



Conseil économique et social

Distr. générale
28 avril 2016
Français
Original : anglais

Session 2016

24 juillet 2015-27 juillet 2016

Point 15 de l'ordre du jour

Coopération régionale

Situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) en 2015-2016

Note du Secrétaire général

Le Secrétaire général a l'honneur de transmettre ci-joint un rapport de synthèse sur la situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) pour la période 2015-2016.



Situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) en 2015-2016

Résumé

Le présent rapport porte sur la situation économique des pays de la région de la Commission économique pour l'Europe en 2015 et au début de 2016, ainsi que sur les perspectives d'avenir. Même si la croissance a été modeste dans l'Union européenne et un peu plus soutenue aux États-Unis, la baisse des cours du pétrole a aggravé la situation déjà précaire de la Communauté d'États indépendants et entraîné une baisse de l'activité économique. Les différences d'intensité de la reprise ont conduit à une divergence des politiques monétaires suivies aux États-Unis et dans la zone euro. Dans les pays de la Communauté d'États indépendants, la chute des cours du pétrole a entraîné une volatilité considérable des taux de change. Les perspectives économiques de la région de la Commission économique pour l'Europe demeurent mitigées en raison de l'importance des facteurs de risque.

I. Introduction

1. La Commission économique pour l'Europe (CEE) compte 56 États membres, dont le niveau de développement et la situation économique varient grandement. Cette zone regroupe la plupart des pays développés, mais compte aussi un certain nombre de pays à revenu intermédiaire (tranche inférieure). À des fins d'analyse, dans le présent rapport, ce grand nombre de pays divers sera divisé en sous-régions et regroupé en deux grandes catégories : les pays avancés et les pays émergents. Les pays avancés comprennent : a) l'Amérique du Nord, composée du Canada et des États-Unis d'Amérique; b) les pays de la zone euro; c) les autres pays avancés d'Europe. Les pays émergents incluent : a) les nouveaux États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore intégré la zone euro; b) les pays de l'Europe du Sud-Est qui ne sont pas membres de l'Union européenne, notamment la Turquie; c) les pays membres de la Communauté d'États indépendants (CEI) et la Géorgie.

II. Généralités

2. Les États membres de la CEE ont connu un ralentissement de la croissance, qui est passée de 1,9 % en 2014 à 1,6 % en 2015, mais cela recouvre des situations économiques très diverses. Pendant qu'une reprise modérée se poursuivait aux États-Unis et dans l'Union européenne, les tendances négatives observées pour la CEI à la fin de 2014 se sont renforcées, et cette zone est passée d'une croissance poussive à un véritable repli de la production. La chute des cours du pétrole, qui a atteint presque 50 %, a eu des conséquences diverses selon que les pays soient exportateurs ou importateurs d'énergie, et elle a largement contribué à la diversité des résultats économiques dans la région de la CEE. Dans les pays avancés, la faiblesse des cours du pétrole a également eu un effet délétère sur l'investissement dans le secteur de l'énergie. La production des pays de la CEI devrait se contracter en 2016 pour une deuxième année consécutive en raison de la poursuite de la détérioration des termes de l'échange, mais plus lentement. Aucune évolution majeure n'est prévue en 2016 pour les États-Unis et l'Union européenne, les projections de croissance étant similaires.

3. Aux États-Unis, le rythme de la création d'emplois a été rapide, mais les salaires n'ont commencé à augmenter que depuis peu. En revanche, dans la zone euro, les taux de chômage restent élevés dans de nombreux pays en dépit d'une certaine amélioration. Dans la CEI, le marché du travail s'est montré relativement robuste compte tenu du déclin de l'activité économique, mais le chômage a augmenté et les transferts de fonds, dont l'importance est appréciable dans les économies les plus pauvres, ont fortement diminué.

4. Dans certains pays avancés, l'amélioration du marché du travail et l'assouplissement des conditions de crédit ont dopé les prix de l'immobilier et de l'investissement résidentiel. Cependant, l'investissement est resté de façon générale relativement faible en raison des inquiétudes persistantes relatives à la vigueur de la demande mondiale, aux accès de turbulences financières et, dans certains pays, aux niveaux d'endettement toujours élevés.

5. Aux États-Unis, la reprise a été plus soutenue et vigoureuse que dans la zone euro, ce qui s'est reflété dans la divergence des politiques monétaires. Alors que la Réserve fédérale américaine a augmenté ses taux en décembre 2015 après sept ans

de stabilité, la Banque centrale européenne a annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement en mars 2016. Les anticipations des orientations de la politique monétaire ont entraîné des variations des taux de change. Le dollar des États-Unis s'est ainsi forcément apprécié en 2014, ce qui a dernièrement réduit le montant des exportations. Les devises des pays de la CEI se sont fortement dépréciées en raison de la propagation des chocs économiques des pays exportateurs d'énergie aux autres économies de la sous-région. Au début de 2016, le léger redressement des cours des matières premières s'est accompagné d'une appréciation des devises.

6. Les États-Unis et la zone euro ont assigné des rôles différents à la politique budgétaire pour appuyer la reprise après la crise financière de 2008-2009, ce qui explique en partie l'écart entre les résultats économiques obtenus ces dernières années. Dans la zone euro, les politiques budgétaires restrictives ont été assouplies. Dans un certain nombre de pays de l'Union européenne, la crise des réfugiés a alourdi les dépenses budgétaires. Dans la CEI, les pays exportateurs d'énergie ont dû procéder à des réductions budgétaires considérables, aucune reprise des cours du pétrole n'étant attendue à court ou à moyen terme.

7. Un certain nombre de risques obscurcissent l'horizon. Les tensions géopolitiques qui ont désorganisé les échanges et fragilisé la confiance au sein de la CEI ne sont pas encore apaisées. La crise des réfugiés, même si elle stimule à court terme l'activité économique, met à rude épreuve un certain nombre de pays européens. Si le Royaume-Uni décidait de quitter l'Union européenne à la suite du référendum prévu en juin 2016, cela créerait un choc considérable et ajouterait à l'incertitude ambiante.

8. D'une façon générale, les perspectives de croissance à moyen terme sont fragilisées par un certain nombre de facteurs qui appellent l'attention des gouvernements. Le vieillissement de la population réduira la main-d'œuvre disponible et donc le potentiel de croissance. Non seulement la persistance d'un chômage élevé dans certains pays compromet la cohésion sociale, mais la détérioration des compétences pourrait pérenniser cette situation. La productivité n'a augmenté que faiblement dans le sillage de la crise financière et les niveaux d'investissement actuels ne laissent pas présager une accélération notable. La situation délicate des pays exportateurs d'énergie illustre le besoin d'une diversification de leur économie, mais celle-ci nécessiterait un effort d'investissement incompatible avec les tendances récessionnistes qui prévalent actuellement. Pour faire face aux multiples difficultés, il faudrait mettre en œuvre un ensemble de politiques qui contrebalancent la faiblesse de la demande, en particulier dans certains pays, mais qui s'attaquent aussi aux facteurs structurels qui fragilisent la croissance.

III. Amérique du Nord

9. Aux États-Unis, en dépit d'un début d'année décevant, la croissance du PIB est restée relativement élevée en 2015 et a atteint 2,4 %, comme en 2014. La consommation a été bien soutenue par le dynamisme de l'immobilier et du marché du travail ainsi que par les faibles coûts de l'énergie. Le taux d'endettement des ménages et le coût du service de leur dette ont continué de diminuer. Grâce à ces conditions favorables, la consommation des ménages, qui représente aux États-Unis plus de deux tiers du PIB, a progressé de 2,6 % en 2015, soit le taux le plus élevé de

ces dix dernières années. En raison de la probable persistance des facteurs sous-jacents, la consommation devrait continuer à soutenir la croissance économique.

