



GROUPE
ALPHA
CENTRE ÉTUDES & PROSPECTIVE

Défricheurs du **social**

La Note

Centre Études & Prospective du Groupe Alpha



**L'économie mondiale ralentit, la zone
euro résiste**

Clément Bouillet
Note de conjoncture - Avril 2016



Croissance mondiale : de nouveaux équilibres à trouver

Marchés internationaux

Marchés financiers : abondance de liquidités et volatilité	2
L'Euro reste stable, le pétrole toujours bon marché.....	3

Europe

Europe.....	4
Zone euro : toujours convalescente.....	5
Allemagne : une transition tranquille.....	7
France : tempérer l'optimisme	8
Italie : du mieux, mais.....	10
L'Espagne à toute allure.....	11
Royaume-Uni : fin de cycle ?.....	12
Russie : laisser passer l'orage.....	13

Amérique du Nord

Amérique du Nord.....	16
Etats-Unis : des freins extérieurs	15

Amérique latine

Amérique latine.....	17
Bésil : en plein cauchemar	18

Asie-Océanie

Asie-Océanie.....	19
Chine : l'ombre d'un doute.....	20
Le Japon au ralenti	21
L'Inde garde le rythme.....	22

Afrique-Moyen-Orient

Afrique-Moyen-Orient	23
----------------------------	----

Vu d'ensemble

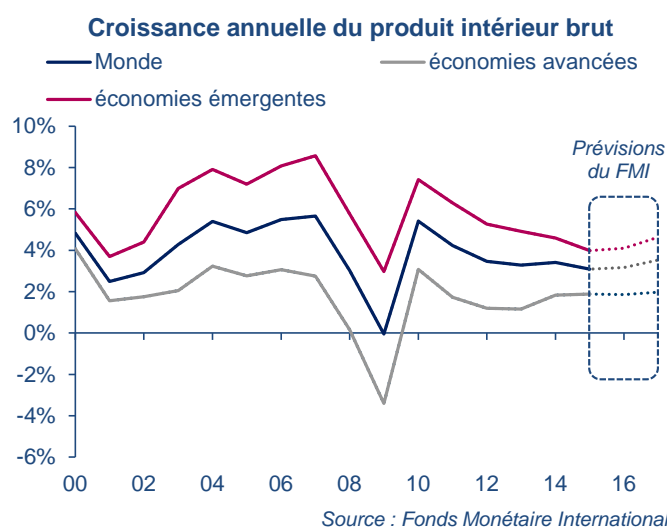
Croissance.....	25
Comptes extérieurs.....	26
Dettes publiques	27
Soldes publics	28
Inflation.....	29
Taux de chômage.....	30

Croissance mondiale : de nouveaux équilibres à trouver

Fragilisée par plusieurs facteurs de tensions (Chine, pétrole, Réserve Fédérale, etc.), l'économie mondiale a ralenti en 2015. Ce ralentissement est avant tout celui des pays émergents, alors que la croissance dans la plupart des économies développées se montre plus résistante.

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 la croissance a atteint seulement 3,1%, au plus bas depuis 2009, et serait à peine meilleure en 2016 (+3,2%), selon les dernières prévisions du Fonds monétaire international.



Alors qu'elles étaient le talon d'Achille de la croissance mondiale depuis plusieurs années, les économies avancées ont connu un léger renforcement de l'activité (+1,9% en 2015), grâce notamment au redémarrage de la zone euro, et dans une moindre mesure du Japon (+0,5%). Aux Etats-Unis, la croissance est restée solide (+2,4%), malgré un mauvais début d'année, de même qu'au Royaume-Uni (+2,2%). La croissance des économies avancées devraient rester globalement la même en 2016, même si un ralentissement est possible en cas de nouvelle dégradation de l'environnement économique mondial.

En revanche, les économies émergentes ont continué de s'affaiblir. En cause, le ralentissement de la Chine, mais pas seulement. Alors que la Russie avait échappé de peu à la récession en 2014, il n'en a pas été de même en 2015 (-3,7%). L'économie russe devrait toutefois progressivement se redresser au cours des prochains trimestres, mais il faudra probablement attendre 2017 pour que l'activité progresse à nouveau. 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.).

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

De nombreux facteurs de risque

Les facteurs de risque qui pèsent sur l'économie mondiale ont un peu évolué au cours des derniers mois. Contrainte à l'attentisme en septembre dernier en raison de l'inquiétude autour du ralentissement chinois, la Réserve Fédérale a profité d'une accalmie en fin d'année pour opérer une première hausse des taux en décembre. Le resserrement de la politique monétaire américaine, à nouveau contrarié en mars par un contexte international difficile, n'apparaît toutefois plus comme le principal facteur de risque pour la stabilité financière mondiale, bien qu'il reste important.

Accueillie dans un premier temps avec bienveillance dans les pays importateurs, la baisse des cours des matières premières, et notamment du pétrole, a atteint une telle ampleur qu'elle constitue désormais un danger pour l'économie mondiale. La chute des prix énergétiques a provoqué des déséquilibres importants dans les comptes extérieurs et publics de nombreux pays exportateurs, émergents pour la plupart, qui ne sont pas tous armés pour affronter un tel choc. Globalement, ce transfert de revenus pèse désormais sur la croissance globale car il s'opère au bénéfice des économies développées, moins dynamiques, et ne s'ajuste plus par une baisse de l'épargne des pays producteurs, mais de la demande émergente.

L'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise et la faculté des autorités à gérer sa mutation est incertaine. Plusieurs interrogations demeurent. Sur le plan monétaire, la capacité des autorités à contrôler le cours du yuan dans un contexte d'ouverture financière et de chute des réserves de change. Sur le plan économique, la gestion de la transition vers une économie plus servicielle. Sur le plan financier, le désamorçage du danger potentiel que constitue la hausse l'endettement public et privé.

Marchés financiers : abondance de liquidités et volatilité

Alors que la Banque centrale européenne vient d'annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement, la normalisation de la politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine est contrariée par les incertitudes qui pèsent sur l'économie mondiale. Dans ce contexte international agité, les marchés d'actions sont en proie à un retour de la volatilité depuis l'été dernier, alors que les taux souverains restent très faibles en Europe.

Banques Centrales : chassé-croisé

Face à la faiblesse persistante des prix et la dégradation des anticipations d'inflation, ainsi qu'à une révision à la baisse des prévisions de croissance dans la zone euro en 2016-2017, la Banque centrale européenne a procédé à de nouveaux assouplissements monétaires. Le président de la BCE Mario Draghi a annoncé lors de la réunion du 10 mars 2016 que les programmes d'achats d'actifs mensuels, après avoir été prolongés jusqu'en mars 2017 à l'occasion de la réunion de décembre 2015, seraient amplifiés (de 60 à 80 milliards d'euros) à partir d'avril, et que la gamme des actifs éligibles serait étendue. Les taux directeurs ont été abaissés (à 0% pour le taux de refinancement, et à -0,40% pour le taux de rémunération sur les dépôts). Enfin, quatre nouvelles opérations de refinancement ciblées (TLTRO) auront lieu à partir de juin.

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale a procédé le 16 décembre à une hausse des taux directeurs pour la première fois depuis dix ans. Les risques externes et la baisse de la croissance ont poussé la Fed à la prudence, alors que l'inflation se redresse et que les créations d'emplois restent robustes. Alors que quatre hausses étaient initialement attendues en 2016, la présidente de la FED Janet Jellen a annoncé en mars que le relèvement des taux directeurs serait plus graduel que prévu et aurait lieu plus tard dans l'année.

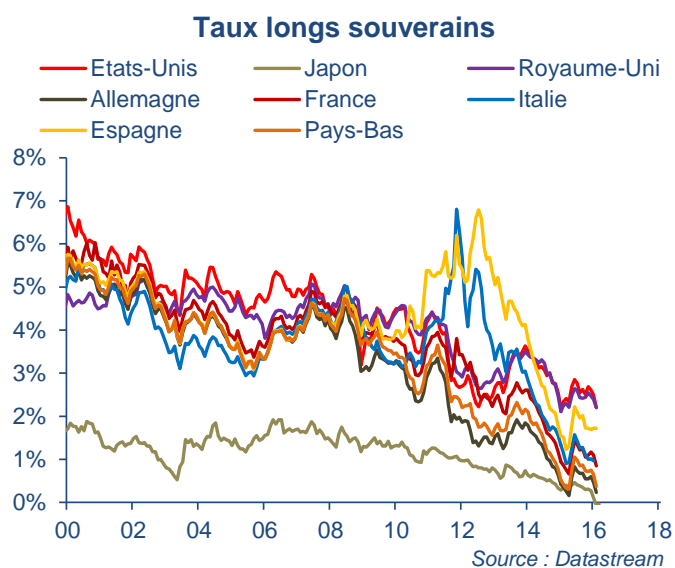
Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a décidé que les modalités des programmes d'achats et les taux restaient pour l'instant inchangés. Au Japon, la BoJ a décidé de passer ses taux directeurs en territoire négatif, après que les programmes d'achats ont été augmentés à plusieurs reprises.

Taux souverains : la BCE achète du temps

Après avoir atteint un plancher historique en avril, les taux souverains ont connu un mouvement de correction à la hausse avant l'été. Ce mouvement est resté sans suite et les taux sont repartis à la baisse sur la fin d'année pour clôturer 2015 à un niveau proche de 2014.

Dans la zone euro, la politique accommodante de la BCE continue d'appuyer le resserrement des spreads de taux souverains entre les pays périphériques (Italie,

Espagne) et ceux des pays cœur (France, Allemagne, Pays-Bas), alors que des tensions persistent localement sur la qualité de signature de certains états (Grèce, voire Portugal).



Retour de la volatilité sur les marchés actions

Dans un contexte agité sur le plan macroéconomique et géopolitique, les principales places boursières ont connu un début d'année délicat. Depuis l'été dernier, leur volatilité est importante. Les marchés ont eu tendance à sur-réagir aux mauvaises nouvelles sur la résurgence de la crise grecque, le ralentissement chinois, la chute des cours du pétrole, et, plus récemment, la fragilité et la baisse de profitabilité des banques.

En Europe, à l'issue d'une année en dents de scie, les indices des principales places boursières avaient clôturé 2015 en hausse (+ 8,5% pour le CAC40 à Paris, + 9,5% pour le DAX Allemand, + 12% pour l'Ibex à Madrid).

Aux Etats-Unis, les indices boursiers, qui atteignent des niveaux records, ont plafonné en 2015. Les espoirs d'une nouvelle progression (pour la huitième année consécutive) en 2016 sont conditionnés à la stabilisation des cours du pétrole et du dollar, alors que les facteurs de correction sont nombreux (normalisation de la politique monétaire, ralentissement mondial, « risque politique » à l'approche des élections présidentielles, etc.).

L'euro reste stable, le pétrole toujours bon marché

Le taux de change de l'euro est relativement stable par rapport au dollar depuis la baisse qui avait entouré les annonces de Quantitative Easing de la Banque centrale européenne en janvier 2015. Les prix pétroliers ont connu un léger rebond en mars autour de 40 dollars par baril, après avoir atteint un plancher de 26 dollars début février.

L'euro relativement stable depuis un an

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



En revanche, l'appréciation du dollar s'est poursuivie face à la plupart des devises émergentes : peso mexicain, peso argentin, real brésilien, livre turque, roupie indienne, lire indonésienne, rouble russe, etc. Ce phénomène traduit l'intensification des mouvements de capitaux dans un contexte international délicat qui mêle la première hausse des taux directeurs de la Réserve Fédérale en décembre, les inquiétudes grandissantes sur les conséquences du ralentissement chinois et la montée des dettes privées émergentes, fréquemment libellées en dollars.

Depuis l'été dernier, le yuan s'est déprécié par à-coups sous l'œil vigilant des autorités monétaires chinoises (PBOC) et des opérateurs de marché. Pour l'instant, cet ajustement ne compense pas l'appréciation effective de la monnaie chinoise induite par la hausse du dollar. 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.

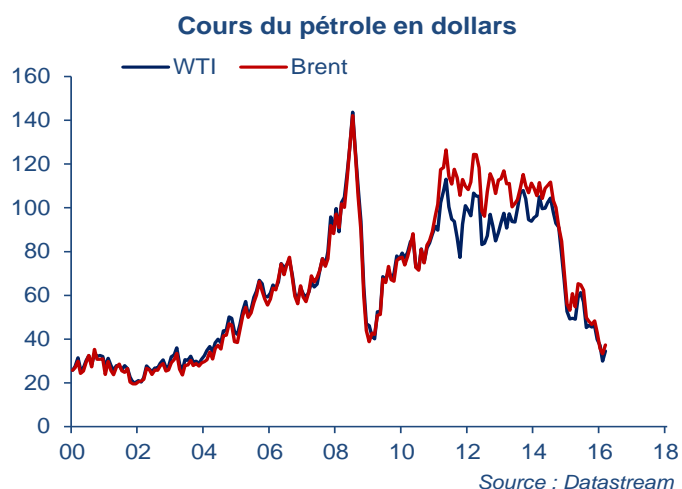
Sous pression depuis plusieurs mois en raison des inquiétudes qui entourent l'éventuelle sortie du Royaume-

Uni de l'Union européenne, la livre sterling a retrouvé son niveau d'avant QE (de la BCE) contre l'euro, sous 1 EUR = 1,3 GBP.

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

Les cours du baril de pétrole (et plus globalement des matières premières en général) ont connu un véritable effondrement depuis le début de l'été 2014. Le ralentissement de la croissance émergente et de la demande 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 26 dollars, après avoir oscillé autour de 30 dollars pendant plusieurs semaines, sur fond de négociations stériles entre pays producteurs et de ralentissement de la demande émergente, notamment chinoise. Depuis, les cours du pétrole ont retrouvé un peu de vigueur, autour de 40 dollars (pour le WTI) depuis mi-mars. Dans le sillage de cette baisse des prix, la production américaine se tasse depuis début 2015 et le nombre de faillites dans les secteurs énergétiques augmente.



Les cours du gaz naturel sont également extrêmement bas, à un niveau inférieur à 2009. De leur côté, la plupart des cours alimentaires (lait, viande, céréales notamment) et des métaux restent également très affaiblis.

Europe

En Europe de l'ouest, l'activité a continué de se renforcer en 2015 grâce au redémarrage de la zone euro, dont la croissance a atteint 1,5%, tandis que l'économie britannique, quoique solide, a connu un léger ralentissement (+2,2%). En Europe centrale, les économies intégrées à l'Union européenne sont restées dynamiques, alors que plus à l'est, les conséquences du conflit ukrainien ont provoqué une chute de l'activité en Russie et chez ses partenaires commerciaux.

