%

* 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 d'octobre 2016