10. L'investissement a bénéficié de la faiblesse des cours du pétrole et de l'affermissement de la demande intérieure, à l'exception notable du secteur de l'énergie. En revanche, celui de la construction a été particulièrement vigoureux, porté par la résorption de la demande accumulée et l'accélération du taux de formation de ménages. L'investissement résidentiel a progressé de 8,7 %, soit le taux le plus élevé de toutes les composantes de la demande, tandis que l'investissement productif n'a augmenté que de 3,1 %. Dans l'ensemble, l'investissement reste faible depuis la crise, bien en deçà des tendances historiques, et il a ralenti en 2015.

11. La demande extérieure nette a contribué négativement à la croissance en raison de la détérioration de l'environnement économique externe. L'appréciation du dollar, pondérée en fonction des échanges, a atteint 10 % en 2015, et cette hausse considérable au regard des tendances historiques s'est accompagnée d'un affaiblissement de la demande dans certains des principaux marchés, d'où une très faible croissance des exportations. Le déficit de la balance courante a été réduit, même s'il demeure important, ce qui témoigne de la relative vigueur de la demande intérieure aux États-Unis par rapport au reste du monde.

12. Le marché du travail a montré de plus en plus de signes de dynamisme en 2015 et a terminé l'année sur une note positive. Le secteur minier a fait exception à la tendance générale, en raison des pertes d'emplois massives qui ont touché l'industrie pétrolière. À la fin de l'année 2015, l'emploi non agricole était plus élevé de 3,5 points de pourcentage qu'au début de la récession, et le taux de chômage s'établissait à 5 %, contre 5,6 % à la fin de l'année précédente. Le chômage de longue durée a également baissé, mais est resté supérieur à la moyenne de la période antérieure à la crise. D'autres modes de calcul plus larges, qui prennent également en compte le temps partiel subi, ont aussi mis en évidence une certaine baisse du chômage. Ces tendances positives se sont poursuivies au début de 2016 en dépit de quelques préoccupations quant à un ralentissement économique.

13. Le taux d'activité est en déclin depuis 2000, et cette tendance s'est renforcée depuis la crise. Cela tient principalement à des facteurs démographiques, mais également à des taux d'activité moindres dans certains segments de la population, en particulier les hommes peu qualifiés, qui sortent de la population active. Cependant, on assiste à une remontée du taux d'activité depuis la fin de l'année 2015 en raison de la reprise économique. En mars 2016, ce taux était inférieur de quatre points de pourcentage au pic observé à la fin de l'année 2000.

14. La reprise économique actuelle a été relativement riche en emplois, mais sans progression franche des salaires. En dépit d'une croissance économique soutenue et de taux de chômage proches de ceux correspondant au plein-emploi, les salaires n'ont que peu augmenté. À la fin de 2015, l'augmentation du salaire nominal moyen était de 2,5 % en base annuelle, bien supérieure à l'inflation et en progression par rapport à l'année précédente. La poursuite de la reprise de la production devrait favoriser l'accélération de la hausse des salaires. Le recul du chômage a donné un coup de fouet à la consommation, mais cet effet pourrait n'être que temporaire si l'économie se rapproche du plein-emploi sans que les salaires augmentent davantage.

15. En raison de la faiblesse des cours du pétrole et de la vigueur du dollar, aucune pression inflationniste ne s'exerce et l'indice des prix à la consommation n'a progressé que de 0,7 % en 2015. Les prévisions implicites de l'inflation qui découlent du marché obligataire semblent indiquer une absence de pression sur les prix. Cependant, l'indice privilégié par la Réserve fédérale pour mesurer l'inflation fondamentale, qui exclut les composantes les plus volatiles de l'indice des prix à la consommation, est en hausse constante depuis la fin de 2015. Même si les coûts de la main-d'œuvre augmentent en raison de l'apparition de tensions sur le marché du travail, il est peu probable que l'on assiste à une forte résurgence de l'inflation en raison du comportement des prix à l'importation.

16. La politique budgétaire est de plus en plus mise au service de la croissance. En 2015, le déficit budgétaire fédéral a baissé de 0,3 point de pourcentage pour atteindre 2,5 % du PIB, mais c'est en raison de la hausse des recettes fiscales liée à la croissance de l'activité. Au total, les finances publiques ont contribué à la croissance, ne serait-ce que modestement. Selon la Commission des finances du Congrès, des allègements fiscaux réduiront les recettes attendues pour 2016 et le taux de déficit budgétaire devrait augmenter pour la première fois depuis la crise pour atteindre 2,9 %.

17. Les perspectives de la politique monétaire des États-Unis demeurent très différentes de celles des autres pays avancés. L'anticipation de divergences d'orientations en la matière a soutenu l'appréciation du dollar depuis 2014, la perspective d'un resserrement de la politique monétaire des États-Unis faisant généralement consensus. En décembre 2015, la Réserve fédérale a modifié ses taux directeurs pour la première fois en sept ans en élargissant sa fourchette cible d'un quart de point. Cette évolution avait été largement anticipée, même si elle était initialement attendue plus tôt dans l'année. Les perspectives d'un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis ont contribué à la dégradation des conditions financières qui prévalent dans les marchés émergents en raison de la diminution des mouvements de capitaux et des turbulences sur les marchés des changes. Cependant, un resserrement rapide semble de plus en plus improbable au vu des nouvelles préoccupations relatives à la croissance et de l'effet anti-inflationniste d'un dollar fort. Même si le marché du travail reste dynamique, les incertitudes liées à l'environnement externe se sont accentuées et les autorités monétaires d'autres pays avancés ont annoncé leur intention de s'en tenir à un parti pris d'assouplissement.

18. La vigueur qui continue de caractériser l'économie américaine contraste avec les préoccupations d'un ralentissement mondial dû à la Chine et à d'autres pays émergents. L'économie des États-Unis est relativement fermée, et les exportations de biens n'ont représenté qu'environ un huitième du PIB en 2015. Cependant, les conséquences indirectes d'une dégradation de l'environnement externe pourraient être supérieures à ce que ce pourcentage donne à penser, car les turbulences financières et l'aggravation de l'aversion au risque ont un effet néfaste sur l'investissement. Après un début d'année 2016 agité, les marchés financiers et les cours des matières premières se sont relativement stabilisés, mais l'intensification des turbulences de l'économie mondiale pourrait avoir des répercussions sur les États-Unis.

19. L'économie américaine, comme celles d'autres pays avancés, doit faire face à un ralentissement de la hausse de la productivité du travail en ces lendemains de crise. Le rythme des créations d'emplois a été supérieur à celui de la production et

la faiblesse persistante des investissements freine les gains de productivité. Même si l'investissement devrait reprendre au fur et à mesure que la reprise s'enracine, il est nécessaire que les politiques menées s'intéressent aux moteurs des gains de productivité pour stimuler une croissance soutenue des revenus.