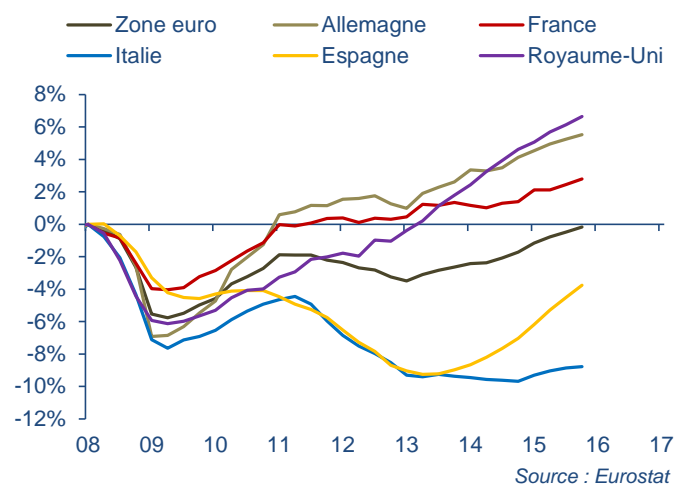
La zone euro décolle enfin

Le renforcement de la croissance amorcé en 2014 dans la zone euro s'est confirmé en 2015 (+1,5%, contre 0,9% l'année précédente). Hormis l'Allemagne (+1,4%, contre +1,6%), qui connaît un léger ralentissement depuis la fin de l'année dernière, les principales économies membres ont toutes connu une accélération de l'activité. La France a retrouvé le chemin de la croissance après trois années de quasi-stagnation (+1,1%). L'Italie est sortie de la récession (+0,6%). Enfin, l'Espagne (+3,1%), et les Pays-Bas (+1,9%) dans une moindre mesure, ont dépassé les attentes.

Malgré ces progrès, la hausse de l'activité apparaît relativement timide au regard des facteurs favorables (baisse des taux de change, baisse des coûts de financement souverains et privés, baisse des prix du pétrole) dont bénéficie la zone euro. Surtout, sa capacité à générer davantage de croissance apparaît désormais limitée à politique économique européenne inchangée.

Au Royaume-Uni, la normalisation de la croissance a débouché sur une progression plus modérée de l'activité cette année, restée solide à +2,2%.

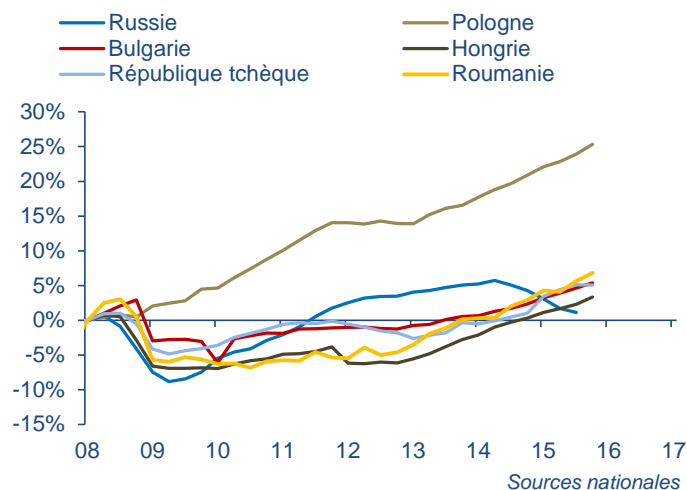
Variation du produit intérieur brut par rapport à son niveau du T1 2008



En Europe centrale, les économies intégrées à l'Union européenne, bénéficiant de leurs relations commerciales privilégiées avec l'ouest du continent et notamment

l'Allemagne, connaissent un niveau de croissance élevé. C'est notamment le cas en Pologne (+3,5%), en République tchèque (+3,9%) et en Roumanie (+3,4%), où l'activité a accéléré.

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



Le chômage bénéficie du regain d'activité en Europe de l'ouest (à 8,9% dans l'Union européenne en janvier), dans un climat de réformes tous azimuts du marché du travail qui a gagné la France.

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

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

La Russie, qui a échappé de peu à la récession en 2014, traverse une phase de contraction sévère de l'activité (-3,7% en 2015). La Biélorussie est également en difficulté (-3,6%), pâtissant de la chute de son principal partenaire commercial. En Ukraine, l'activité économique a poursuivi son effondrement (-9,9%, après une contraction 6,8% en 2014).

Zone euro : toujours convalescente

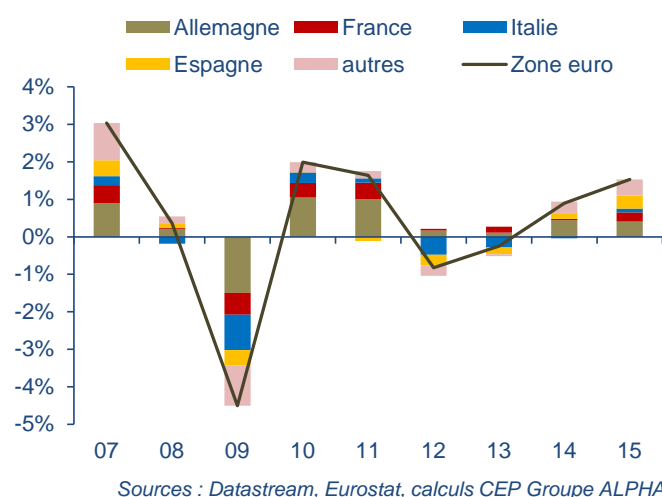
Après être sortie de récession en 2014 (+0,9%), l'économie de la zone euro a accéléré (+1,5%) en 2015, portée par le redémarrage de l'Espagne (+3,2%) et dans une moindre mesure des Pays-Bas (+1,9%), ainsi que par la solidité de l'Allemagne (+1,4%). En France (+1,1%) et en Italie (+0,6%), le renforcement de l'activité est plus progressif.

La croissance s'est renforcée en 2015

La croissance de la zone euro a continué de se renforcer en 2015 (+1,5% contre 0,9% en 2014). Au second semestre, l'activité a de nouveau été portée par le dynamisme espagnol et la solidité de l'économie allemande, tandis que la France et l'Italie redémarrent plus lentement. Au T4, l'activité a crû de 0,3%, comme au T3. Un nouveau renforcement de la croissance apparaît incertain pour 2016, compte tenu des risques qui pèsent sur l'économie mondiale et du potentiel actuel de la zone euro.

Le taux de chômage poursuit son repli, entamé mi 2013, et touchait 10,3% de la population active en janvier. C'est 0,6 point de moins qu'en juillet. La dynamique des prix reste très affaiblie (-0,2% en glissement annuel en février) du fait de la baisse des prix des matières premières. L'inflation sous-jacente est un peu plus robuste (autour de 1%), en ligne avec les progrès de la zone euro sur le front de la croissance.

Contributeurs de la croissance de la zone euro



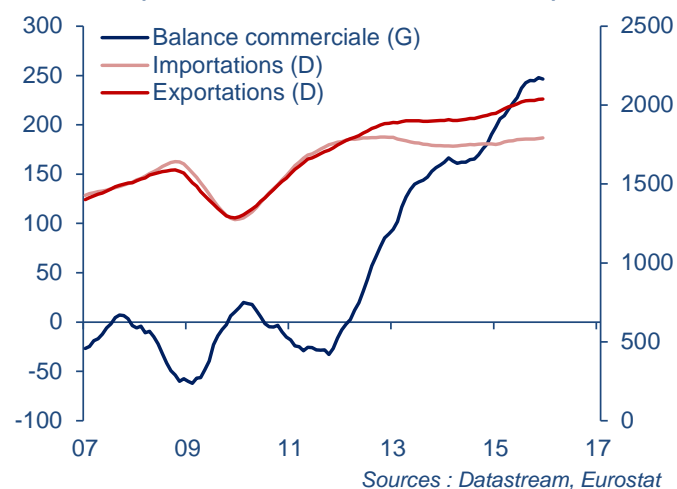
Les dépenses de consommation continuent de soutenir la croissance. Alors que le pouvoir d'achat des ménages bénéficie des améliorations sur le marché du travail et de la faiblesse prolongée des prix, la consommation des ménages continue de se renforcer (+1,7% en 2015) malgré un accès de faiblesse au T4 imputable à la baisse ponctuelle de la consommation en France.

La politique budgétaire n'est plus récessive dans la zone euro. Les dépenses de consommation publiques se sont renforcées (+1,3% en 2015) et ont même accéléré au T4, notamment en Allemagne et en Espagne.

L'investissement a repris sa marche en avant au T4 (+1,3% t/t) et reste porté par les dépenses des entreprises, alors que le taux d'investissement des ménages reste historiquement faible.

Sur les dernières 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. Ce redémarrage tardif est à l'origine du gonflement des excédents commerciaux de la zone euro, auquel s'ajoute désormais la déformation des prix à l'œuvre dans le sillage de la baisse des cours de la plupart des matières premières. En termes de volume, au second semestre 2015, le fléchissement de l'économie mondiale a pesé sur les exportations de la zone euro, qui ont ralenti (+0,2% au T3 et au T4), tandis que les importations se sont montrées plus robustes.

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



La BCE amplifie son action

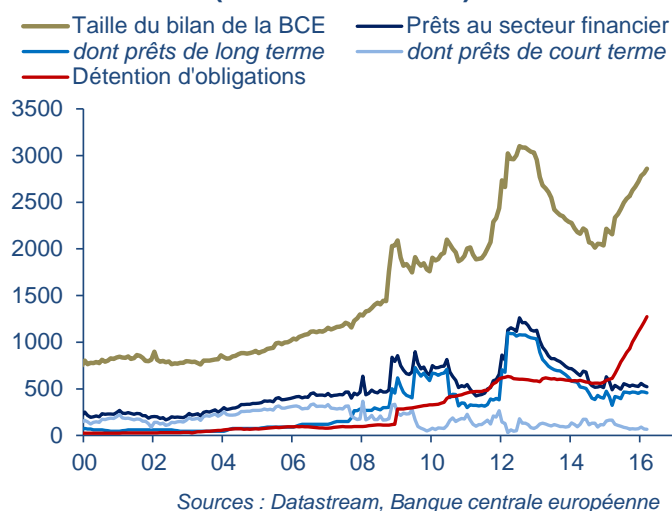
En janvier 2015, la Banque centrale européenne avait annoncé la mise en place de nouvelles mesures non conventionnelles face à l'échec des baisses de taux et des opérations de refinancement ciblées décidées en 2014. La faiblesse persistante de l'inflation, alimentée par la baisse des prix énergétiques, a permis à la Banque centrale européenne de légitimer de nouvelles actions, annoncées en décembre 2015 (allongement de la durée du quantitative easing, et nouvelle baisse du taux de rémunération des dépôts, de 10 points de base à -0,30%).

Lors de la réunion du 10 mars, la BCE a franchi un nouveau cap, décidée à lutter contre la faiblesse des prix et la dégradation des anticipations d'inflation. Son président Mario Draghi a annoncé une nouvelle baisse des taux directeurs (de 10 bp pour les taux de rémunérations sur les dépôts à -0,40%, et de 5 bp sur les taux de refinancement à 0%), une hausse des montants d'actifs achetés mensuellement par la BCE dans le cadre du QE, un élargissement de la gamme des actifs éligibles, et de nouvelles opérations de refinancement ciblées.

Dans la foulée des nouvelles annonces de la BCE, le taux de change de l'euro a brièvement chuté, avant de retourner au-dessus du niveau de 1 € = 1,10 \$.

L'euphorie des marchés financiers immédiatement après les annonces de la BCE, qui tablaient sur des annonces de moindre ampleur et qui devraient surtout bénéficier au crédit, grâce notamment aux nouvelles opérations longues de refinancement, s'est rapidement évaporée devant le sentiment que l'institution tirait ses dernières cartouches.

Bilan de la Banque centrale européenne (milliards d'euros)



Des tensions persistantes

Les pays « périphériques », au cœur de la crise des dettes souveraines qui a agité la zone euro, connaissent des fortunes diverses.

La croissance irlandaise a atteint 7,8% en 2015, ce qui en fait désormais le pays de la zone euro qui a connu la meilleure progression du PIB depuis 2008. Ces chiffres sont toutefois flatteurs, et la récente déconvenue électorale du pouvoir en place témoigne du scepticisme qui règne autour de la gestion de la crise.

Dans les autres pays visés par un programme d'ajustement, les perspectives sont moins réjouissantes.

La Grèce notamment reste dans une situation délicate. Le pays est retombé en récession. Le PIB a reculé de 0,3% en 2015 (contre +0,7% en 2014). Malgré l'effondrement de la demande domestique, la balance commerciale est toujours déficitaire, la dette publique apparaît de moins en moins soutenable, et les mécanismes d'ajustement de la compétitivité qui ont fonctionné ailleurs ne raniment pas l'économie grecque.

Au Portugal, la croissance a été de 1,5% en 2015. C'est mieux qu'en 2014. Toutefois, la dégradation des finances publiques (dette publique de 126% du PIB, déficits budgétaires toujours supérieurs à 4% en 2015) inquiètent. Le budget a été validé du bout des lèvres, et en décalage par rapport au calendrier du semestre européen, par la Commission européenne. Les taux souverains portugais ont augmenté sur les derniers mois.

Encore mieux en 2015 ?

Depuis sa rechute en 2012, la croissance de la zone euro se renforce progressivement année après année. En 2016, un nouveau renforcement de la croissance en zone euro est toutefois conditionné à de nombreux facteurs.

D'un côté, les conditions favorables qui ont contribué à renforcer la croissance en 2015 seront toujours là en 2016 : taux bas, taux de change de l'euro faible grâce à la politique monétaire de la BCE, et pétrole bon marché. La dette publique continuera d'être financée à moindre coût, le pouvoir d'achat des ménages et la profitabilité et des entreprises seront toujours soutenues par la baisse des prix énergétiques. Sur le plan interne à la zone euro, les facteurs de soutien à la croissance sont donc nombreux en dépit du déficit persistant de la demande globale.

Sur le plan externe, la demande adressée à la zone euro pourrait souffrir de la dégradation de l'environnement économique et financier international. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, la croissance connaît un léger tassement. De nombreuses économies émergentes essuient également un sérieux ralentissement. La Chine tout d'abord, mais aussi tous les pays exposés à la chute des prix pétroliers. La baisse des cours énergétiques a atteint une telle ampleur que le pouvoir d'achat récupéré par la zone euro a désormais comme contrepartie une fragilisation déstabilisante des pays producteurs.

Allemagne : une transition tranquille

En 2015, l'activité a progressé de 1,4% en Allemagne, en retrait par rapport à sa performance de 2014 (+1,6%). Dans un contexte international délicat, qui pèse sur les exportations allemandes, la croissance de l'économie devrait rester proche de 1,5% en 2016, mais conditionnée au bon comportement de la demande interne.

