



## Conseil économique et social

Distr. générale  
20 avril 2015  
Français  
Original : anglais

---

### Session 2015

21 juillet 2014-22 juillet 2015

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 2014-2015

### Note du Secrétaire général

Le Secrétaire général a l'honneur de transmettre ci-joint un rapport sur la situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) en 2014-2015.



## **Situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) en 2014-2015**

### *Résumé*

La situation économique de la région de la Commission économique pour l'Europe (CEE) s'est légèrement améliorée, le taux de croissance de son produit intérieur brut (PIB) étant passé de 1,2 % en 2013 à 1,8 % en 2014. Cependant, les résultats varient considérablement d'une sous-région à l'autre. La baisse des cours du pétrole a favorisé la reprise mondiale, y compris dans la plupart des pays de la région, mais pour certains pays exportateurs de ressources énergétiques de la Communauté d'États indépendants, notamment la Fédération de Russie, elle a constitué un choc majeur.

Le retour à la croissance de la zone euro, dont le PIB a affiché une modeste hausse de 0,8 %, a été le principal facteur de l'accélération globale. Après des années d'austérité, l'impact négatif de la politique budgétaire sur l'activité économique s'est atténué. Toutefois, les taux de croissance au sein de la zone euro étaient très divers et, malgré certaines améliorations, la fragmentation des marchés n'a pas disparu. L'expansion économique a été plus rapide dans les pays de l'Union européenne qui n'appartiennent pas à la zone euro, notamment au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord, ce qui a fortement contribué à l'expansion globale au sein de l'Union européenne. L'amélioration de la situation économique des pays d'Europe centrale qui viennent de rejoindre l'Union européenne est due au nouveau dynamisme de la zone euro, à une demande intérieure plus forte et à l'utilisation de fonds structurels de l'Union européenne. Alors que, dans la zone euro, la production est restée largement inférieure à son niveau d'avant la crise, aux États-Unis d'Amérique la reprise semble avoir pris de la vitesse, puisque le pays affiche un PIB en hausse de 2,4 % et une importante création d'emplois. Les perspectives économiques et l'évolution future des taux d'intérêt faisant l'objet d'attentes divergentes, le dollar des États-Unis s'est sans cesse apprécié par rapport à l'euro, avec une accélération de la hausse début 2015. Dans la zone euro et dans un certain nombre de pays avancés d'Europe, les autorités monétaires ont introduit des taux d'intérêt négatifs pour lutter contre les pressions déflationnistes.

Les pays en transition ont subi un ralentissement en 2014. Dans le sud et l'est de l'Europe, cette évolution était due à l'impact de graves catastrophes naturelles. Dans la Communauté d'États indépendants, le conflit en Ukraine et les tensions géopolitiques associées ont contribué à freiner la croissance du PIB, ramenée de 2,0 % à 0,7 %. Les sanctions imposées à la Fédération de Russie ont provoqué une hausse des frais de financement et sapé la confiance, mais c'est la chute des cours du pétrole qui a été le principal frein à l'économie. Les perspectives économiques en baisse de la Fédération de Russie ont eu un effet négatif sur d'autres pays de la Communauté d'États indépendants par l'intermédiaire du commerce, de l'investissement et des transferts de fonds. Les devises des pays de la Communauté se sont fortement affaiblies fin 2014 et début 2015, en raison de la baisse du prix de l'énergie, de la fuite des capitaux et de la répercussion des chocs dans cette sous-région.

Les perspectives économiques de la région de la CEE pour 2015 étaient nuancées. Le rythme de l'activité devrait encore s'accélérer dans les pays avancés, alors que la production devrait se contracter dans la Communauté d'États indépendants lorsque les effets du faible prix du pétrole se feront pleinement ressentir. Des problèmes importants persistent : les pays avancés doivent faire face aux conséquences des tendances défavorables en matière de croissance de la productivité et de vieillissement; dans la zone euro, la reprise reste fragile et la crise grecque pourrait faire peser une menace sur la stabilité; et les tensions géopolitiques n'ont pas encore disparu au sein la Communauté d'États indépendants, ce qui exacerbe les fragilités créées par une diversification économique insuffisante.

## I. Introduction

1. Les 56 États membres de la Commission économique pour l'Europe (CEE) sont très différents en termes de niveau de développement et de situation économique. La région compte la plupart des pays avancés du monde, mais également un certain nombre de pays à faible revenu et à revenu moyen inférieur parmi les pays en transition d'Europe et d'Asie centrale. 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 l'Amérique du Nord, composée du Canada et des États-Unis, les pays de la zone euro et les autres pays avancés d'Europe. Les pays émergents incluent les nouveaux États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore intégré la zone euro, les pays du sud-est de l'Europe qui ne sont pas membres de l'Union européenne, notamment la Turquie, et les pays membres de la Communauté d'États indépendants et la Géorgie.