20. Au Canada, l'économie a connu un fort coup de frein en 2015, le taux de croissance du PIB étant plus que divisé par deux pour s'établir à 1,2 %, soit le taux le plus faible depuis la récession de 2009, conséquence de la chute des cours du pétrole. L'investissement productif a nettement reculé, ce qui a amputé la croissance d'un point de pourcentage. La consommation a mieux résisté, mais la croissance est restée modérée en raison des pertes d'emplois dans le secteur de l'énergie, de l'affaiblissement du dollar canadien et des niveaux record d'endettement des ménages. La dépréciation de la devise canadienne a renforcé la demande extérieure nette, ce qui a compensé la faiblesse de la demande intérieure. La bonne tenue des exportations s'est poursuivie au début de 2016, soutenue par la croissance du marché américain, le premier partenaire commercial du Canada. La croissance sera soutenue par des mesures de stimulation fiscale en 2016, mais elle restera très dépendante de facteurs externes. Le niveau modeste des gains de productivité et le vieillissement de la population active fragilisent les perspectives de croissance.

IV. Pays avancés d'Europe

A. Zone euro

21. En 2015, la zone euro a vu sa reprise s'intensifier, même si sa croissance est restée modeste en dépit d'un environnement extérieur qui, durant la majeure partie de l'année, s'est révélé favorable. La croissance du PIB a été la plus forte depuis 2011 atteignant 1,6 %, contre 0,9 % en 2014. Au premier semestre de 2016, on renouait enfin ainsi avec le niveau de production d'avant la crise. Dans l'ensemble, les résultats obtenus dans la zone euro s'expliquent par le jeu de quatre facteurs favorables : la conséquence de la faiblesse récente du taux de change de l'euro, l'amélioration de la situation financière, l'assouplissement de la politique budgétaire et la baisse du prix de l'énergie.

22. La demande intérieure a davantage contribué à la reprise dans la zone euro, qui a bénéficié de politiques plus favorables. La consommation a particulièrement contribué à la croissance. Cela s'explique par la hausse du revenu disponible réel, stimulée par l'amélioration des conditions sur le marché du travail et par la baisse du prix de l'énergie. La consommation devrait rester forte en 2016, mais sa dynamique future est incertaine en raison des conditions extérieures plus défavorables et de la réduction insuffisante du taux de chômage dans plusieurs pays.

23. Les investissements sont toujours freinés par les doutes persistants qui pèsent sur les perspectives de la demande et par les effets prolongés de la crise, notamment la hausse du niveau d'endettement et du taux de chômage. L'atonie des investissements pèse sur la demande présente et ralentit ainsi la croissance, mais elle a également des répercussions sur la croissance future en limitant l'offre, en raison de la diminution du stock de capital disponible et des effets néfastes sur la productivité.

24. L'investissement a progressé de 2,3 % en 2015, contre 1,3 % en 2014. La situation financière n'a apparemment pas eu d'influence sur l'investissement et l'octroi de prêts n'a pas augmenté plus rapidement dans les pays où les taux ont plus fortement chuté. L'amélioration des conditions de crédit a facilité le désendettement et le refinancement de la dette, tandis que les entreprises ont vu croître leur rentabilité grâce à la diminution du prix du pétrole. Le financement des entreprises a crû mais reste faible comparé à d'autres cycles conjoncturels, la demande d'investissement restant atone. Le Plan d'investissement pour l'Europe, une initiative de la Commission européenne, soutiendra les investissements d'équipement et d'innovation. Le montant des investissements prévus s'élevait au début 2016 à 80 milliards d'euros. Ce montant reste toutefois modeste au vu de l'objectif de 315 milliards d'euros prévu pour 2015-2017.

25. La baisse des coûts de financement et du prix de l'énergie devraient renforcer l'utilisation des capacités et les marges des entreprises et ainsi stimuler les investissements. Le fait que le taux de mises en chantier soit inférieur à celui de formation des ménages devrait susciter une reprise de l'investissement résidentiel dans une conjoncture où les prix de l'immobilier repartent à la hausse. Toutefois, l'incertitude qui entoure la situation économique pourrait annuler ces facteurs positifs et compromettre ainsi la durabilité de la reprise.

26. La zone euro est plus compétitive et ses exportations ont crû plus rapidement que les échanges commerciaux mondiaux depuis 2014, même si de fortes disparités sont à noter entre pays. Par exemple, la part d'exportations de l'Espagne a augmenté à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, là où celles de l'Italie et, surtout, de la France, ont diminué. Après un bon départ et malgré la dépréciation de l'euro, les résultats à l'exportation ont souffert de la détérioration de l'environnement extérieur et se sont dégradés au deuxième semestre de 2015. Les pays qui entretiennent des relations étroites avec la Fédération de Russie ont subi les conséquences des sanctions et des contre-sanctions et du repli de l'activité économique.

27. Dans l'ensemble, la demande extérieure nette n'a eu aucune incidence sur la croissance en 2015. En Allemagne, première économie de l'Union européenne, la demande extérieure nette n'a contribué qu'à hauteur de 0,2 point de pourcentage à l'augmentation de 1,7 % du PIB observée en 2015. En 2016, la demande extérieure nette devrait fournir une contribution faible mais négative à la croissance économique. En dépit d'un environnement mondial plus défavorable, la demande intérieure croît et va stimuler les importations.

28. Les conditions du marché du travail se sont améliorées sous l'effet de la reprise continue et dans une conjoncture où les salaires augmentent faiblement. Compte tenu de la morosité de la croissance de la production, on peut considérer que le taux de création d'emplois a été relativement élevé. Le taux de chômage est retombé à 11 % en 2015, soit à 2,5 points de pourcentage de plus qu'avant la crise. D'importantes disparités se cachent toutefois derrière ce chiffre global, le taux de chômage demeurant très élevé dans certains pays. Des réformes ont assoupli les marchés du travail mais, dans l'ensemble, les emplois qui ont été créés sont précaires. Malgré la persistance du chômage, les taux d'activité sont restés stables et la participation au marché du travail a continué de croître. Le niveau élevé du chômage des jeunes et du chômage de longue durée révèle l'existence de problèmes sociaux endémiques et a des conséquences négatives sur la production potentielle. La part des jeunes dans l'ensemble des chômeurs augmente depuis la mi-2015.

29. L'inflation est restée extrêmement faible en 2015. Les prix ont baissé dans un certain nombre de pays et l'inflation globale s'élevait en fin d'année à peine 0,2 %. Alors que la baisse du prix de l'énergie a eu un effet considérable sur la dynamique générale, l'inflation sous-jacente est restée modeste et n'a augmenté que de 0,9 %. Ces tendances se sont poursuivies au début 2016, et aucune variation annuelle des prix n'est intervenue en mars. L'inflation pourrait rester faible plus longtemps que prévu à cause du bas prix de l'énergie, de la demande, plus forte mais toujours modeste, et de la croissance des salaires qui, malgré une légère amélioration, demeure faible. La persistance d'une inflation inférieure aux prévisions témoigne d'une importante marge de ressources inutilisées dans l'économie. La diminution des anticipations inflationnistes contribue à l'augmentation des taux d'intérêt réels et complique le service de la dette, avec pour conséquence des conditions financières moins avantageuses.

30. L'excédent au compte courant est passé de 2,4 % du PIB en 2014 à 3 % en 2015, en raison de la chute du prix du pétrole, du faible taux de change et de la hausse modérée de la demande intérieure. Le rééquilibrage de la balance des paiements courants à l'intérieur de la zone euro est principalement dû aux pays périphériques, dont la demande intérieure est faible et dont les performances d'exportation se sont un peu améliorées. Toutefois, les pays affichant un excédent courant important n'ont connu qu'un faible ajustement. L'excédent de l'Allemagne avec la zone euro a disparu, et son excédent courant important s'explique presque entièrement par sa balance positive avec le reste du monde.