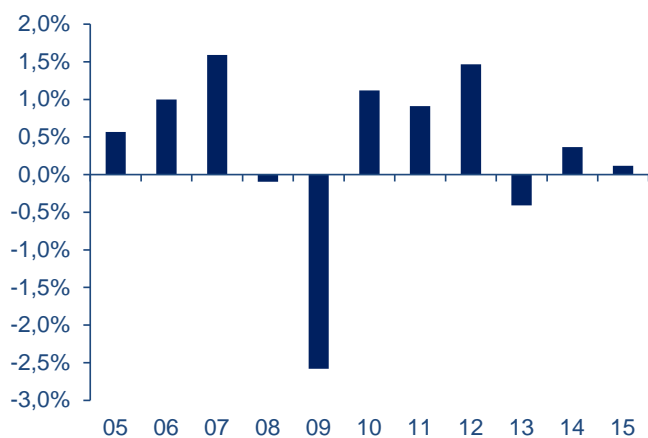
Léger fléchissement de la croissance

L'économie allemande a progressé de 1,4% en 2015, affectée par le ralentissement sensible de l'activité au second semestre (+0,3% t/t au T3 et au T4, après +0,4% au T1 et au T2). Avec un acquis légèrement inférieur à l'année passée, la croissance devrait toutefois rester sensiblement la même, grâce au soutien de la consommation privée et des dépenses publiques.

Le taux de chômage poursuit son repli à 6,2% en février, au plus bas depuis la réunification. En revanche, le niveau d'inflation reste, comme dans le reste de la zone euro, anormalement faible en raison de la baisse des prix des matières premières (notamment énergétiques).

En 2015, l'Allemagne a enregistré un niveau d'excédents record (+260 milliards d'euros pour les opérations courantes). Les exportations allemandes ont bénéficié de la vigueur de la demande aux Etats-Unis, qui sont désormais le premier partenaire commercial de l'Allemagne, et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la demande se renforce doucement, mais le rééquilibrage des échanges intrazone limite la contribution du commerce extérieur à la croissance. Enfin, le ralentissement émergent, notamment chinois, pèse sur la demande adressée à l'Allemagne. Sur les derniers mois, le montant des exportations a nettement diminué et conditionne la résistance de la croissance à la vigueur de la demande domestique.

Contribution du commerce extérieur à la croissance



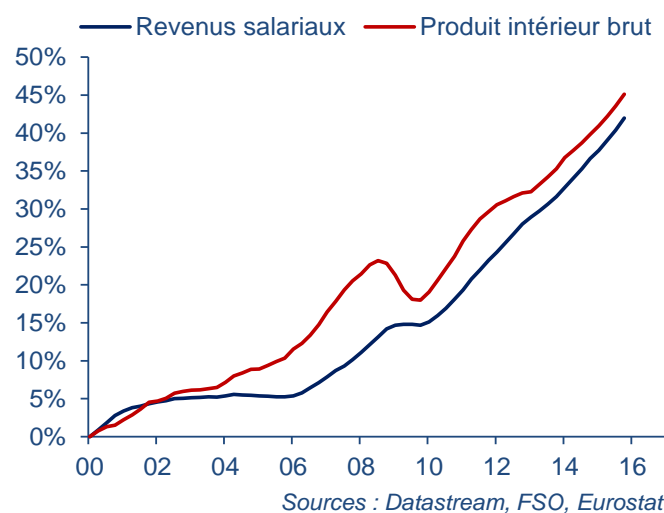
Sources : Datastream, Eurostat, calculs CEP Groupe ALPHA

Le moteur de la demande interne (et publique)

La croissance allemande s'appuie désormais avant tout sur la demande domestique. Cette tendance initiée il y a deux

ans devrait se confirmer en 2016. La mise en place du salaire minimum instauré début 2015, qui n'a pas eu les conséquences sur l'emploi redoutées par certains économistes, a renforcé la hausse des revenus salariaux en Allemagne (+3,9% en 2015). Les négociations qui approchent dans le secteur public et la métallurgie pourraient renforcer cette tendance et bénéficier à la consommation des ménages (+1,9% en 2015), qui restera le principal soutien à la croissance en 2016.

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



Sources : Datastream, FSO, Eurostat

Les dépenses de consommation publique ont également progressé (+2,4% en 2015). 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. A ce titre, les autorités ont débloqué de nouveaux fonds pour former et intégrer ces nouveaux arrivants afin que leur intégration soit réussie.

Pour l'instant, les dépenses d'investissement ne pâtissent pas du ralentissement des exportations (+1,7% en 2015 grâce à un bon T4), tirées par les dépenses en machines-équipements et le rebond de la construction.

En 2016, alors que les comptes publics ont de nouveau été excédentaires (+0,5% du PIB), le gouvernement allemand a prévu de relancer l'investissement public, d'une faiblesse chronique depuis de nombreuses années : dix milliards d'euros ont été alloués à plusieurs champs majeurs, dont la transition énergétique et les infrastructures publiques.

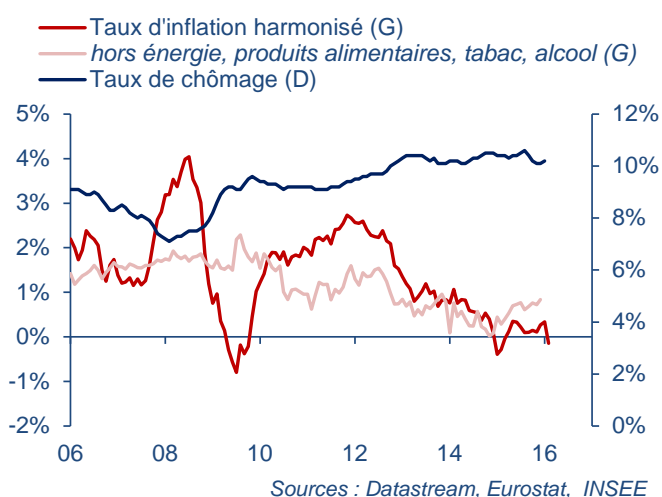
France : tempérer l'optimisme

Après trois années de quasi-stagnation, l'économie française a retrouvé le chemin de la croissance en 2015 (+1,2%), tirée notamment par la consommation des ménages, alors que l'investissement a cessé de reculer. En 2016, le renforcement de l'activité dépendra de la robustesse de la demande, d'une faiblesse persistante au niveau européen et fragilisée sur le plan interne.

Le retour de la croissance

Après trois années de quasi-stagnation, la France a renoué avec la croissance en 2015. L'activité a progressé de 1,2%, contre 0,2% en 2014. Au second semestre, la production a crû de +0,3% (t/t) au T3 avant de ralentir légèrement au T4 (+0,2%), pénalisée par les conséquences des attentats de Paris. En 2016, l'accélération de l'activité pourrait se confirmer (+1,3%) en dépit d'un acquis de croissance à peine meilleur que l'an dernier. Contrairement à l'année dernière, les objectifs du gouvernement (+1,5%) apparaissent optimistes.

Ces progrès sont pour l'instant insuffisants pour faire baisser le taux de chômage, qui oscille autour de 10-10,5% depuis trois ans. Cette stabilisation masque une dégradation continue du taux d'emploi, sur fond de démographie dynamique et d'augmentation du nombre d'inactifs et de chômeurs. C'est également insuffisant pour relancer l'inflation, à peine positive, même si sa composante sous-jacente se renforce très progressivement.

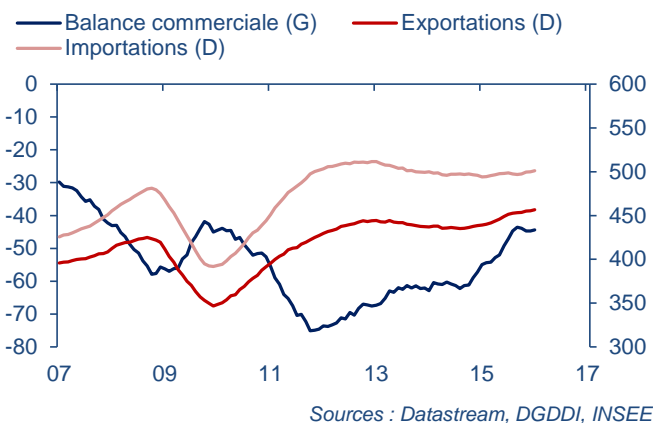


Sur le plan interne, la reprise s'est appuyée sur la consommation, tandis que l'investissement a cessé de reculer. La consommation des ménages (+1,4%) a été le premier contributeur de la croissance en 2015, malgré un léger repli au T4 (-0,3% t/t) dû aux attentats du

13 novembre qui ont pesé sur les ventes au détail. La faiblesse persistante de l'inflation et la poursuite de la chute des prix énergétiques ont bénéficié au pouvoir d'achat des ménages.

Sur le plan externe, la contribution des exportations à la croissance a augmenté significativement en 2015. Toutefois, un ralentissement assez net a pu être observé au second semestre. En volume les importations ont crû à un rythme plus rapide que les exportations sur l'ensemble de l'année (+6,5% contre +6,1%, en volume). Malgré cela, la modification des termes de l'échange due à la baisse des prix énergétiques a permis une amélioration assez nette du solde commercial (déficit de 45 milliards d'euros, contre 57 milliards l'année précédente). A noter qu'en septembre dernier, la France a quasiment atteint l'équilibre extérieur courant sur douze mois.

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



Les déficits publics en 2015 (3,5% du PIB) ont été inférieurs au dernier objectif affiché de 3,8% du PIB (pour l'instant, l'objectif est de 3,3% en 2016). L'incapacité de la France à rééquilibrer ses finances publiques expliquent en partie son maintien dans la catégorie des pays les plus en difficultés, en termes de déséquilibres macroéconomiques, visés par la procédure de déficits excessifs de la Commission européenne (comme du reste quatre autres membres de l'UE, dont l'Italie).

L'investissement rebondit enfin

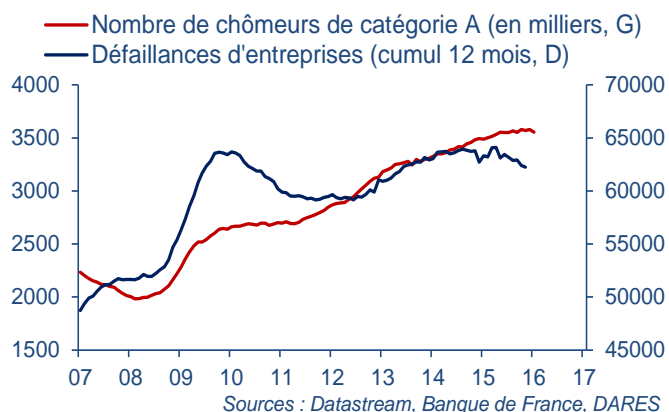
Bonne nouvelle, la chute de l'investissement a enfin été enrayerée, grâce à un rebond au second semestre (+0,1% t/t au T3 et surtout +0,8% t/t au T4). Deux tendances expliquent cette reprise : le rebond des dépenses d'investissement productif des entreprises s'est confirmé, tandis que le recul de l'investissement public et des ménages s'est atténué.

Du côté des entreprises, les conditions financières d'une hausse de l'investissement s'améliorent grâce au rebond des marges (37% de la valeur ajoutée au T3 2015, en hausse de 1,3 point sur un an) et la baisse des coûts de financement. Les enquêtes de trésorerie et d'accès au crédit montrent que les conditions de financement s'améliorent. La baisse des prix du pétrole s'est prolongée et constitue à la fois un soutien au pouvoir d'achat des ménages et une baisse des coûts de production pour les entreprises. Le CICE et le pacte de responsabilité montent en charge, auxquels s'ajoute la prolongation pour un an de la mesure de suramortissement.

La tendance est au renforcement progressif depuis plusieurs trimestres des niveaux d'utilisation des capacités, même s'ils demeurent nettement en dessous de leur moyenne d'avant crise dans plusieurs secteurs industriels et ont connu un début d'année délicat. De même, les carnets de commandes se remplissent peu à peu. Ces éléments, conjugués à la reprise naissante en Europe, ont contribué au repli du nombre de défaillances d'entreprises (à 62 200 en cumul sur 12 mois en novembre, contre 63 800 un an plus tôt).

Du côté des ménages et des administrations (BTP des collectivités notamment), les dépenses d'investissement ont en revanche poursuivi leur repli, mais à un rythme plus modéré. Ce ralentissement se perçoit dans le secteur de la construction. L'année 2016 pourrait marquer une inflexion de tendance, tirée notamment par la construction résidentielle.

Nombre de chômeurs et défaillances d'entreprises



Loi travail : un pari risqué

La première version de la loi travail a surpris par son audace. Un peu plus d'un mois après les annonces de François Hollande au Conseil économique, social et environnemental, la ministre du travail Myriam El Khomri a dévoilé un projet de loi en phase avec le mouvement de flexibilisation observé chez nos voisins européens.

Parmi les principaux points de la réforme, on retient notamment la volonté de réduire l'incertitude entourant le coût des licenciements grâce à la mise en place d'un barème d'indemnisation, et de critères précis pour justifier ces licenciements. Pour l'instant, il est difficile de savoir ce qu'il restera de ce projet, dont certains points ont été amenés sans discussion et accueillis avec fraîcheur par l'opinion, poussant le gouvernement à un début de recul.

Au-delà de l'enjeu politique de cette réforme, d'intenses débats ont lieu sur sa capacité à réduire le dualisme du marché du travail et à améliorer son fonctionnement. D'un point de vue macroéconomique, elle va dans le sens de la politique économique de reconstitution de l'offre menée depuis plusieurs années par la France, et ne répond pas au déficit conjoncturel de la demande qui bride la croissance. A court terme, elle est en tout cas porteuse d'effets potentiellement récessifs et déflationnistes que l'économie française pourrait avoir du mal à absorber.

Prudence pour 2016

Par rapport à l'année dernière, la situation de l'économie française s'est améliorée. L'emploi montre des signes (certes timides) de reprise (+82 300 emplois marchands en 2015) et les chiffres de l'intérim laissent entrevoir quelques signes d'éclaircie sur le marché du travail, qui pourrait soutenir sensiblement les revenus des ménages et la consommation.

Pour autant, dans un environnement international délicat, la prudence doit rester de mise sur la capacité de l'activité à accélérer en France, malgré l'optimisme affiché par le gouvernement et l'INSEE. Les indicateurs de confiance des ménages et du climat des affaires envoient des signaux mitigés depuis plusieurs mois, après un net redressement en 2015. Ce tassement n'est pas la conséquence des attentats de Paris, puisque les autres économies européennes subissent le même phénomène. Dans ce contexte, le calendrier et le déséquilibre du projet actuel de réforme du marché du travail en France apparaît malvenu et menace de fragiliser la reprise naissante, qui a besoin de s'appuyer sur une demande privée dynamique, déjà grevée par la hausse de la fiscalité sur les dernières années.