## II. Amérique du Nord

2. Aux États-Unis, la situation économique s'est légèrement améliorée en 2014. Après un départ poussif dû à un hiver particulièrement rude et à l'écoulement des stocks existants, le rythme de l'expansion s'est accéléré tout au long de l'année. Le PIB est passé de 2,2 % en 2013 à 2,4 %. La consommation a été vigoureuse, en hausse de 4,2 % au dernier trimestre 2014 (taux annuel corrigé des variations saisonnières) et de 2,5 % pour l'ensemble de l'année. Les dépenses ont été stimulées par une inflation en baisse, la création d'emplois et, au cours du dernier trimestre, le faible prix de l'énergie. L'augmentation du patrimoine des ménages, résultant d'une hausse du prix des actifs et d'une diminution de l'endettement, stimulera encore la consommation. Alors que dans la zone euro l'endettement des ménages est resté élevé, en Amérique du Nord les annulations et les réaménagements de crédits ont facilité la réduction du levier d'endettement, améliorant ainsi la situation financière des ménages. La croissance de l'investissement a aussi été dynamique, l'investissement privé en capital fixe affichant une croissance de 5,2 %. Cependant, ce taux est encore relativement faible pour une phase d'expansion. À mesure que l'activité économique s'accélénera et que le moral des milieux d'affaires s'améliorera, le rythme de l'investissement devrait prendre de la vitesse.

3. Les dynamiques du marché du travail ont été très positives. Le taux de chômage était tombé à 5,6 % fin 2014, dans un climat de création rapide d'emplois. La baisse du taux de chômage, de 1,2 point de pourcentage, n'avait plus été aussi rapide depuis 1984. Le nombre moyen d'emplois non agricoles créés par mois est passé de 194 000 en 2013 à 246 000. La baisse globale du chômage est due pour les deux tiers environ à la diminution du nombre de chômeurs de longue durée. Malgré une croissance rapide de l'emploi, il y a eu peu de pression sur les salaires, signe d'une stagnation continue du marché du travail en 2014. À mesure que la reprise se renforcera, on devrait observer une croissance plus rapide des salaires. La reprise incite en outre plus de personnes à reprendre un travail, ce qui fait augmenter le taux d'activité, qui a atteint 62,9 % en février 2015. Toutefois, le vieillissement de la population est une tendance séculaire puissante qui pousse le taux d'activité vers le bas.

4. L'accélération de l'activité économique ne s'est pas traduite par des pressions sur les prix. L'inflation des prix à la consommation était tombée à 0,7 % fin décembre 2014, principalement sous l'effet de la baisse du prix de l'énergie, alors qu'elle était de 1,5 % en 2013. En février 2015, l'inflation affichée était négative, avec une baisse annuelle des prix de 0,1 %. La diminution de l'inflation a fait augmenter les salaires réels, dont la valeur nominale a augmenté lentement. Cependant, à l'exception du prix de l'énergie et des denrées alimentaires, l'inflation affichée n'a pratiquement pas changé par rapport à l'année précédente : elle est passée de 1,7 % à 1,6 % au cours de l'année, pour remonter à 1,7 % en février 2015.

5. Tandis que l'expansion économique aux États-Unis s'accélérait alors que les autres pays enregistraient une croissance plus faible, les possibilités de resserrement de la politique monétaire ont entraîné une appréciation du dollar qui s'est accélérée début 2015, en particulier par rapport à l'euro. Cette tendance devrait se poursuivre, ce qui aura un effet négatif sur le volume des exportations. Si la croissance des exportations de biens et services en valeur réelle est restée plus ou moins stable à 3,1 % en 2014, les importations ont augmenté de 3,9 %, contre 1,1 % en 2013, en raison de l'accélération de l'activité économique et de la perte de compétitivité liée à l'appréciation du dollar. Le déficit de la balance courante est toutefois resté inchangé à 2,4 % du PIB, en partie du fait de l'amélioration des termes de l'échange résultant de la baisse du prix de l'énergie.

6. Les États-Unis ont fait un gros effort d'assainissement des finances publiques ces dernières années. Le ratio de la dette nationale au PIB a diminué de 7 points de pourcentage au cours des cinq derniers exercices budgétaires. Du fait de l'augmentation des recettes due à l'accélération de la croissance et de l'adoption de nouvelles mesures d'assainissement des finances publiques, le déficit est descendu à presque 5 % du PIB en 2014. Le handicap que représentait la politique budgétaire pour l'activité économique s'est malgré tout atténué. La diminution du déficit a entraîné une contraction ces dernières années, en particulier en 2013, à mesure que les diverses mesures budgétaires anticycliques adoptées après la récession étaient supprimées. Les dépenses du Gouvernement devraient augmenter en 2015, ce qui favorisera l'accélération de l'activité économique.

7. La politique monétaire est restée très favorable à l'activité économique tout au long de l'année 2014, mais tend à se normaliser. La Réserve fédérale a progressivement réduit ses nouveaux achats de titres à long terme pour finalement y mettre un terme en octobre 2014. Bien qu'il n'y ait plus de nouveaux achats, les stocks constitués ont continué d'influencer les taux d'intérêt à long terme.