31. Contrairement à celle des États-Unis, la politique budgétaire de la zone euro n'a pas soutenu la reprise après la crise. En 2015, toutefois, cette politique a fait l'objet d'un assouplissement général. Cela s'est expliqué, dans certains pays, par l'arrivée massive de réfugiés et de l'incidence de celle-ci sur les dépenses. L'Allemagne est la destination privilégiée des réfugiés et elle a accueilli environ un million de personnes. L'Autriche, et hors de la zone euro, la Hongrie et la Suède, ont également reçu un grand nombre de demandes d'asile. Les politiques d'expansion budgétaire que ces pays d'accueil ont ensuite mises en place n'ont que peu stimulé la croissance. Les règles budgétaires adoptées par l'Union européenne dans son Pacte de stabilité et de croissance sont suffisamment souples pour permettre pareille augmentation des dépenses. En termes relatifs, en pourcentage du PIB, les dépenses budgétaires liées à la crise des réfugiés ont été particulièrement importantes au Danemark et en Suède, qui ne sont pas membres de la zone euro.

32. À moyen terme, l'augmentation potentielle de la main d'œuvre pourrait avoir des effets durables sur l'activité économique, mais il faudra pour cela que ceux qui entrent dans la vie active parviennent à s'intégrer au marché du travail. Bien que plusieurs pays aient pris des mesures pour limiter ou décourager l'arrivée de nouveaux réfugiés, la pression devrait rester forte compte tenu de la situation géopolitique.

33. Malgré cet assouplissement budgétaire, le déficit public total est tombé à environ 2,2 % du PIB en 2015, le regain de croissance ayant engendré une augmentation des recettes et une diminution du coût du service de la dette. Grâce au maintien prolongé des taux d'intérêt à des niveaux faibles, la marge de manœuvre budgétaire des pays endettés est plus importante. Pour les pays très bien notés, c'est d'autant plus le cas : le taux de rendement moyen des obligations de l'État allemand est pour la toute première fois tombé à zéro au début du mois d'avril 2016. La

réduction du déficit observée en 2015 s'explique par des facteurs cycliques. La balance structurelle est pour sa part restée inchangée dans l'ensemble, d'où l'orientation neutre suivie par la politique monétaire. La politique budgétaire devrait devenir légèrement expansionniste en 2016 et devrait stimuler davantage la reprise. Cependant, six pays de la zone euro font toujours l'objet de procédures de déficit excessif car les progrès qu'ils ont accomplis pour se rapprocher du seuil fixé par le Pacte de stabilité et de croissance sont jugés insuffisants.

34. Au début de l'année, la situation de la Grèce était incertaine en raison des inquiétudes entourant sa sortie éventuelle de la zone euro. Le pays n'ayant pas entrepris les réformes exigées pour se voir accorder l'accès au financement, un contrôle des changes et des restrictions bancaires y ont été mis en place. À la fin de l'été, un accord a été trouvé concernant un nouveau programme de soutien qui a rétabli l'accès au financement et a ralenti le rythme de contraction, mais qui n'a cependant pas empêché l'économie de continuer à s'écrouler en 2015.

35. Compte tenu du rôle central que joue le système bancaire dans le financement de l'activité économique dans la zone euro, en particulier pour ce qui concerne les petites et moyennes entreprises, l'augmentation des flux de crédit a un effet important sur la reprise. Ce n'est pas le cas aux États-Unis, où les entreprises se financent davantage sur les marchés des capitaux. Les conditions monétaires ont été souples et les taux des prêts bancaires dans la zone euro, en particulier dans les pays périphériques, ont continué de suivre une tendance à la baisse. Il est ressorti d'enquêtes sur la distribution du crédit que les conditions d'octroi de crédits ont été assouplies jusqu'au premier trimestre 2016. La fragmentation financière s'est réduite, les écarts entre les différentes économies de la zone s'étant resserrés. Toutefois, la forte influence du secteur privé et le nombre élevé de prêts non productifs continuent de freiner l'expansion du crédit dans certaines économies. Le système bancaire reste fragile, et certains pays doivent encore trouver un moyen de régler ce problème sur le long terme.

36. Face aux tendances déflationnistes observées, la Banque centrale européenne a continué de fournir une relance monétaire pour faire remonter l'inflation à un taux proche de, mais inférieur à 2 %, conformément à son objectif. Le bilan de la Banque centrale européenne s'est contracté en 2012-2014, les banques remboursant les crédits qui leur avaient été accordés durant la crise. Mais cette tendance s'est inversée en janvier 2015, quand la BCE a commencé à racheter des actifs à grande échelle. Les mesures monétaires non classiques se sont intensifiées. En mars 2016, la Banque a étendu son programme de rachat d'actifs pour inclure dans les titres à racheter les obligations d'entreprises libellées en euro. De nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ont été introduites pour relancer le crédit bancaire. En outre, le taux de dépôt est resté négatif et a perdu 10 points de base pour descendre à -0,4 %.

37. Alors que de nouvelles baisses du taux créditeur sur les dépôts sont envisagées, les conséquences néfastes que des taux négatifs pourraient avoir sur la stabilité du système financier suscitent la préoccupation. Les taux de dépôt négatifs sont destinés à pousser les banques à accorder des crédits et à encourager l'activité économique en affaiblissant le taux de change. Toutefois, des taux négatifs nuisent à la rentabilité des banques, les prêteurs étant peu enclins à répercuter les coûts induits par ces taux sur les titulaires de comptes de dépôt. L'augmentation des taux

débiteurs pourrait préserver les marges. Cette conséquence imprévue va à l'encontre de l'objectif de cette politique.

38. La poursuite de la relance monétaire et le faible prix du pétrole vont continuer de soutenir la reprise. Toutefois, dans une situation marquée par l'absence de pression sur les prix, par une faible demande d'investissement et par une faible productivité, la politique monétaire a ses limites. Elle ne peut à elle seule régler les problèmes des pays qui ont besoin de davantage de soutien monétaire, les taux d'intérêt réels étant plus élevés dans les pays où le taux de chômage est plus élevé. C'est la conséquence du niveau relativement bas de l'inflation. Des politiques structurelles, notamment des politiques actives du marché du travail, le renforcement de la concurrence et la suppression des obstacles au sein du marché intérieur sont également essentielles pour stimuler la productivité et rendre l'économie plus dynamique. Toutefois, ces politiques n'auraient qu'un effet limité du fait de la faiblesse de la demande, et des mesures pour relancer celle-ci devraient peut-être être mises en place dans le même temps.

39. Un certain nombre de risques internes et externes pèsent sur la reprise économique de la zone euro. La crise des réfugiés pourrait conduire à l'instauration de contrôles aux frontières qui freineraient la libre circulation des biens et fragmenteraient l'espace Schengen, ce qui engendrerait des coûts importants. L'incertitude continue de freiner les investissements. Le ralentissement de la croissance mondiale et la volatilité accrue des marchés financiers, avec une nouvelle baisse importante du prix des actifs semblable à celle observée au début 2016, nuiraient à la reprise actuelle. Comme d'autres économies avancées, la zone euro doit résoudre les difficultés qui minent sa cohésion sociale et sa prospérité économique à long terme : l'inégalité croissante, la faible productivité et le vieillissement.