En conséquence, l'incertitude demeure sur le niveau à attendre de la croissance française en 2016, qui pourrait dépasser légèrement celle de 2015.

Italie : du mieux, mais...

Après trois années de récession, l'activité a progressé de +0,6% en 2015 et pourrait dépasser 1% en 2016. Toujours à la traîne par rapport à ses partenaires de la zone euro, l'économie italienne reste fragile, comme en témoigne la résonance particulière que les difficultés du secteur bancaire européen ont trouvée en Italie.

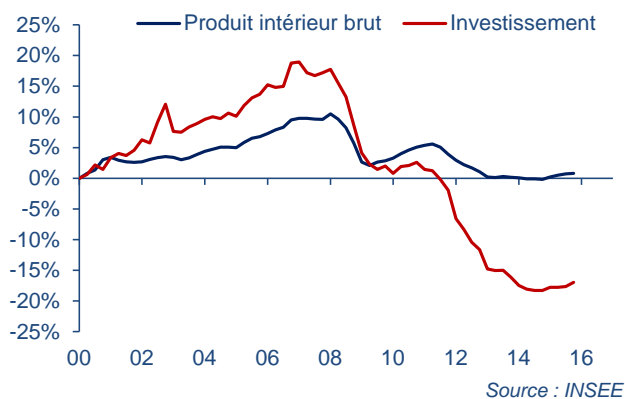
La croissance se tasse déjà

L'économie italienne a renoué avec la croissance en 2015 (+0,6%), ce qui constitue une performance honorable compte tenu de son passé récent et de l'acquis négatif. Après un bon début d'année, l'économie italienne a toutefois sensiblement ralenti au second semestre (+0,2% au T3, puis +0,1% au T4). Malgré ce ralentissement, la croissance devrait se renforcer légèrement en 2016 et pourrait dépasser 1%.

L'économie italienne crée de nouveau des emplois (+230 000 en 2015). Le taux de chômage profite de cette embellie ainsi que de la réforme du marché du travail et des dispositifs d'aide à l'embauche, à 11,5% en janvier (contre 12,3% un an plus tôt). Quelques bémols tout de même : les contrats permanents à temps plein sont exclus de ce dynamisme retrouvé, et la population jeune demeure extrêmement touchée par le chômage. L'inflation était négative en février, à -0,2% en glissement annuel en février.

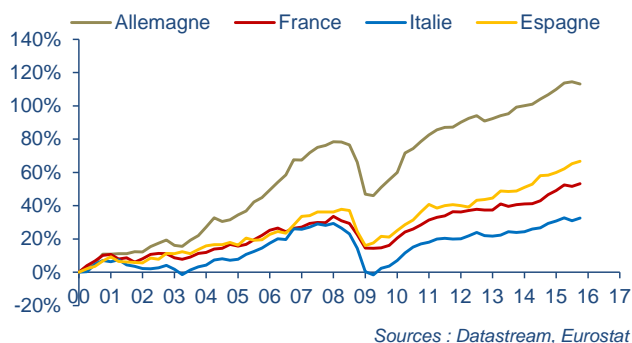
Sur le plan interne, les dépenses de consommation ont confirmé le renforcement entrevu au T2 sur la deuxième partie de l'année (+0,9% en 2015), et matérialisent enfin le regain d'optimisme des ménages perceptible depuis plusieurs trimestres dans les enquêtes de confiance. La poursuite de la chute des prix (notamment énergétiques) et le redémarrage des salaires ont tiré le pouvoir d'achat. L'investissement redémarre progressivement : le secteur de la construction montre quelques signes de réactivation, alors que les dépenses en machines et équipements sont stables depuis leur rebond début 2015.

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



Dans un contexte international mitigé, les exportations italiennes progressent, bénéficiant du renforcement de la demande chez ses principaux partenaires commerciaux (Allemagne, France, Etats-Unis) alors que la demande émergente s'affaiblit. Les carnets de commandes se tassent toutefois sur les derniers mois.

Variation du volume des exportations par rapport à leur niveau du T1 2000



Le secteur bancaire en recomposition

La directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires (BRRD), qui prévoit notamment un nouveau mode de renflouement (interne), s'est révélée douloureuse à l'application. Après avoir traversé une première période de troubles fin novembre dans le sillage du sauvetage de quatre banques régionales italiennes, les banques italiennes (et européennes) font l'objet d'une défiance accrue depuis le début de l'année, que suscite la baisse de leur perspective de rentabilité.

Mi-janvier, la BCE, dans sa qualité nouvelle de superviseur bancaire européen, a ravivé les doutes en adressant une demande d'information sur les créances douteuses détenues par plusieurs banques européennes. Le secteur bancaire italien, déjà pointé du doigt lors de la revue de la qualité des actifs (Asset quality review) en octobre 2014, est le plus fragilisé par la montée des créances douteuses (voire irrécouvrables) en zone euro sur les dernières années. Il pâtit également de sa fragmentation.

Le crédit au secteur privé, notamment aux ménages, se redresse malgré tout, et a recommencé à croître pour la première fois depuis l'émergence de la crise des dettes souveraines. Côté offre, l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, et, côté demande, le renforcement de la croissance italienne, ont tiré ce redémarrage.

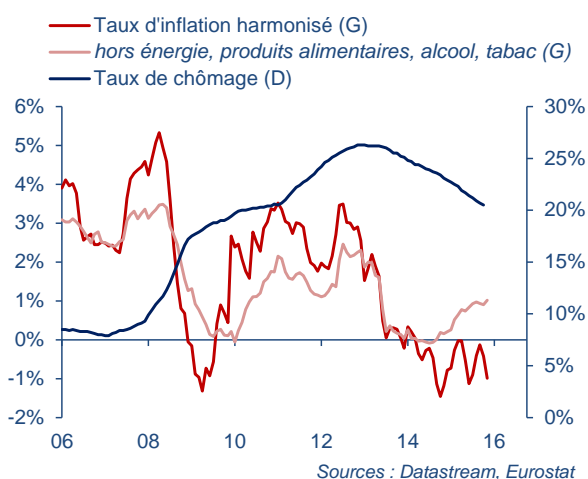
L'Espagne à toute allure

L'économie espagnole a progressé +3,2% en 2015, largement au-dessus des attentes du début d'année, confirmant la reprise de 2014 (+1,4%). Malgré ces progrès, les résultats des élections générales de décembre ont rappelé que la situation économique et sociale de l'Espagne demeure préoccupante.

La croissance ne faiblit pas (encore)

En 2015, la croissance de l'économie espagnole a atteint 3,2%, en net progrès par rapport à 2014 (+1,4%). L'activité est restée très solide sur la deuxième partie de l'année (+0,8% t/t au T3 et au T4). En 2016, l'activité devrait de nouveau progresser à un rythme soutenu mais en légère décélération.

Fort de ces bons résultats, le taux de chômage reste élevé, ce qu'explique en partie le niveau du taux de participation, mais décroît rapidement, à 20,5% en janvier. Côté prix, l'Espagne était toujours en déflation en février (-1% a/a), malgré le renforcement de l'inflation sous-jacente qui approche désormais 1%.



L'investissement, toujours en phase de rattrapage, reste vigoureux (+6,3% en 2015, toujours inférieur de 28% à son niveau d'avant crise au T4) et devrait continuer de soutenir la croissance au cours des prochains trimestres. Les dépenses en équipements restent dynamiques et le secteur de la construction, sinistré par la crise, redémarre doucement.

La consommation des ménages bénéficie du dynamisme de l'emploi et de la faiblesse de l'inflation qui booste le pouvoir d'achat. Pour la première fois depuis la reprise, elle a progressé plus vite que la croissance en volume au T3 et T4 2015.

La fin de l'austérité soutient la croissance

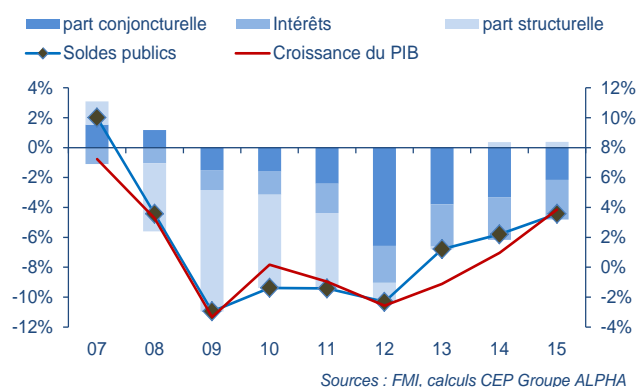
L'Espagne est plongée dans une impasse politique depuis l'issue des élections générales, aucun parti n'étant en mesure de former seul un gouvernement, et les tentatives

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.

Contraintes par les engagements communautaires de l'Espagne, les dépenses publiques, qui avaient été contenues ces dernières années, sont reparties à la hausse. L'objectif initial en matière d'assainissement des comptes publics, qui visait une réduction du déficit à 4% du PIB lors de l'élaboration du budget, n'a pas été atteint (-5,2% du PIB). Pourtant, les résultats économiques de l'Espagne ont été supérieurs aux hypothèses du gouvernement. La vigueur de la croissance, le dynamisme des créations de postes, la baisse du nombre de chômeurs et le coût de financement de la dette ont connu une évolution meilleure que prévue. Malgré ces éléments positifs, des dépenses non prévues dans le budget ont été décidées en cours d'année. Le surcroît de croissance laisse à penser ces dépenses ont été efficaces, même si ce relâchement budgétaire a eu lieu à l'approche des élections générales de décembre. La trajectoire de la dette publique, qui atteint désormais 100% du PIB, reste toutefois inquiétante.

Largement portée par le redémarrage de la demande domestique, l'économie espagnole profite également de sa compétitivité retrouvée. Les exportations restent bien orientées. L'Espagne gagne des parts de marché, les déficits commerciaux sont contenus au regard du niveau de croissance, de l'effet prix subi par les produits espagnols, et des dérives des années 2000.

Décomposition du solde des comptes publics espagnols et activité économique



Royaume-Uni : fin de cycle ?

Après une année 2014 au-dessus des attentes (+2,9%), la progression de l'économie a connu un fléchissement sensible en 2015 au Royaume-Uni (+2,2%). Compte tenu des déséquilibres importants sur lesquels repose la croissance britannique, ce ralentissement est normal et devrait se poursuivre en 2016, alors que se profile en juin un référendum sur le maintien du pays dans l'Union européenne.

Croissance robuste, mais toujours déséquilibrée

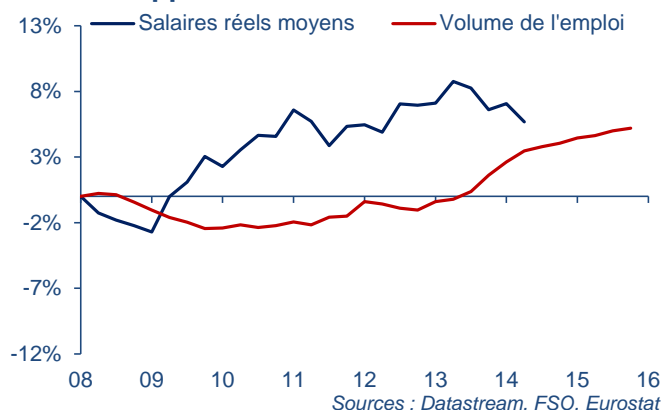
En 2015, le rythme de progression de l'économie britannique a ralenti plus que prévu (+2,2%, contre +2,9% en 2014). En 2016, la croissance pourrait continuer de ralentir (autour de 2%).

Le taux de chômage a repris sa baisse sur les derniers mois de l'année, affichant un niveau de 5,1% en novembre. En raison de la chute des prix énergétiques, l'inflation est proche de zéro, comme dans la plupart des économies développées. L'inflation sous-jacente, repassé en dessus de 1% depuis l'été dernier, affiche davantage de solidité.

La consommation des ménages reste dynamique (+3% en 2015), portée par l'augmentation globale du volume de l'emploi et le frémissement des salaires (que devrait renforcer la hausse du salaire minimum) qui tirent les revenus. En l'absence de gains de productivité, phénomène qui caractérise la reprise au Royaume-Uni, ce renforcement des salaires demeure toutefois fragile.

Le gouvernement a mené depuis plusieurs années une politique active de réformes du marché du travail. Parmi ces réformes, on peut citer la mise en place du contrat zéro heure et du statut d'employé-actionnaire, la réforme des tribunaux et l'allongement de la période d'essai. Elles ont participé à l'émergence de plusieurs tendances de fond : volume de l'emploi dynamique, recours au travail temporaire et sous-emploi massif, faibles gains de productivité et des salaires moyens (une hausse du salaire minimum de +7,5% a eu lieu au 1er avril).

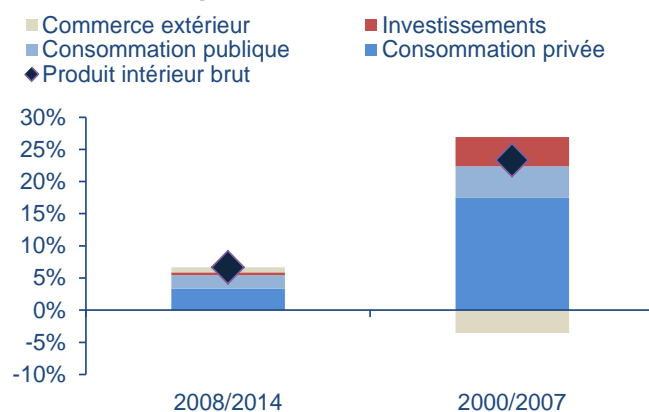
Volume de l'emploi et salaires réels par rapport à leur niveau du T1 2008



En revanche, l'investissement a recheté au second semestre (-0,1% t/t au T3 et au T4) après un bon début d'année dans le sillage du ralentissement des dépenses de construction.

Les déficits extérieurs restent élevés. Au niveau commercial, les exportations ont marqué le pas au second semestre après un bon T2, alors qu'à l'inverse les importations ont rebondi. La balance commerciale (-3,7% du PIB en 2015) reste donc très déficitaire, pénalisée par la faiblesse de la demande en provenance de la zone euro, dont la baisse des rendements souverains pèse par ailleurs sur les revenus d'actifs.

Décomposition de la croissance



Sources : Datastream, Eurostat, calculs CEP Groupe ALPHA

La menace du « Brexit »

Le 23 juin prochain aura lieu un référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne. Politiquement, l'enjeu de ce référendum est important pour le projet européen. Le départ du Royaume-Uni, dont la part dans le budget de l'Union européenne atteint pratiquement 12%, enverrait un signal inquiétant. Économiquement, les conséquences d'une sortie du Royaume-Uni sont incertaines et dépendraient avant tout de ses modalités. A court terme, l'incertitude autour du résultat pourrait générer un attentisme néfaste. En cas de « Brexit », le maintien du Royaume-Uni dans la zone de libre-échange européenne limiterait considérablement les dommages. En revanche, une sortie mal négociée aurait un impact récessif beaucoup plus important pour le Royaume-Uni et ses principaux partenaires commerciaux (Irlande notamment).

Russie : laisser passer l'orage

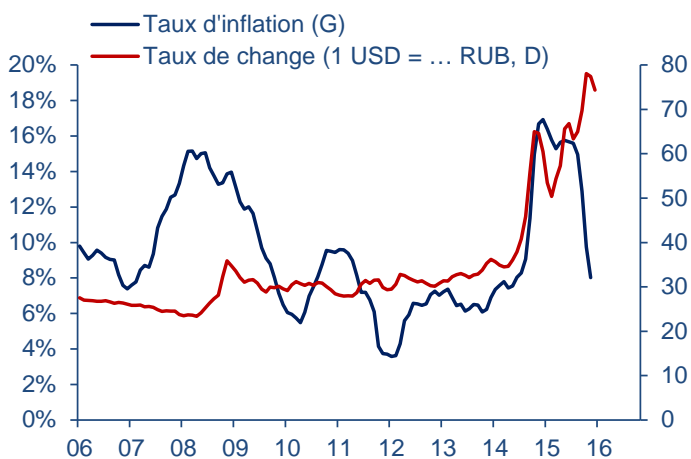
Après avoir évité la récession de justesse en 2014 (+0,6%), la Russie a enregistré une forte baisse du produit intérieur brut en 2015 (-3,7%). En 2016, le recul de l'activité sera beaucoup moins marqué grâce au renforcement progressif de l'économie russe, dont les premiers signes sont déjà visibles.

La récession s'atténue

L'économie russe a connu une année 2015 cauchemardesque qui a vu le PIB reculer de 3,7% par rapport à 2014. Lors du second semestre, le recul de l'activité a été mieux contenu, et laisse espérer une année 2016 moins dévastatrice, même si l'économie devrait rester en récession.

Sur le marché du travail, la hausse contenue du taux de chômage (à 5,8% en janvier) est davantage le fait de facteurs démographiques que de la résistance de l'emploi. L'inflation reste élevée (8,1% en février) en raison de l'affaiblissement du rouble et des mesures de blocage qui enchérissent les produits importés, mais connaît un vrai ralentissement depuis quelques mois.

Taux de change et inflation



Sur le plan interne, malgré les mesures de soutien aux revenus des ménages les plus modestes, leur consommation reste très affaiblie. L'investissement continue de s'écrouler.

Pour l'instant, le gouvernement ne semble pas décidé à intervenir massivement, les facteurs du ralentissement russe étant autant d'ordre structurel que conjoncturel. Compte tenu du faible niveau de l'endettement public, le déficit public de 3% prévu par le budget constitue une réponse plutôt timide.

La chute du rouble change tout

Avant le développement de la crise liée au conflit ukrainien, l'économie russe était depuis plusieurs années déjà

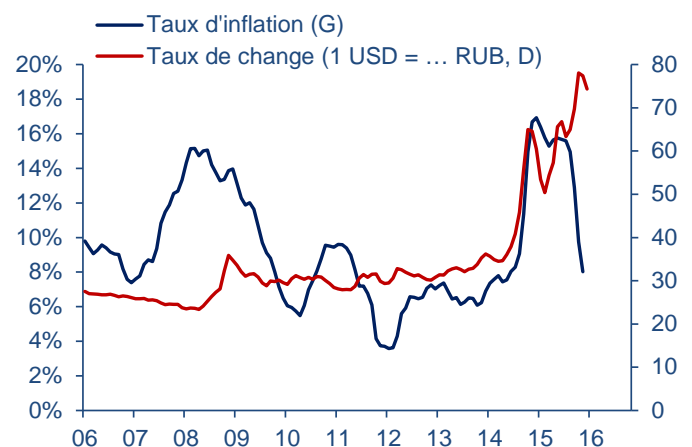
confrontée à un ralentissement structurel (démographie déclinante, sous-investissement, endettement des ménages, etc.) qui avait conduit à une baisse de la croissance. Au cœur de la nouvelle dynamique économique (pour l'instant récessive) en Russie, la chute brutale du rouble est la cause et la conséquence de plusieurs facteurs ayant des effets très impactant.

La chute des cours du pétrole et du gaz freine le niveau en valeurs et les revenus des exportations (en recul de 32% en 2015). Par ailleurs, les sanctions occidentales ont pris la forme de restrictions de l'accès aux marchés de capitaux des entreprises russes qui forcent leur désendettement vis-à-vis de l'extérieur. Dans ces conditions, malgré le niveau toujours élevé des taux directeurs (stables à 11% depuis l'été dernier, après avoir culminé à 17%), le cours du rouble reste très affaibli et proche de son plus bas, même si on observe une relative stabilisation sur la période récente.

Sur le plan économique, la dépréciation de la devise russe a des répercussions importantes. Alors que l'industrie énergétique et minière subit la baisse des cours des matières premières, d'autres types d'activité en profitent pour émerger. Plusieurs secteurs manufacturiers (biens d'équipements, produits chimiques, etc.) profitent des gains de compétitivité offerts par la chute du rouble pour gagner des parts de marché à l'exportation.

Sur le plan interne, la consommation est redirigée vers la production domestique, ce qui atténue les conséquences de la chute de la consommation sur l'activité (le volume des importations a baissé) et profite à une partie de l'industrie, mais aussi à l'agriculture.

Taux de change et inflation



Amérique du nord

En Amérique du nord, la croissance a été inégale en 2015. Alors que les Etats-Unis ont connu une hausse de l'activité comparable à l'année précédente (+2,4%), l'économie canadienne, tombée en récession au premier semestre, a été moins robuste (+1,2%, contre +2,5% en 2014).

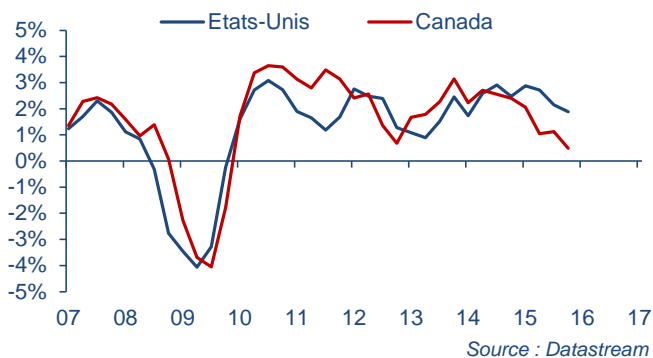
Les Etats-Unis gardent le rythme, le Canada reprend son souffle

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 subi un net ralentissement (+1,2% contre 2,5%). En 2016, la décélération probable de la première économie mondiale devrait peser sur la croissance de la zone, malgré le redressement attendu (mais encore incertain) de la croissance au Canada.

La dégradation de l'environnement international affecte l'activité. La baisse des prix des matières premières pèse sur l'industrie et l'investissement. Aux Etats-Unis, les exportations souffrent du ralentissement de leurs principaux partenaires commerciaux.

Alors que le taux de chômage continue de baisser aux Etats-Unis (4,9%), il a atteint un plus haut depuis deux ans au Canada où il dépasse désormais 7%. Derrière ces résultats, 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.

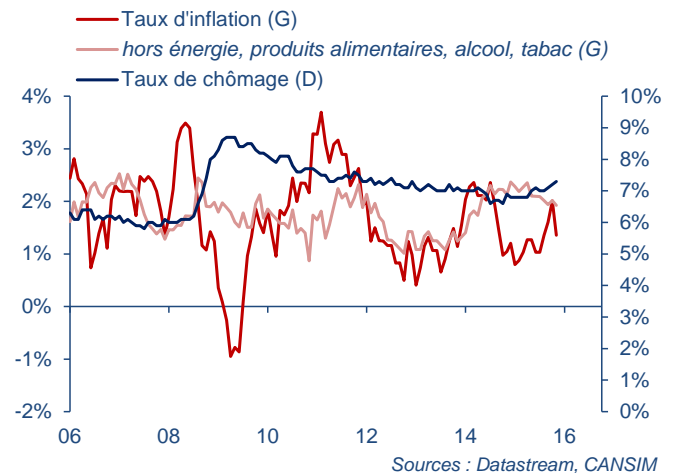
Croissance du produit intérieur brut en glissement annuel



Canada

La croissance de l'économie canadienne a nettement ralenti en 2015 (+1,2%, contre 2,5% en 2014). Entrée en récession au premier semestre 2015, l'activité a rebondi lors de la seconde partie de l'année (+0,6% t/t au T3, +0,2% au T4). En 2016, la croissance devrait se renforcer

légèrement. Le taux de chômage a continué de progresser malgré la reprise, à 7,2% en janvier. L'inflation continue de se renforcer (+2% en glissement annuel en janvier, soit le même rythme que l'indice sous-jacent).



La confirmation de la reprise naissante est fortement conditionnée par le redressement de l'investissement productif, pénalisé par les difficultés de l'industrie énergétique. En 2015, la formation brute de capital fixe a reculé de 3,6%. La consommation des ménages (+1,9%) est restée solide malgré un ralentissement sensible.

La chute des prix des matières premières a pénalisé la production industrielle canadienne, largement adossée aux secteurs miniers et énergétiques qui pèsent sur le taux d'utilisation des capacités. La baisse du dollar canadien a toutefois dynamisé la compétitivité de plusieurs secteurs qui ont bénéficié de progression de la demande en provenance des Etats-Unis (clients de plus des trois quarts des débouchés aux exportations canadiennes).

La contribution du commerce extérieur a d'ailleurs été décisive dans le rebond de la croissance. Au troisième trimestre notamment, le volume des exportations a bondi de 2,6% t/t. De leur côté, les importations reculent. Cela n'a pas empêché le déficit commercial (qui a atteint un niveau record en janvier en cumul sur douze mois) de se creuser, en raison de la dégradation des termes de l'échange, marquée par la chute des prix du pétrole.

Etats-Unis : des freins extérieurs

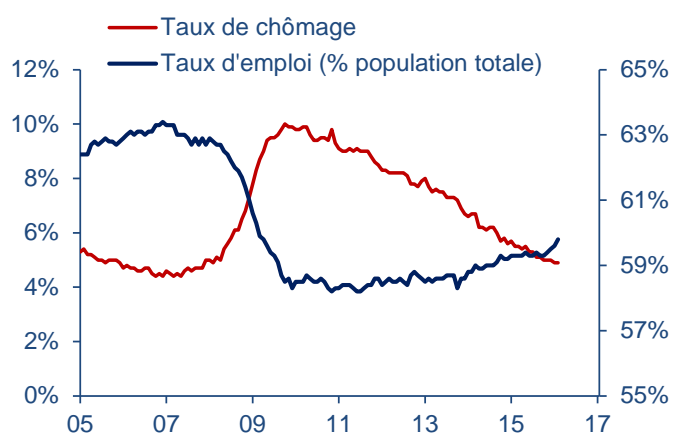
En 2015, la croissance de l'activité a enregistré la même performance que l'année précédente (+2,4%) aux Etats-Unis. La contribution des composantes de la demande interne est équilibrée, mais les déficits publics et commerciaux demeurent élevés. En 2016, l'économie américaine devrait pâtir de la dégradation de l'environnement économique mondial, et pousser la Réserve Fédérale à la prudence dans le processus de normalisation de sa politique monétaire.

Quelques signes de faiblesse

L'économie américaine a terminé l'année 2015 comme elle l'avait commencée : plutôt moyennement, malgré les révisions à la hausse de l'activité au T4. Sur l'année, la croissance atteint 2,4%, comme en 2014. Pour 2016, le scénario central de la Réserve Fédérale prévoit une hausse du produit intérieur brut de 2,1-2,3%. Alors qu'en 2014 et 2015, l'acquis de croissance était supérieur à 1%, il n'est que de 0,6% en 2016. On peut redouter que le résultat final soit plutôt proche de 2%, d'autant que l'évolution récente d'un certain nombre d'indicateurs avancés ne plaide pas pour un renforcement de la croissance. Ce ralentissement avait été anticipé, même si la Fed tablait plutôt sur un abaissement de la croissance à partir de 2017 seulement.

Le taux de chômage continue sa décrue. De 10% en octobre 2009, il est retombé à 4,9% en février. Le taux d'emploi reste toutefois nettement inférieur à son niveau d'avant crise et traduit une baisse du taux d'activité. L'inflation montre ses premiers signes notables de renforcement (+1,3% en janvier, au plus haut depuis un an et demi). L'inflation sous-jacente est repassée au-dessus de 2% depuis plusieurs mois.

Taux de chômage et taux d'emploi



Sources : Datastream, BLS

Le moteur de la demande domestique est plus que jamais la consommation des ménages. En hausse de 3,1% en 2015, elle a plutôt bien résisté à une fin d'année difficile pour l'économie américaine (+0,5% t/t au T4). Le marché du travail, toujours dynamique, alimente le pouvoir d'achat des ménages : l'emploi et les salaires progressent à nouveau. Les dépenses de consommation publique ont été

contenues en 2015 (+0,7%), mais sont sur une pente ascendante sur les derniers trimestres.

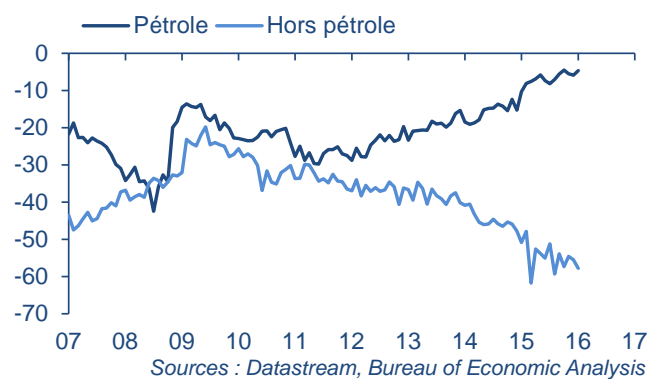
L'investissement a connu une fin d'année plus difficile (+0% t/t au T4), laissant augurer qu'il devrait être moins dynamique en 2016 qu'en 2015 (+4%).