B. Autres pays avancés

40. Au Royaume-Uni, la croissance économique a ralenti, passant de 2,9 % à 2,2 % en 2015 : elle reste beaucoup plus rapide que dans la zone euro, mais son avance se réduit. La demande intérieure était le moteur principal de cette expansion, grâce à une consommation et des investissements solides. Le taux d'épargne des ménages a atteint son niveau le plus bas depuis 50 ans, à 4,4 %, dans une conjoncture de baisse du chômage et de hausse des revenus et de la richesse financière nette, qui s'additionnent pour encourager la consommation. La hausse du niveau de la dette ne correspond pas à une plus grande vulnérabilité du secteur des ménages dans son ensemble, mais certains groupes peuvent se trouver en difficulté. Malgré une demande intérieure forte, l'inflation est restée nulle en 2015, en raison de la baisse du cours du pétrole, de l'appréciation de la monnaie, de la croissance modérée des salaires et de la compétitivité du secteur de la distribution. L'affaiblissement de la livre depuis la fin de l'année 2015 créera une certaine tension inflationniste. Les autorités monétaires n'ont pas modifié leurs taux et ont continué de signaler que les conditions nécessaires à une hausse n'étaient pas encore réunies.

41. Alors que la demande intérieure était forte, les exportations nettes ont freiné la croissance. Ces dernières années, le déficit de la balance courante a été l'un des plus lourds de l'histoire et il est resté pratiquement inchangé en 2015, à environ 5 % du

PIB. L'ampleur des besoins financiers externes connexes est devenue l'objet d'une attention particulière à l'approche du référendum sur l'appartenance à l'Union européenne, qui aura lieu le 23 juin 2016.

42. Un résultat favorable à la sortie de l'Union européenne ouvrirait une période marquée par de fortes incertitudes concernant les relations commerciales et les règlements applicables à la relation du Royaume-Uni et de l'Union européenne. Des négociations auraient lieu pour définir les conditions des échanges commerciaux du Royaume-Uni avec l'Union européenne, mais également avec le reste du monde, car les règles européennes s'appliquent actuellement aux relations commerciales avec des pays tiers. Les autorités britanniques devront aussi décider d'appliquer ou non les règles existantes de l'Union européenne dans la législation interne. Abstraction faite des conséquences économiques à long terme qu'aurait la décision de quitter l'Union européenne, il est clair que cette incertitude aurait des conséquences regrettables immédiates qui s'étendraient au-delà du Royaume-Uni. À l'approche du référendum, il est possible que la volatilité du marché augmente et que les investissements ralentissent.

43. La Suède était l'une des économies affichant la plus forte croissance dans l'Union européenne en 2015, son PIB ayant augmenté de 4,1 %. Au cours des trois dernières années, le taux de croissance a été proche de 8 %. La consommation, alimentée par la hausse des revenus et de l'emploi, était le principal moteur de cette expansion remarquable. L'afflux des réfugiés, relativement nombreux, a stimulé les dépenses publiques. Nonobstant cette hausse rapide, les finances publiques ont continué de s'améliorer. Un boom de l'immobilier a fortifié l'investissement résidentiel et contribué encore au dynamisme économique. Malgré la forte demande et les retombées de la hausse des impôts indirects, l'inflation est restée modérée en raison du faible cours du pétrole et de l'appréciation de la monnaie. Les autorités monétaires ont continué à abaisser encore les taux d'intérêt déjà négatifs et ont élargi le programme d'achat d'obligations au début de l'année 2016.

44. Au Danemark, la croissance est restée modérée en 2015, car la faiblesse des investissements a contrebalancé le dynamisme relatif de la consommation. La dette des ménages exprimée en pourcentage du revenu disponible est la plus lourde des pays avancés; par conséquent, la consommation est particulièrement sensible à l'amélioration de la situation financière. La politique monétaire est adaptée à la nécessité de préserver l'arrimage à l'euro, le taux créditeur demeurant nettement négatif malgré une hausse en janvier 2016.

45. Hors de l'Union européenne, l'économie suisse s'est montrée particulièrement résiliente face à la revalorisation du franc suisse, qui a suivi la suppression du taux plancher en janvier 2015. L'inflation de base était résolument négative en 2015. Ces dynamiques désinflationnistes se maintiendront en 2016, du fait de l'influence importante du taux de change dans cette économie de taille modeste et très ouverte. Les taux d'intérêt négatifs ont contribué à la hausse rapide des prix de l'immobilier, qui a été amortie par l'introduction de mesures macroprudentielles.

46. L'économie norvégienne a souffert de la faiblesse du cours du pétrole, et le pays puise dans les ressources de son fonds souverain pour compenser ce déficit. La dégradation des perspectives du secteur pétrolier ont ébranlé la confiance des investisseurs et des consommateurs, mais la baisse du taux de change et l'assouplissement de la politique monétaire ont facilité les ajustements et donné un nouveau souffle au secteur des exportations non pétrolières. Le chômage étant à son

maximum sur 10 ans, les autorités monétaires ont réduit les taux à 0,25 % en mars 2016, et n'excluent pas de nouvelles baisses. Comme c'est le cas dans plusieurs autres pays avancés, les taux d'intérêt faibles ont provoqué une flambée des prix de l'immobilier.

IV. Pays émergents

A. Nouveaux États membres de l'Union européenne

47. La situation économique de ce groupe de pays s'est améliorée en 2015, avec un PIB global en hausse de 3,5 %, contre 2,8 % en 2014. Cette expansion était beaucoup plus rapide que celle observée dans le reste de l'Union européenne ou de la zone euro; ainsi, la convergence vers le niveau de revenu des membres plus anciens s'est poursuivie. Toutefois, la convergence suite à la crise de 2008-2009 est beaucoup plus lente que dans les premières années suivant l'adhésion à l'Union européenne, ce qui reflète le ralentissement considérable de la croissance par rapport à la période antérieure à la crise. Alors que les taux d'expansion se situaient habituellement entre 5 % et 6 % dans ces pays avant la crise, la nouvelle norme s'est établie entre 2 % et 3 %. Les afflux importants d'investissements directs étrangers ont joué un rôle clé en stimulant la capacité de production et en intégrant ces pays aux chaînes d'approvisionnement internationales. Dans les pays où ce processus a été moins intense, la convergence des revenus a également été plus lente.

48. Avant la crise, les nouveaux pays membres de l'Union européenne affichaient de très lourds déficits courants, qui étaient financés par des crédits bancaires et des investissements directs étrangers, accompagnés d'une expansion rapide du crédit, d'un essor des prix de l'immobilier et de pressions haussières du taux de change. Après la crise, la situation est sensiblement différente : les soldes extérieurs ont connu un revirement considérable, et la plupart des pays sont maintenant excédentaires.

49. L'expansion de l'activité économique en 2015 a été portée par la demande intérieure, elle-même alimentée par la faiblesse des taux d'intérêt et la solidité du marché du travail. Les conditions de financement se sont améliorées, l'accès au crédit étant plus facile et soumis à moins de contraintes. Toutefois, l'encours des prêts bancaires a reculé dans certains pays, notamment la Hongrie et la Roumanie. Les prêts non productifs représentaient une part plus petite de l'ensemble des prêts, mais continuaient de poser problème. Les investissements financés par l'Union européenne ont insufflé un élan supplémentaire à l'expansion. La faiblesse des prix de l'énergie a contribué à modérer l'inflation et à renforcer les soldes extérieurs.

50. Le chômage est à la baisse, mais on observe aussi certaines tendances négatives dans le marché du travail. En raison d'une forte émigration et de tendances démographiques défavorables, certains pays connaissent une pénurie de main-d'œuvre dans telle ou telle région et tel ou tel secteur. Ce problème est aggravé par une mobilité interne insuffisante et par les limites des systèmes éducatifs.

51. La croissance devrait ralentir quelque peu en 2016. Les politiques appliquées resteront favorables, avec des taux d'intérêt qui demeureront bas et une politique

budgétaire neutre ou, dans le cas de la Pologne, expansionniste. Néanmoins, la frénésie de consommation retombera et les investissements s'affaibliront, car le cycle de décaissement limitera l'accès aux fonds européens. La valeur de ces transferts s'établissait entre 2 % et 3 % du PIB pour la plupart des pays, et dépassait 3 % en Hongrie. La Bulgarie, la République tchèque et la Hongrie seront les pays les plus durement touchés par la réduction de l'accès au financement européen. Dans l'ensemble, l'écart de croissance avec le reste de l'Union européenne devrait se rétrécir.

52. Les perspectives extérieures concernant l'Union européenne et le reste du monde restent la principale menace pour les résultats économiques futurs. Les nouveaux pays membres ont des économies très largement ouvertes, de sorte que tout ralentissement dans des pays partenaires, en particulier au sein de l'Union européenne, risque de compromettre leurs perspectives économiques. Bien que les relations avec la Chine soient relativement limitées, leur importance augmente lorsque l'on tient compte des conséquences de sa participation aux chaînes d'approvisionnement mondiales.

53. En Pologne, pays à l'économie la plus forte de ce groupe, la forte demande intérieure et les faibles taux d'intérêt ont provoqué une légère accélération de la croissance, à 3,6 %. L'augmentation rapide des exportations a causé une brusque compression du déficit courant, qui a pratiquement disparu. Une performance similaire est attendue en 2016, dans une conjoncture d'assouplissement budgétaire majeur. Les conditions financières des investissements privés se sont améliorées, mais les investissements publics vont perdre de la vigueur, en raison du modèle d'accès au financement de l'Union européenne. L'expansion soutenue ne se traduit pas en pressions inflationnistes, les prix ayant reculé de 0,5 % en 2015. La déflation se poursuivra pendant la majeure partie de l'année 2016, car le rythme de la relance des prix sera limité par la nouvelle baisse des prix du pétrole, étant donné par ailleurs que la forte concurrence dans le secteur de la distribution a pesé à la baisse sur le niveau général des prix. Le taux directeur a été ramené à 1,5 % au premier trimestre 2015 et est resté inchangé depuis. L'affaiblissement de la monnaie et l'expansion budgétaire prévue devraient limiter l'assouplissement.

54. En République tchèque, la croissance a connu une brusque accélération en 2015 : elle a plus que doublé pour se chiffrer à 4,3 % sur la base d'une consommation et surtout d'investissements robustes, stimulés par le désir d'accéder aux fonds de l'Union européenne avant la fin du cycle budgétaire en cours. Les investissements vont diminuer, mais la consommation devrait rester forte, grâce à un marché du travail dynamique et à une amélioration des coûts du crédit. En dépit de l'accélération de la croissance, il y a eu peu de pression sur les prix, et l'inflation à la fin de l'année s'est chiffrée à 0,1 %. La banque nationale tchèque a manifesté son intention de poursuivre sa politique expansionniste en repoussant l'abandon du taux plancher, face à l'assouplissement de la Banque centrale européenne et au maintien d'une faible inflation. L'instauration de taux créditeurs négatifs sur les dépôts pourrait être envisagée pour décourager les apports de capitaux qui risqueraient de provoquer une appréciation excessive de la monnaie tchèque. À l'inverse, les plans budgétaires indiquent une nouvelle phase de consolidation et une dette publique en diminution depuis 2013.

55. La Hongrie bénéficie d'une reprise de la demande, et affiche une performance solide en 2015, avec un PIB en hausse de 2,9 %. Ce taux est toutefois inférieur à

celui observé en 2014 et à l'expansion enregistrée dans les pays voisins. Après des années d'austérité, la politique budgétaire devient expansionniste. L'inflation à la fin de l'année se chiffrait à 0,9 %, et la baisse continue du cours du pétrole indique que la hausse des prix restera nettement inférieure à la cible de 3 % en 2016, ce qui laisse pressentir un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Néanmoins, la croissance risque de ralentir, à mesure que la forte contribution des fonds de l'Union européenne aux investissements s'estompe suite aux apports record d'environ 6 % du PIB enregistrés en 2015. Le caractère procyclique typique du décaissement de ces fonds a été particulièrement marqué en Hongrie. Toutefois, la demande des consommateurs devrait rester forte, dans le contexte de l'amélioration du marché du travail, des effets favorables de la renégociation des emprunts en monnaie étrangère contractés par les ménages et de la faible inflation.

56. L'activité économique a repris en Roumanie en 2015, et le PIB a augmenté de 3,8 %. La demande intérieure était le principal moteur de l'expansion, la consommation des ménages en particulier étant stimulée par la hausse des salaires et l'expansion rapide du crédit. Les investissements ont également repris, mais le taux relativement faible d'absorption des fonds européens a empêché une augmentation plus rapide. Toutefois, les effets de cette reprise sur l'emploi ont été atténués par la hausse rapide des salaires. Une nouvelle accélération de la croissance économique, appuyée par une politique budgétaire plus souple qui permettrait une détente fiscale et une hausse du salaire minimum, est attendue en 2016.

57. En Bulgarie, l'expansion économique a connu une nette accélération, le PIB ayant progressé de 3 %, le double du taux observé en 2014. Cette progression est principalement due aux exportations nettes et à de forts investissements publics. La monnaie nationale est arrimée à l'euro, de telle sorte que les exportations ont également bénéficié des effets différés de la dépréciation. Ceux-ci présentent un intérêt particulier pour la Bulgarie, car environ 40 % de ses exportations sont destinées à l'extérieur de la zone euro. En revanche, la consommation a été relativement faible du fait de la hausse modérée des salaires. Les finances publiques se sont nettement améliorées, le résultat de l'exécution budgétaire de 2014 ayant subi l'influence négative de l'appui fourni au secteur financier. L'expansion devrait être modeste en 2016, car les investissements publics seront compromis par la réalisation de moins de projets financés par l'Union européenne.

58. La Croatie, dernier pays en date à avoir rejoint l'Union européenne en 2013, a vu sa croissance reprendre en 2015 après six ans de récession. Cette reprise était due à la demande intérieure autant qu'extérieure, les allègements fiscaux ayant encouragé la consommation et le financement européen ayant aiguillonné les investissements. Les exportations ont produit de bons résultats, et la balance courante affiche un excédent de plus de 4 % du PIB. Ces performances devraient continuer de contribuer fortement à la croissance en 2016, grâce aux relations de plus en plus étroites de la Croatie avec les autres membres de l'Union européenne. La croissance robuste a facilité la réduction du déficit, mais le déficit budgétaire reste lourd et la dette publique continue d'augmenter.

B. Europe du Sud-Est

59. Une fois résorbées les conséquences des graves inondations survenues en Serbie et en Bosnie-Herzégovine, l'activité économique a repris dans la région des

Balkans occidentaux en 2015. L'amélioration de la situation économique des pays de l'Union européenne et la baisse du prix de l'énergie ont créé des conditions extérieures favorables. Avec une augmentation de 0,8 % du PIB, la croissance de la Serbie, première économie de la région, a été modeste. Elle devrait connaître une accélération en 2016 grâce au renforcement des investissements et à la continuité des bons résultats à l'exportation. La croissance des autres pays de la région a été bien plus rapide. Les investissements, soutenus par l'accélération du crédit et, dans certains pays, par de grands projets d'investissement public, en ont été l'un des principaux moteurs. En revanche, la consommation est restée plutôt modérée en raison de la faiblesse de l'inflation. La reprise économique a facilité la création d'emplois mais n'a pas été suffisamment vigoureuse pour régler le problème du chômage structurel élevé qui caractérise la région. Le taux important de chômage va de pair avec un faible taux d'activité, limitant ainsi le potentiel de croissance.