Les exportations souffrent, les déficits publics restent élevés

L'évolution récente des exportations américaines est particulièrement pénalisante pour l'activité (+1,1% en 2015, en recul au T4, contre +4,9% pour les importations).

Parmi les quatre principaux clients des Etats-Unis, on trouve le Canada, le Mexique, la Chine et le Japon. Hormis le Mexique, toutes ces économies ont connu un sérieux ralentissement de la croissance (Chine) voire un épisode de récession (Canada, Japon) sur la période récente. Dans ces conditions, le ralentissement des exportations apparaît logique.

Balance commerciale des Etats-Unis (mensuel, en milliards de dollars)



Sources : Datastream, Bureau of Economic Analysis

Par ailleurs, la montée en puissance des secteurs énergétiques et la bonne tenue depuis la reprise de 2010 du secteur manufacturier avaient permis aux Etats-Unis d'entamer un mouvement de résorption de leurs déficits extérieurs. La balance commerciale se dégrade à nouveau et n'est plus compensée par l'amélioration de la balance commerciale énergétique, pratiquement revenue à l'équilibre grâce à l'indépendance gazière retrouvée des Etats-Unis.

Les finances publiques sont toujours déséquilibrées également. Le déficit budgétaire ne se réduit quasiment

plus, toujours légèrement supérieur à 4% en 2015. Compte tenu du niveau de la croissance nominale, c'est encore insuffisant pour faire reculer le niveau de la dette. Le ralentissement probable de l'économie cette année, et l'arrivée d'un nouveau président l'année prochaine n'augure pas de franche amélioration à court terme.

La Fed temporise à nouveau

Après avoir temporisé en septembre, la Réserve fédérale a augmenté ses taux directeurs (Federal funds target) en décembre 2015 (fourchette de 0,25-0,50%). Pour l'instant, cette hausse des taux (la première depuis dix ans) est restée sans suite.

La probabilité de voir la Fed procéder à quatre hausses de taux en 2016, comme cela était initialement prévu, est désormais quasiment nulle. Une seule hausse, voire deux, semble désormais anticipée par les opérateurs de marché et les membres du comité de politique monétaire.

Lors de son discours de mars, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a annoncé que deux hausses de taux auraient lieu en 2016, mais plus tard dans l'année.

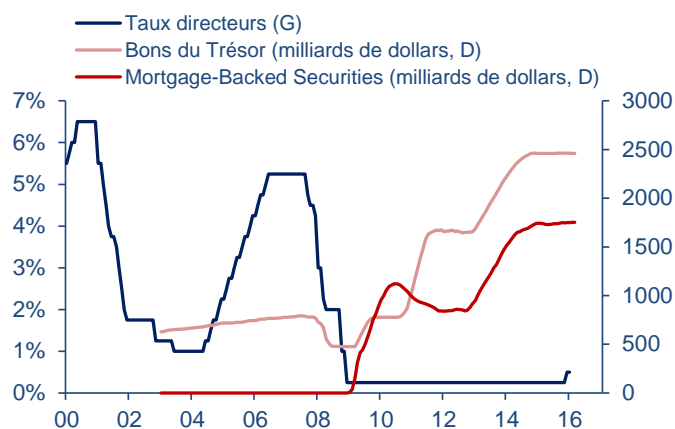
La dégradation de l'environnement international et la baisse des anticipations de la croissance américaine ont été mises en avant pour justifier ce statu quo. Les doutes qui planent sur la stabilité de l'économie mondiale invite la Fed à la prudence en raison du poids de ses décisions sur la stabilité financière mondiale.

Malgré tout, le marché du travail se porte bien : les créations de postes et les salaires, qui sont des critères de poids dans les décisions de la Fed, sont dynamiques. Par ailleurs, l'inflation se redresse, en ligne avec les attentes du comité de politique monétaire, qui tablait sur l'estompement progressif des éléments conjoncturels (hausse du dollar qui réduit l'inflation importée, et baisse des prix énergétiques) qui ont freiné la dynamique des prix sur les derniers trimestres.

Ce nouveau coup d'arrêt dans la tentative de normalisation monétaire aux Etats-Unis est plutôt inquiétant quant à la capacité des principales banques centrales à trouver une voie de sortie à leurs politiques accommodantes. Les difficultés de la Fed à crédibiliser une hausse des taux sans dommage pour l'économie font échos au « tapering » (ralentissement dans les achats d'actifs) orchestré courant 2013 qui a mis fin à sa politique quantitative easing. En 2016, plus de deux ans après la fin de la troisième vague d'achats d'actifs (« QE3 ») par la Réserve Fédérale, le

montant des actifs financiers (essentiellement des titres publics) dans son bilan reste à son maximum, supérieur à 4000 milliards de dollars.

Taux directeurs et actifs financiers au bilan de la Réserve Fédérale



Sources : Réserve Fédérale de Saint-Louis

Quelques signes de faiblesse

Plusieurs raisons laissent à penser que la croissance devrait ralentir en 2016. Les difficultés de l'industrie américaine entrevues au premier semestre 2015 se sont confirmées. Alors que le secteur manufacturier avait porté la reprise de l'économie américaine au sortir de la crise, il fait du surplace depuis fin 2015.

Le taux d'utilisation des capacités industrielles chute. Surtout, le secteur énergétique, après une période de stabilisation sur la première partie de l'année 2015, est entré en récession avec la poursuite de la chute des cours pétroliers. Les investissements dans le secteur reculent également, et les faillites augmentent. Pour les Etats-Unis, qui sont devenus le premier producteur mondial d'hydrocarbure, c'est un pan important de l'économie qui est mis à rude épreuve.

Le nombre de défaillances d'entreprises, en baisse continue depuis 2010, ne recule plus.

Ces signes traduisent les premières difficultés d'une économie américaine qui se porte bien, mais dont certains piliers sont fragiles, et, surtout, qui subit la dégradation de son environnement extérieur. Dans ces conditions, on peut s'attendre à ce que la croissance soit moins forte en 2016. Les dernières minutes de la Fed et l'actualisation des prévisions de l'OCDE en février, traduisent cette inquiétude.

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, alors que l'Argentine pourrait retomber en récession. L'économie mexicaine devrait rester robuste malgré un probable ralentissement.

Plusieurs facteurs de ralentissement

La zone Amérique latine, qui comprend le Mexique et représente 7% du produit intérieur brut mondial, connaît un ralentissement inquiétant, pénalisée notamment par la récession sévère qui touche le Brésil. Sur les cinq plus grosses économies de la zone, trois seront probablement en récession en 2016 (Brésil, Venezuela, voire Argentine), alors que les économies les plus solides, le Mexique et la Colombie, montrent des signes d'essoufflement. En toile de fond de ce ralentissement, plusieurs événements apparaissent particulièrement perturbateurs pour les économies d'Amérique latine.

La chute des cours des matières premières affecte les secteurs miniers et d'hydrocarbures dans la plupart des économies de la région. Les conséquences et les marges de manœuvre sont inégales d'un pays à l'autre. L'effondrement des cours pénalise l'économie de plusieurs manières : il génère un effet prix qui détériore la balance commerciale et les comptes publics, contraignant les marges de manœuvre des gouvernements, pénalise l'investissement et l'activité dans les secteurs énergétiques et miniers, et entraîne une poussée de l'inflation dans un contexte de chute des taux de change.

Par ailleurs, le ralentissement de la Chine, qui est un partenaire économique et financier privilégié des économies d'Amérique latine, pèse sur les exportations. 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

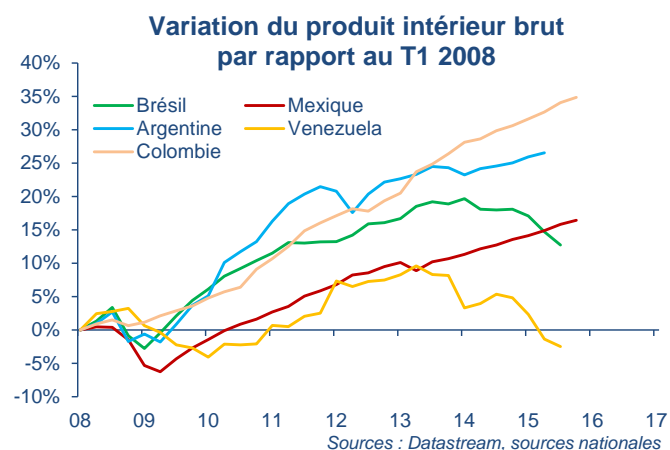
Le Brésil, première économie de la région, traverse une crise à plusieurs dimensions. Sur le plan politique, la présidente Dilma Rousseff fait face à une procédure de destitution suite aux maquillages des comptes publics. Sur le plan économique, l'économie brésilienne essuie l'une des plus graves récessions de son histoire, aggravée par un contexte international qui lui est particulièrement défavorable (baisse de la demande en provenance de Chine et chute des cours pétroliers).

Le Venezuela, qui possède les plus grosses réserves mondiales de pétrole, est également mis en difficulté par la chute des cours énergétiques. Dans une situation critique

(le recul du PIB avoisinerait 6% en 2015, et pourrait s'accroître en 2016), l'économie vénézuélienne est aux prises avec une inflation galopante. Un défaut de paiement est à craindre.

La situation reste précaire en Argentine (récession probable en 2016), où les changements opérés depuis l'arrivée de Mauricio Macri (liberté de circulation des capitaux, négociations avec les créanciers) laissent espérer des effets bénéfiques à moyen terme.

La Colombie (pétrole), le Chili et le Pérou (secteurs miniers) s'en sortent mieux et restent en expansion, malgré 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 (contre 2,3% en 2014), grâce à une accélération de l'activité en fin d'année. Malgré la chute des cours du pétrole et le relèvement des taux directeurs de la Fed, qui ont fait chuter le cours du peso, l'économie mexicaine fait preuve de résistance. Un léger ralentissement est toutefois probable en 2016. La production industrielle, dynamisée par la baisse du peso en 2015, montre déjà des signes de faiblesse depuis quelques mois, les difficultés des secteurs énergétiques pèsent sur l'investissement, et l'économie mondiale connaît un ralentissement. La banque centrale ayant décidé de procéder à un relèvement de ses taux directeurs afin de prévenir tout risque inflationniste.

Brésil : en plein cauchemar

Après avoir évité de justesse la récession en 2014 (+0,1%), l'économie brésilienne s'est fortement contractée en 2015 (-3,9%). Alors que le Brésil est plongé depuis plusieurs mois dans une crise politique à l'issue incertaine, rien n'indique une amélioration à court terme sur le plan économique.

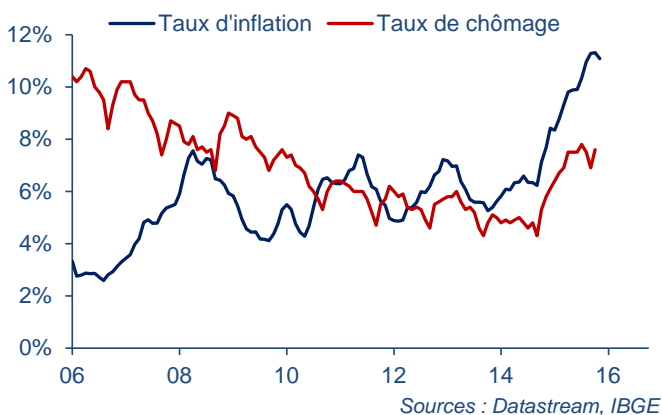
L'activité continue de s'effondrer

L'économie brésilienne continue de s'écrouler. Le recul de l'activité s'est accéléré au second semestre 2015 (-4,5% a/a au T3, puis -6% au T4). Sur l'année, l'économie brésilienne a enregistré un repli de -3,9%. En 2016, la récession pourrait s'amplifier.

Le taux de chômage augmente rapidement et touchait 8,2% de la population active en février, en hausse de 2,5 points sur un an. 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, alors que le volume de l'emploi se tasse. Dans ces conditions, la chute du taux d'emploi est importante.

Alors que la plupart des économies mondiales font face à un recul de l'inflation, les prix s'emballent au Brésil. En février, la hausse des prix dépassait 11% en glissement annuel. Face à cette situation, la Banque centrale a été contrainte de porter son principal taux directeur à 14,25% au début de l'été (soit 700 points de base de plus qu'au premier trimestre 2013). Malgré ces décisions, le real brésilien a continué de perdre de sa valeur face au dollar jusqu'en octobre. Depuis, il s'est stabilisé.

Inflation et chômage au Brésil



Peu de motifs d'espoir

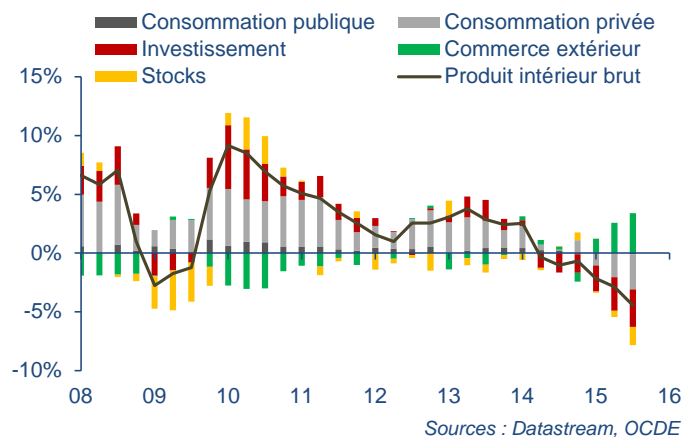
La situation du Brésil est préoccupante à plus d'un titre : les facteurs récessifs sont aussi bien structurels que conjoncturels, et aussi bien internes qu'externes. Sur le plan interne, la demande devrait rester durablement déprimée.

En 2015, la consommation des ménages a reculé de 4%. Les ménages sont fortement endettés et le

pois de leur service de dette atteint plus de 20% de leurs revenus disponibles bruts. Le pouvoir d'achat souffre de la hausse des prix des produits importés, et les revenus salariaux faiblissent dans le sillage du recul de l'emploi.

Côté investissement, la chute se poursuit. Le taux d'utilisation des capacités s'affaiblit rapidement (62% en janvier), et la dégradation des carnets de commande et de la confiance n'augure rien de bon pour les prochains trimestres. En baisse pour le dixième trimestre consécutif, le volume de la formation brute de capital fixe cumule un repli de 25% depuis le T2 2013.

Contribution à la croissance du produit intérieur brut (en volume, glissement annuel)



Sur le plan externe, la hausse rapide du volume des exports (en hausse de 13% a/a au T4) grâce à la chute du real ne parvient pas à soutenir la croissance. Le ralentissement de la Chine, principal partenaire commercial du Brésil, pèse lourdement. Parallèlement, les importations reculent violemment (-20%), en ligne avec la chute de la demande domestique. L'évolution défavorable des termes de l'échange (chute des prix des matières premières) anéantit l'essentiel de ces effets de volume : la balance commerciale, qui se redresse toutefois, est toujours déficitaire.