60. Bien que la dette publique soit élevée, des progrès appréciables ont été accomplis dans la réduction des déficits budgétaires. En Serbie, la plus grande efficacité de la perception d'impôts et l'adoption d'un certain nombre de mesures exceptionnelles ont permis de réduire considérablement l'important déficit budgétaire qui constituait une préoccupation majeure. En dépit de l'accélération des exportations et des transferts de fonds, due à la reprise au sein de l'Union européenne, de lourds déficits des comptes courants ont persisté dans toute la région. L'Albanie, exportatrice nette d'énergie, est la seule à ne pas avoir retiré un avantage de la baisse des cours du pétrole. Même si l'investissement direct étranger a contribué au financement de ces déséquilibres, la dette extérieure a également augmenté dans la région au cours des dernières années.

61. La dépendance de ces pays à l'égard du financement extérieur les rend vulnérables à une dégradation des conditions de financement à l'échelle mondiale. Les prêts non productifs sont un facteur de fragilité financière qui restreint la croissance future du crédit. L'évolution de la situation économique de l'Union européenne, principal partenaire commercial et première source d'investissements et de transferts de capitaux, aura une influence cruciale sur les perspectives économiques de la région.

62. En 2015, la Turquie a vu sa croissance économique s'améliorer, passant de 3,0 % à 4,0 %. Cette évolution s'explique par la hausse de la consommation et la reprise des investissements. Elle devrait ralentir en 2016, notamment en raison des effets négatifs qu'ont les tensions géopolitiques et les sanctions imposées par la Russie sur les revenus issus du secteur du tourisme. Les fortes dépenses publiques et l'augmentation du salaire minimum au début de l'année 2016 auront néanmoins un effet expansionniste. L'inflation est restée élevée, la dévaluation du taux de change ayant limité les conséquences positives de la chute des cours du pétrole. Le ralentissement marqué de la croissance du crédit depuis 2012 s'est poursuivi, étant donné que la situation financière nationale s'est compliquée à cause de conditions moins favorables au financement extérieur. Toutefois, le rapport endettement -PIB a doublé ces cinq dernières années sous l'effet d'un emballement notable et constant du crédit. Le déficit du compte courant a diminué de moitié ces trois dernières années et a atteint 4,4 % du PIB, à la faveur de la baisse des cours du pétrole et de la diminution des importations d'or. Cet ajustement s'est produit dans un contexte de faiblesse des investissements et des taux d'épargne par rapport aux pays de même catégorie; le potentiel de croissance s'en trouve limité.

C. Communauté d'États indépendants

63. La situation économique des pays de la Communauté d'États indépendants s'est nettement détériorée en 2015 sous l'effet de la chute des cours des matières premières et des tensions géopolitiques. Alors que sa croissance en 2014 s'est limitée à 0,9 %, le PIB total s'est contracté de 3 %. Même si certaines économies de petite taille sont importatrices nettes d'énergie et ont à ce titre bénéficié de la baisse des cours du pétrole, les retombées positives qu'a eu la diminution de leur facture d'importation ont été neutralisées par la propagation des chocs en provenance de la Fédération de Russie. Les dévaluations importantes, y compris celles qui ont suivi l'abandon de la fixité du taux de change dans certains pays, ont alimenté l'inflation. Du fait d'une vaste dollarisation financière dans de nombreux pays de la région, les dévaluations sont source de fragilité pour le secteur bancaire à cause de leurs conséquences négatives pour la capacité de remboursement des débiteurs et de fortes disparités monétaires.

64. La production totale devrait continuer de diminuer en 2016, mais plus lentement. La faiblesse des cours du pétrole contraindra les pays exportateurs d'énergie des ajustements dont les effets négatifs seront ressentis dans toute la région. Sa persistance et ses conséquences préjudiciables rappellent avec force qu'il est nécessaire de diversifier l'économie pour la rendre plus robuste. Bien que les pays producteurs d'énergie aient mis en place des cadres fiscaux afin de gérer les revenus issus du secteur des hydrocarbures, il reste beaucoup à faire pour faciliter le changement au sein de la structure de production et réduire la dépendance actuelle à l'égard des matières premières. L'investissement est le principal moyen de diversifier l'économie mais il a fortement diminué dans beaucoup de pays de la région.

65. La Fédération de Russie a subi une série de chocs en 2015, tels que la chute des cours du pétrole, la dépréciation du rouble et plusieurs ruptures des échanges commerciaux dues aux sanctions et aux contre-sanctions. La production a régressé de 3,6 % dans un climat d'effondrement de la consommation et de l'investissement. La reprise sera retardée par la persistance de la faiblesse des cours du pétrole, malgré une certaine amélioration au début de l'année 2016, et les politiques budgétaire et monétaire suivies pour y faire face. Par conséquent, l'économie devrait se contracter pour la deuxième année consécutive. Aucune reprise de la consommation n'est à attendre compte tenu de la situation sur le marché du travail et du gel des salaires dans le secteur public.

66. La dépréciation du rouble a facilité l'adaptation à la baisse des cours du pétrole et a provoqué une contraction massive des importations. Les interdictions qui frappent certaines importations en provenance des pays occidentaux, de l'Ukraine et, au mois de décembre 2015, de la Turquie, ont également joué un rôle à cet égard. La contraction des importations a largement contribué à limiter la chute du PIB dans le cadre d'une diminution marquée de la demande intérieure. Certains secteurs, en particulier ceux de l'agriculture, du traitement des produits alimentaires et de la défense, ont bénéficié du remplacement des importations. La réduction des investissements a néanmoins empêché d'exploiter davantage le potentiel de la russification de la production.

67. L'augmentation de l'excédent du compte courant, passé de 3,1 % du PIB en 2014 à 5,3 % en 2015, résulte principalement de la compression des importations.

L'ajustement budgétaire s'est par contre révélé moins satisfaisant que le rééquilibrage extérieur. Les revenus issus du secteur des hydrocarbures ont chuté d'un cinquième, soit 2,5 % du PIB, tandis que les dépenses ont stagné en pourcentage du PIB. Les autorités monétaires ont rapidement réduit les taux au début de l'année 2015, revenant ainsi sur les fortes hausses de la fin de 2014, alors que l'inflation baissait et que le taux de change se stabilisait. Toutefois, le nouvel affaiblissement fléchissement du rouble, couplé à la chute constante des cours du pétrole, les ont incitées à adopter une démarche plus prudente et à maintenir les taux au même niveau depuis l'été. L'inflation a baissé tout au long de l'année pour atteindre 12,9 % à la fin de 2015, puis 7,3 % en mars 2016. Si l'on s'attend à ce que l'inflation demeure élevée, les effets de base et l'atonie de la demande intérieure font entrevoir d'autres baisses à l'avenir.

68. La réduction du déficit budgétaire est l'un des principaux problèmes que la Fédération de Russie devra résoudre en 2016 car les cours du pétrole seront sans doute plus bas qu'initialement prévu. Le recours au fonds de réserve, où une partie des revenus issus du secteur des hydrocarbures a été versée par le passé, offre une certaine flexibilité mais ne permet pas de contourner la nécessité de diminuer les dépenses pour empêcher l'épuisement des ressources. En 2015, la hausse de l'excédent du compte courant n'a pas pâti des sorties de capitaux privés nets, qui n'ont représenté qu'un tiers des niveaux historiques observés en 2014. Les banques et les entreprises se sont nettement désendettées et les remboursements anticipés au gré de l'émetteur seront bien moins importants en 2016. Les sanctions ont compliqué l'accès aux marchés des capitaux internationaux mais le recours accru aux ressources nationales implique que la Fédération de Russie, comparée à d'autres économies émergentes, est mieux à même de s'adapter à des conditions moins clémentes pour lever des capitaux. Bien que la dette extérieure ait diminué en termes nominaux, la dépréciation du rouble a conduit à une hausse d'environ 10 points de pourcentage de son poids dans le PIB au cours de l'année écoulée.

69. En Ukraine, la production s'est contractée de près de 10 % en 2015. Si l'on additionne les baisses qu'elle a connues de 2013 à 2015, cette contraction s'élève à quelque 20 %. Les mesures d'austérité budgétaire ont contribué à faire brutalement chuter la demande intérieure. La consommation, en particulier, a baissé d'environ un cinquième en 2015. L'Ukraine devrait renouer avec une croissance modeste en 2016 étant donné qu'un certain degré de stabilisation semblait se dessiner à la fin de l'année 2015. Toutefois, les restrictions budgétaires et l'incertitude liée à la situation géopolitique freineront la demande. La consommation restera morose puisque la forte inflation entame le revenu réel et la croissance des exportations sera tout au plus timide en raison de la rupture des échanges commerciaux. Les efforts visant à réduire l'inflation ont toutefois commencé à porter leurs fruits puisque celle-ci a atteint 20,9 % en mars 2016 après avoir culminé à 60,9 % en avril 2015. Cette situation a permis un certain relâchement monétaire, qui devrait se poursuivre.

70. Le redressement du solde extérieur de l'Ukraine a été remarquable. Le déficit du compte courant est passé de 9 % du PIB en 2013 à moins de 0,5 % en 2015. Les importations ont chuté en raison de la faible demande intérieure et de la dépréciation de la monnaie nationale mais ont également souffert de l'imposition de droits d'importation spéciaux qui seront supprimés en 2016. Néanmoins, le potentiel du pays en matière d'exportations a été durement touché par les restrictions au commerce avec la Fédération de Russie et le conflit dans l'est du pays.

71. En janvier 2016, l'Ukraine a rejoint la Zone de libre-échange approfondi et complet avec l'Union européenne. L'Union accorde déjà depuis avril 2014 un accès libre à son marché aux exportations ukrainiennes, à l'exception notable des produits agricoles. Toutefois, les exportations vers l'Union ont largement chuté en 2015, notamment en raison de la diminution des cours des matières premières. Dans le cadre de la Zone de libre-échange, l'Ukraine est censée adopter peu à peu les normes et règles de l'Union dans de nombreux domaines. L'absence de consensus sur la manière de procéder pour remédier aux conséquences que risque d'avoir cet accord pour la Fédération de Russie a été à l'origine de l'adoption d'un certain nombre de mesures de rétorsion, y compris la suspension de l'accord de libre-échange entre les deux pays, l'embargo sur l'importation de denrées alimentaires et les restrictions au transit.

72. L'économie du Bélarus s'est contractée de près de 4 % en 2015 sous l'effet de puissantes forces de contraction intérieures et extérieures, telles que la récession qui a frappé la Fédération de Russie et l'Ukraine, la baisse des salaires réels à cause de l'inflation, qui reste élevée malgré une diminution relative, et la mise en œuvre de politiques restrictives. Les contraintes budgétaires se sont accrues en raison de la réduction constante de la production mais aussi de la perte des revenus issus de la taxation du pétrole qu'expliquent les cours plus bas des produits pétroliers. Le déficit du compte courant s'est réduit mais les besoins en matière de financement extérieur restent considérables. La contraction de l'activité économique devrait se poursuivre en 2016 en raison de lourdes contraintes externes qui ne permettront pas d'adopter des mesures expansionnistes.

73. À l'image d'autres pays exportateurs d'énergie, le Kazakhstan a vu ses termes de l'échange se détériorer du fait de la baisse des cours du pétrole. La situation a été aggravée par la récession en Fédération de Russie et le ralentissement économique en Chine, un partenaire commercial de plus en plus important. La croissance a été nettement freinée en 2015 : le PIB a augmenté de 1,2 %, contre 4,1 % en 2014. La persistance de la faiblesse des cours du pétrole et les politiques d'austérité créent un environnement très défavorable à l'activité économique en 2016.

74. La chute des cours du pétrole a affaibli les finances publiques, dont environ la moitié provient des revenus issus des hydrocarbures. Le Kazakhstan a puisé dans les réserves du fonds pétrolier national pour éviter de procéder à un ajustement plus rigoureux mais l'assainissement des finances publiques et un modèle de dépenses publiques plus efficace sont nécessaires pour ne pas épuiser rapidement les ressources accumulées. En 2015, la détérioration marquée des termes de l'échange a causé une variation supérieure à cinq points de pourcentage du PIB du compte courant ; celui-ci a accusé un déficit de près de 3 % du PIB. À la suite de l'abandon du taux de change fixe en août 2015, le tenge a perdu pratiquement la moitié de sa valeur par rapport au dollar en l'espace de six mois. Cette dépréciation a donné un coup d'accélérateur à l'inflation et a amené la Banque nationale du Kazakhstan à adopter une politique monétaire plus restrictive.

75. La situation économique des autres pays de la Communauté d'États indépendants, y compris des producteurs d'énergie, a été contrastée. L'Azerbaïdjan a souffert de la baisse des cours du pétrole et a dû s'adapter à de nouvelles conditions difficiles en réduisant drastiquement les dépenses publiques en matière d'infrastructure et en laissant la monnaie nationale se déprécier brusquement. Le net ralentissement de la croissance en 2015 devrait être suivi d'une contraction pure et

simple en 2016. Pour les pays qui n'exportent pas de pétrole, les avantages liés à la chute des cours du pétrole ont été contrariés par les répercussions de la récession en Fédération de Russie, qui se sont traduites par une diminution des exportations, de l'investissement et, surtout, des transferts de fonds. L'argent envoyé par les migrants représente d'ordinaire des sommes considérables pour le Kirghizistan et le Tadjikistan, et les systèmes de protection sociale en place dans ces pays ne sont pas en mesure de faire face aux effets de la forte diminution de ces transferts de fonds. La Chine est devenue un partenaire de plus en plus important pour les pays d'Asie centrale et la détérioration de ses perspectives économiques constitue un facteur de risque pour eux aussi.

76. Le Kirghizistan a adhéré à l'Union économique eurasienne en août 2015 et en est devenu le cinquième membre aux côtés de l'Arménie, du Bélarus, du Kazakhstan et de la Fédération de Russie. En dépit des possibilités offertes par cette union sous la forme de la promotion des échanges et de la contribution au dynamisme économique de la région, les échanges entre ses membres ont régressé au cours de sa première année d'existence en raison d'une baisse générale de l'activité économique, même si ce recul a été plus lent que celui observé dans les échanges avec le reste du monde. Le Kazakhstan ayant adhéré à l'Organisation mondiale du commerce en juillet 2015, le Bélarus est désormais le seul pays de l'Union économique eurasienne à ne pas en faire partie.