Les pouvoirs publics apparaissent désespérés : les déficits publics auraient atteint 8% en 2015, et la dette augmente dangereusement (70% du PIB), sous l'œil attentif des agences de notations et des marchés financiers.

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, aux effets bénéfiques de la baisse des prix énergétiques, et à la contribution de la croissance chinoise, qui reste significative.

Dynamique, malgré tout

Le poids de la Chine dans les flux commerciaux et financiers internationaux diffuse ses difficultés à toute l'économie mondiale. Globalement, le ralentissement de l'économie chinoise affecte les économies exposées à sa demande, à ses flux de financements et aux prix des matières. Ses conséquences sont donc complexes, inégales, et vont bien au-delà des économies d'Asie-Pacifique.

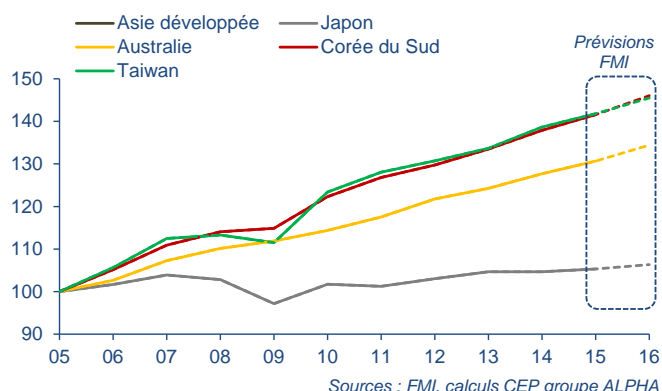
En Asie émergente, le poids de la Chine (60% du PIB) et les doutes qui existent sur l'ampleur de son ralentissement invitent à la prudence. Hormis la Russie, dont le commerce extérieur est davantage orienté vers l'Europe et qui va mal pour d'autres raisons, et l'Inde, peu exposée commercialement, la plupart des voisins émergents (Indonésie, Thaïlande, Malaisie, Philippines, Vietnam) de la Chine subissent donc le ralentissement de son économie.

les conséquences du ralentissement chinois sont là aussi inégales.

Le Japon devrait enchaîner avec une deuxième année de croissance faible (probablement moins de 1% de croissance en 2016), même si l'économie profite tout particulièrement de la baisse du prix des matières premières. En Corée du Sud et à Taiwan, la croissance reste également affaiblie.

En Australie, le secteur minier qui avait porté la croissance ces dernières années, est touché par la baisse des prix et de la demande en provenance de Chine, qui représente le quart de ses débouchés.

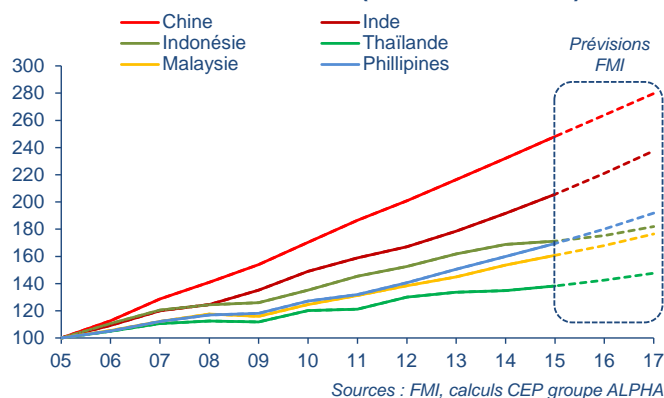
Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Pour une partie de ces économies, la baisse des prix des matières premières provoquées par ce ralentissement est en revanche une bonne nouvelle. En Indonésie et en Malaisie, la baisse de la demande chinoise s'ajoute à la chute de leurs revenus énergétiques ou miniers. C'est plus ambigu en Thaïlande, aux Philippines ou au Vietnam, qui récupèrent les bénéfices de cette baisse en pouvoir d'achat pour leurs ménages et leurs entreprises.

Dans les économies développées de la zone Asie-Pacifique, la croissance sera moins forte que prévue, mais

Produit intérieur brut (base 100 en 2005)



Globalement, tout ne va pas si mal dans la zone Asie-Océanie, qui représente plus du tiers de l'activité mondiale et demeure le premier contributeur de sa croissance. En comparaison des difficultés des pays exportateurs de produits énergétiques, dont les finances publiques et extérieures sont mises à rude épreuve, le ralentissement du commerce régional apparaît moins problématique.

En Inde, aux Philippines, au Vietnam et dans une moindre mesure en Indonésie et en Malaisie, la croissance est dynamique. En Thaïlande, l'activité se renforce, même si le redressement est un peu moins rapidement que prévu. Alors que l'Australie a surpris en fin d'année, en Corée du Sud et au Japon, l'économie paraît buter davantage sur des contraintes structurelles.

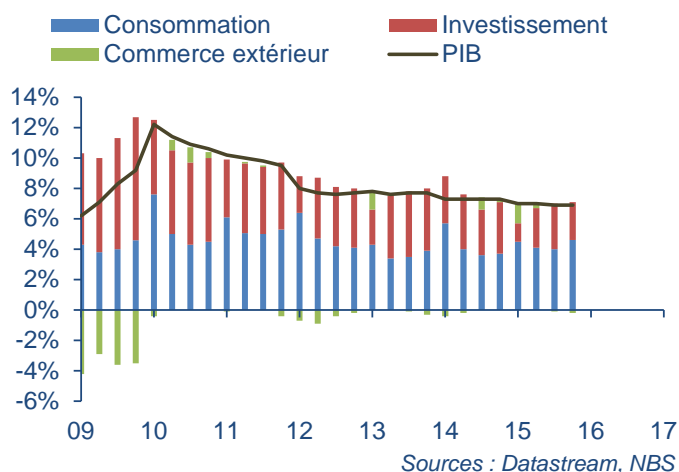
Chine : l'ombre d'un doute

Alors que les chiffres publiés par les sources officielles soutiennent l'idée que l'économie chinoise (+6,9% en 2015), en transition, connaît un atterrissage en douceur, sur le plan monétaire, l'affaiblissement du yuan traduit des inquiétudes grandissantes autour de la situation économique et financière chinoise.

La croissance ralentit

L'optimisme des chiffres publiés par le Bureau National des Statistiques de Chine sur le niveau de la croissance laisse perplexes. Ils font état d'un léger ralentissement au second semestre 2015, à 6,9% en glissement annuel au T3 et T4. En 2015, l'activité a progressé de 6,9%, contre 7,3% en 2014. En 2016, la croissance continuerait à ralentir progressivement mais resterait supérieure à 6%. Sur le plan du chômage, à peine supérieur à 4%, la Chine affiche la même sérénité. Le niveau de l'inflation reste sensiblement en dessous de 2% mais a cessé de reculer depuis plusieurs trimestres.

Contributions à la croissance (en glissement annuel)



Ce ralentissement, bien qu'étonnamment tranquille, 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. De fait, la contribution du commerce extérieur est pratiquement neutre sur les derniers trimestres, et l'investissement ralentit alors que la consommation se renforce. Qu'il soit le fruit d'un changement de modèle ou de difficultés d'une ampleur inavouée, le ralentissement chinois a des répercussions importantes sur l'économie mondiale. Il participe au fléchissement du commerce international, ainsi qu'à la baisse du prix des matières premières.

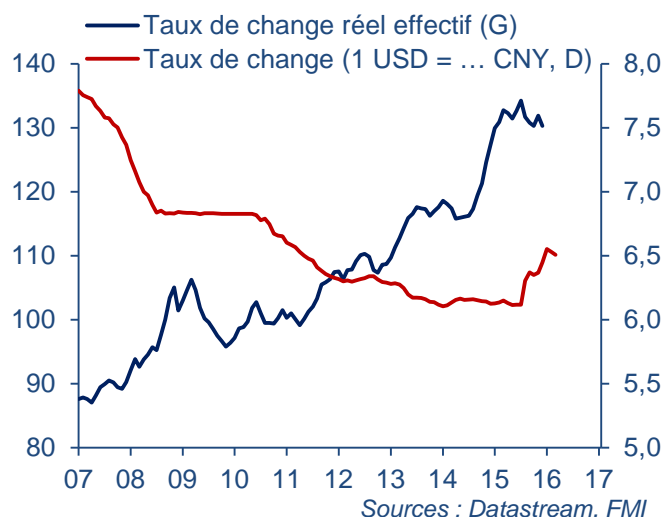
Quel avenir pour le yuan ?

Sur le plan financier, les incertitudes sont d'un autre ordre. Le contrôle du taux de change du yuan repose sur les

réserves colossales de la PBOC et une restriction des mouvements de capitaux. Cette situation pourrait évoluer rapidement. Le yuan devient une monnaie internationale. La monnaie chinoise a fait son entrée dans le panier de devises des droits de tirage spéciaux et les restrictions dans la circulation des capitaux se desserrent progressivement. Dans ce contexte, la défense des taux de change pourrait devenir intenable pour les autorités monétaires. Pour l'instant, les réserves de change demeurent confortables (supérieures à 3000 milliards de dollars), mais elles baissent rapidement. Sur le seul mois de janvier, elles ont chuté de près de 100 milliards de dollars.

Les autorités chinoises n'ont pour l'instant pas renoncé au contrôle des taux de change. Les dérapages contrôlés du cours du yuan depuis l'été 2015 ont permis de desserrer la pression. Du reste, la récente baisse du yuan face au dollar est restée limitée compte tenu 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), alors que l'endettement public et privé augmente dangereusement.

Taux de change



Ce climat d'incertitudes continue de peser sur les marchés financiers chinois (et mondiaux). La part du financement de l'économie par le canal des marchés restant embryonnaire, ce mouvement est pour l'instant plus symptomatique que dommageable du climat de doutes qui prévaut en Chine.

Le Japon au ralenti

Retombé en récession en 2014 (-0,1%), l'économie japonaise a timidement renoué avec la croissance en 2015 (+0,5%). En 2016, la progression de l'activité devrait rester faible, pénalisée par la persistance des déséquilibres dans le partage de la valeur ajoutée.

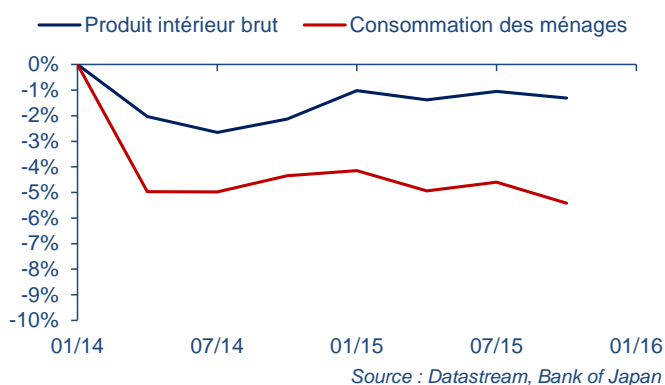
La chute de la consommation pèse sur la croissance

Grâce à un bon début d'année (+1,1% t/t au T1 2015), l'économie japonaise a renoué avec la croissance en 2015 (+0,5%, après -0,1% en 2014). L'activité a de nouveau faibli au T4 (-0,3% t/t, après +0,3% au T3), ce qui augure une nouvelle année de faible croissance en 2016.

Malgré la faiblesse de la croissance et l'atonie du volume de l'emploi, l'économie japonaise présente l'un des taux de chômage les plus faibles des pays de l'OCDE, qui dépasse à peine 3%. Cette situation s'explique par la baisse tendancielle du nombre de personnes en âge de travailler, le dynamisme de l'emploi depuis 2012 et la faiblesse persistante du taux de participation des femmes sur le marché du travail.

L'inflation se maintient difficilement au-dessus de 0% depuis la fin des effets de la hausse de la TVA en avril 2014. Compte tenu des pressions déflationnistes qui pèsent sur la plupart des économies développées et des difficultés du Japon depuis deux décennies à sortir de la déflation, ce résultat est plutôt encourageant. La Banque du Japon tente de soutenir le renforcement des prix en procédant depuis avril 2013 à de vastes rachats d'actifs, dont l'ampleur a été augmentée en octobre 2014, et à l'adoption de taux négatifs en début d'année.

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



Les ménages paient la facture

Une nouvelle hausse de la TVA est prévue en avril 2017 (de 8% à 10%). On peut craindre que cela pénalise à nouveau la demande interne et continue de freiner la croissance, dans la mesure où ce transfert de richesse du privé vers le public vise à poursuivre la réduction des déficits publics.

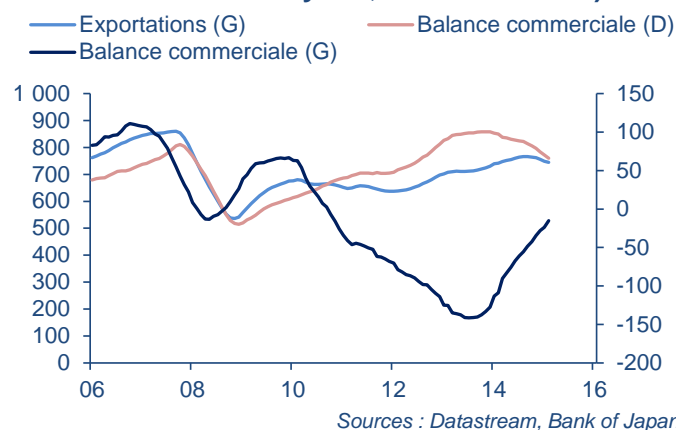
Le gouvernement espère un retour à l'équilibre primaire en 2020.

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. 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 de 2015 est inférieure de -2,2% à celle de 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. La faiblesse du taux de chômage pourrait soutenir les salaires au cours des prochains trimestres, et pallier partiellement le déséquilibre néfaste du partage de la valeur ajoutée entre entreprises et ménages.

Sur le plan extérieur, la dépréciation du yen provoquée par la politique d'assouplissement quantitatif de la banque centrale a bénéficié aux exportations, qui ont été le principal soutien à la croissance en 2015. A ce titre, le ralentissement de l'économie mondiale, et notamment de la Chine, est une mauvaise nouvelle.

La politique de dévaluation a permis de substituer la demande étrangère à la demande interne. Les exportations ayant tiré la demande à la place de la consommation des ménages, ce sont les sociétés ouvertes à l'international qui ont été les principales bénéficiaires de ces récentes évolutions. Globalement, les entreprises affichent un niveau élevé de profitabilité qui pour l'instant profite peu à l'investissement.

Balance commerciale (centaines de milliards de yens, cumul 12 mois)



L'Inde garde le rythme

L'économie indienne se dirige vers une nouvelle année de 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

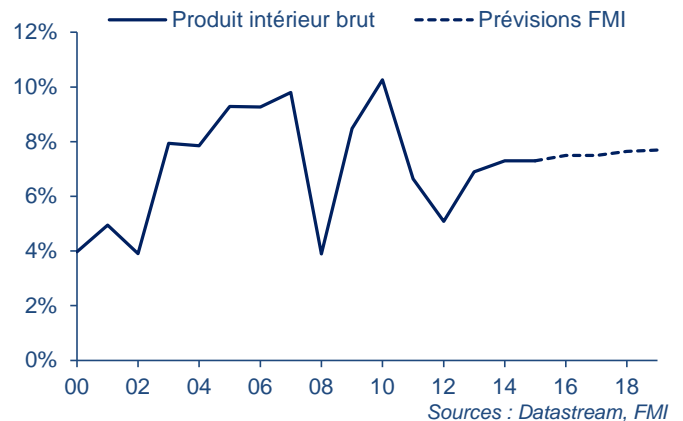
Pour la deuxième année consécutive, l'économie indienne devrait dépasser 7% de croissance. Aux trois-quarts de l'exercice 2015/2016, l'activité continue de progresser à un rythme élevé (au troisième trimestre, soit le T4 2015, la croissance a atteint 7,3% a/a).

L'inflation, qui avait chuté de plus de 12% en novembre 2013 à moins de 4% au cours de l'été 2015, s'est légèrement renforcée depuis sur les derniers mois au-dessus de 5%. En attendant la présentation du budget de l'exercice 2016/2017, la banque centrale a choisi de ne pas réagir à ce rebond de l'inflation et a maintenu son principal taux directeur à 6,75%.

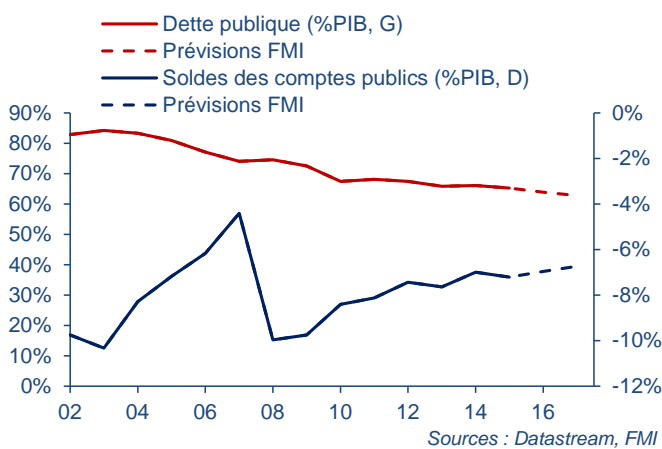
Une enquête biennale conduite par le ministère des statistiques faisait état d'un niveau de chômage quasiment inexistant (1,7% en zone rurale, et 3,4% en zone urbaine).

les besoins colossaux de l'économie indienne en matière d'infrastructures et de développement. De leur côté, les entreprises ont entamé un processus de désendettement qui devrait se poursuivre.

Croissance du produit intérieur brut



Dettes et soldes publics



Le danger pourrait venir de l'extérieur

La demande interne apparaît robuste et plutôt équilibrée. La consommation des ménages est restée dynamique et demeure le principal contributeur de la croissance.

L'investissement a continué de soutenir la croissance malgré la baisse tendancielle de sa part dans le produit intérieur brut. Cette résistance est avant tout le fait de la progression des dépenses gouvernementales. Les marges de manœuvre du gouvernement sont toutefois limitées (le niveau des recettes publiques représente à peine un cinquième du PIB, alors que le déficit et la dette publics avoisinent respectivement 7% et deux tiers du PIB) malgré

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. La contribution du commerce extérieur est malgré tout restée pratiquement neutre, pâtissant du recul des exportations indiennes qui ont baissé pour le treizième mois consécutif en janvier.

L'industrie indienne peine à faire émerger des secteurs capables d'exporter et à prendre une plus grande place dans les marchés régionaux et mondiaux. La part des secteurs manufacturiers notamment reste relativement faible dans la valeur ajoutée. L'Inde bénéficie du recul du prix des énergies, dont il est fortement importateur. En valeur, le recul des importations a toutefois été supérieur et a permis à la balance commerciale de s'améliorer en 2015.

Le financement de la dette extérieure indienne connaît des changements notables depuis quelques années. D'un côté, la teneur en investissements directs étrangers de la balance financière s'élève et ouvre la porte à des transferts de compétences et à une hausse du potentiel de croissance. D'un autre côté, le financement de la dette extérieure en investissements de portefeuille a également progressé et constitue une source de fragilités dans un contexte international marqué par de fortes incertitudes.

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 sur la période récente qui a fragilisé leur position financière. 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.

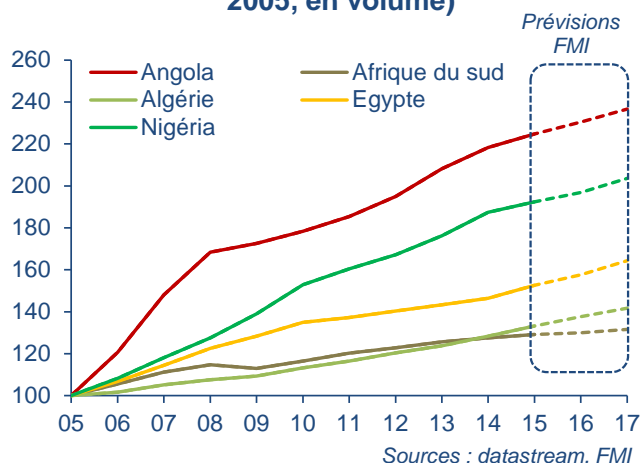
Une croissance élevée, malgré tout

L'Afrique devrait afficher un niveau de croissance en léger ralentissement en 2016, en raison de la chute des prix des matières premières, notamment énergétiques, qui déstabilise les finances publiques et extérieures de nombreux pays dans la région.

Au Nigéria, la croissance ralentirait (à peine supérieure à +2%, contre +2,7% en 2015, selon les prévisions du Fonds Monétaire International) en 2016, en raison de la baisse des prix du pétrole auquel son économie est particulièrement exposée. En Egypte et en Algérie, la croissance resterait dynamique, mais la dégradation des finances publiques et extérieures constitue un risque significatif.

En Afrique du sud, la croissance devrait continuer de ralentir et sera vraisemblablement inférieure à 1% en 2016. La persistance de déficits publics élevés favorise la montée inquiétante de la dette publique, qui devrait rapidement approcher du niveau de 50% du PIB.

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



Au Moyen-Orient, la situation économique est assez inégale d'un pays à l'autre.

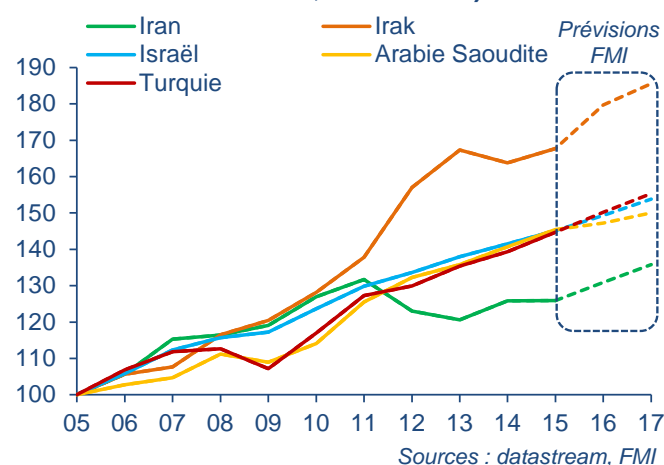
Globalement, la croissance de la zone pourrait accélérer légèrement en 2016, en dépit du ralentissement de l'Arabie Saoudite, grâce à la résistance de la croissance en Turquie, première économie de la région. L'accélération de

l'activité en Iran et en Irak, et dans une moindre mesure aux Emirats Arabes Unis et en Israël, soutiendra la croissance.

Dans plusieurs pays, la chute des prix énergétiques a porté un coup dur aux comptes extérieurs, largement excédentaires dans un passé récent (ils sont devenus déficitaires en Arabie Saoudite et plus encore en Irak).

La dégradation des comptes publics a également été spectaculaire dans les économies exposées à la baisse des cours des hydrocarbures. Là encore, l'Arabie Saoudite et l'Irak apparaissent particulièrement touchées (les déficits publics ont dépassé 20% du PIB en 2015).

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



Les risques baissiers que crée la chute des prix matières premières sur l'économie en Afrique et au Moyen-Orient invitent à la prudence. La dégradation des comptes publics et extérieurs ainsi que la chute des taux de change menacent plusieurs pays d'instabilité sur le plan monétaire et financier.

Il est probable que les performances se révèlent en dessous des attentes en fin d'année, la croissance dans la zone ayant déjà été revue à la baisse récemment par le FMI.

Vue d'ensemble

Croissance

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

* 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'avril 2016, calculs CEP Groupe Alpha

Comptes extérieurs

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

* 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'avril 2016

Dettes publiques

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	104,8%	104,6%	104,8%	106,6%	106,1%
Emergents	39,3%	39,1%	41,0%	45,1%	47,3%	48,7%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	104,8%	105,0%	105,8%	107,5%	107,5%
Canada	2,1%	86,1%	86,2%	91,5%	92,3%	90,6%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	93,4%	94,5%	93,2%	92,5%	91,3%
Allemagne	4,6%	77,4%	74,9%	71,0%	68,2%	65,9%
France	3,3%	92,3%	95,6%	96,8%	98,2%	98,8%
Italie	2,5%	128,9%	132,5%	132,6%	133,0%	131,7%
Espagne	1,6%	93,7%	99,3%	99,0%	99,0%	98,5%
Pays-Bas	1,0%	67,9%	68,2%	67,6%	66,6%	64,9%
Royaume-Uni	3,9%	86,2%	88,2%	89,3%	89,1%	87,9%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	13,1%	16,3%	17,7%	18,4%	19,4%
Pologne	0,6%	55,9%	50,4%	51,3%	52,0%	52,9%
Asie développée	11,0%					
Japon	5,6%	244,5%	249,1%	248,1%	249,3%	250,9%
Australie	1,7%	30,8%	34,1%	36,8%	39,1%	40,0%
Corée du sud	1,9%	33,8%	35,1%	35,9%	37,3%	37,5%
Asie émergente	22,0%					
Chine	15,0%	39,5%	41,1%	43,9%	46,8%	49,3%
Inde	2,9%	66,2%	66,4%	67,2%	66,5%	65,6%
Indonésie	1,2%	24,8%	24,7%	27,3%	27,6%	28,4%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	60,4%	63,3%	73,7%	76,3%	80,5%
Mexique	1,6%	46,4%	49,5%	54,0%	54,9%	54,9%
Argentine	0,8%	41,5%	45,1%	56,5%	60,7%	60,9%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	10,5%	10,6%	11,5%	13,3%	14,0%
Afrique du sud	0,4%	44,2%	47,1%	50,1%	51,4%	52,1%
Egypte	0,4%	84,7%	86,0%	87,7%	89,4%	88,8%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	36,1%	33,5%	32,6%	30,7%	29,2%
Arabie Saoudite	0,9%	2,2%	1,6%	5,8%	17,2%	25,8%

* Poids dans le PIB mondial à taux de change courant

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

Source : Perspectives du FMI d'avril 2016

Soldes publics

	Poids 2015*	2013	2014	2015 (e)	2016 (p)	2017 (p)
Monde	100,0%					
Avancés	60,7%	-3,7%	-3,2%	-3,0%	-2,9%	-2,5%
Emergents	39,3%	-1,7%	-2,5%	-4,5%	-4,7%	-4,2%
Amérique du Nord	26,6%					
Etats-Unis	24,5%	-4,4%	-4,1%	-3,7%	-3,8%	-3,7%
Canada	2,1%	-1,9%	-0,5%	-1,7%	-2,4%	-1,8%
Europe de l'ouest	22,1%					
Zone euro	15,8%	-3,0%	-2,6%	-2,0%	-1,9%	-1,5%
Allemagne	4,6%	0,1%	0,3%	0,6%	0,1%	0,1%
France	3,3%	-4,1%	-3,9%	-3,6%	-3,4%	-2,9%
Italie	2,5%	-2,9%	-3,0%	-2,6%	-2,7%	-1,6%
Espagne	1,6%	-6,9%	-5,9%	-4,5%	-3,4%	-2,5%
Pays-Bas	1,0%	-2,4%	-2,4%	-1,9%	-1,7%	-1,2%
Royaume-Uni	3,9%	-5,6%	-5,6%	-4,4%	-3,2%	-2,2%
Europe centrale et de l'est	3,8%					
Russie	1,8%	-1,2%	-1,1%	-3,5%	-4,4%	-3,0%
Pologne	0,6%	-4,0%	-3,3%	-2,9%	-2,8%	-3,1%
Asie développée	11,0%					
Japon	5,6%	-8,5%	-6,2%	-5,2%	-4,9%	-3,9%
Australie	1,7%	-2,8%	-2,9%	-2,8%	-2,4%	-1,5%
Corée du sud	1,9%	0,7%	0,4%	-0,2%	0,3%	0,5%
Asie émergente	22,0%					
Chine	15,0%	-0,8%	-0,9%	-2,7%	-3,1%	-2,7%
Inde	2,9%	-7,7%	-7,0%	-7,2%	-7,0%	-6,7%
Indonésie	1,2%	-2,2%	-2,1%	-2,5%	-2,7%	-2,8%
Amérique Latine	6,9%					
Brésil	2,4%	-3,0%	-6,0%	-10,3%	-8,7%	-8,5%
Mexique	1,6%	-3,7%	-4,6%	-4,1%	-3,5%	-3,0%
Argentine	0,8%	-3,0%	-4,1%	-7,4%	-6,4%	-5,5%
Afrique	3,0%					
Nigéria	0,7%	-2,3%	-2,1%	-4,0%	-4,7%	-4,3%
Afrique du sud	0,4%	-4,0%	-3,8%	-4,0%	-3,8%	-3,6%
Egypte	0,4%	-13,4%	-12,9%	-11,7%	-11,5%	-10,1%
Moyen-Orient	4,2%					
Turquie	1,0%	-1,3%	-1,2%	-1,0%	-1,9%	-1,3%
Arabie Saoudite	0,9%	5,8%	-3,4%	-16,3%	-13,5%	-11,8%

* 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'avril 2016

Inflation

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

* 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'avril 2016

Taux de chômage

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

* 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'avril 2016