8. Les taux d'intérêt à long terme, tels que mesurés par le rendement des obligations à 10 ans, étaient tombés à 2,2 % en décembre 2014, soit 3 % de moins qu'en 2013, et ce malgré l'amélioration du marché du travail et la fin des achats d'actifs par la Réserve fédérale. Les rendements ont continué de décroître début 2015, tombant à 1,9 % en avril. Au vu de l'absence de tension inflationniste, les taux d'intérêt devraient rester faibles pendant longtemps. Même si le Federal Open Market Committee devrait augmenter son taux directeur fin 2015, il a signalé qu'il pouvait attendre pour normaliser la politique monétaire et que tout changement dépendrait des futures données économiques. Les décideurs, qui s'efforcent de favoriser la reprise tout en maîtrisant les pressions émergentes sur les prix, auront du mal à abandonner une période de taux d'intérêt nuls.

9. Alors que l'expansion économique aux États-Unis a semblé prendre de la vitesse et que la production devrait encore s'accélérer en 2015, plusieurs facteurs de risque pourraient compromettre les résultats économiques. L'appréciation du dollar entraîne une perte de compétitivité qui a déjà eu un effet sur la croissance des exportations. Une période de politique monétaire extrêmement laxiste s'achève et la réaction des marchés financiers pourrait provoquer de nouvelles turbulences et des retombées négatives pour le pays. Des taux bas peuvent inciter à une prise de risques excessive, créant des vulnérabilités qui ne deviennent apparentes que dans de nouvelles conditions financières.

10. Les perspectives de croissance à moyen terme sont compromises par la faible croissance de la productivité, qui avait déjà ralenti avant la crise financière de 2008-2009. Le taux de croissance de la productivité hors secteur agricole a chuté à 1,4 % entre 2007 et 2014, alors qu'il était de 2,6 % entre 2000 et 2007. Le vieillissement de la population, ainsi que la baisse du taux d'activité et de la productivité qui y est associée, ont réduit le taux de croissance potentiel.

11. Le Canada a bénéficié de la reprise aux États-Unis et d'une devise plus faible, la croissance s'accéléralant pour atteindre 2,5 % en 2014, contre 2,0 % en 2013. L'expansion a bénéficié d'une forte consommation des ménages, en hausse de 2,8 %, et d'une demande extérieure vigoureuse, les exportations ayant augmenté de 5,4 %. Par contre, l'investissement en capital fixe des entreprises était pratiquement nul, affichant une croissance de 0,9 %. En l'absence de pression sur les prix, la politique monétaire a été favorable. L'inflation, qui était de 1,5 % à la fin de l'année, est tombée de 1 % en février 2015, en grande partie en raison de la chute du prix de l'essence. L'assainissement des finances publiques a eu un impact limité sur la croissance. Malgré les bons résultats enregistrés récemment, il reste des fragilités financières importantes, en particulier un fort endettement des ménages et des déséquilibres croissants dans certains secteurs du marché du logement. Le Canada est un exportateur net de pétrole, et le niveau bas persistant des cours du pétrole, bien qu'il profite aux consommateurs, aura globalement un effet négatif sur les perspectives économiques.

### **III. Pays avancés d'Europe**

#### **A. Zone euro**

12. Contrairement à d'autres entités territoriales avancées, la zone euro a connu une récession à double creux. La crise économique de 2008-2009 a été suivie d'une brève reprise en 2010-2011, avant que la crise de la dette souveraine ne provoque un nouveau ralentissement de l'économie. Après deux ans de repli, la zone euro a retrouvé la croissance en 2014, mais celle-ci était atone, le PIB n'augmentant que de 0,8 %. Les reprises lentes caractérisent certes les processus de désendettement après les crises financières, mais le ralentissement en Europe a été particulièrement marqué. Six trimestres après le début de la reprise, au deuxième trimestre 2013, le PIB de la zone euro était toujours inférieur de 2,2 % au niveau qui était le sien avant la crise, au premier trimestre 2008. La production dans les pays périphériques (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal) est toujours d'environ 9 % inférieure à son niveau d'avant la crise.

13. Les résultats de l'économie ont été très inégaux, les taux de croissance étant très différents d'un pays à l'autre. L'expansion a été plus rapide dans les nouveaux États membres de l'Union européenne qui ont adopté l'euro, en Allemagne et dans certains pays périphériques, comme l'Espagne et l'Irlande. Ce dernier était le pays de la zone euro à la croissance économique la plus rapide, son PIB ayant augmenté de 4,8 %. En Italie, l'économie était en repli pour la troisième année consécutive et en France les résultats étaient médiocres.

14. L'activité économique devrait se relever en 2015, soutenue par le prix du pétrole, une politique monétaire plus favorable, le ralentissement des mesures d'assainissement des finances publiques et la dépréciation de l'euro, qui s'est accélérée fin 2014. Les prévisions pour 2015 varient fortement en fonction des pays : les résultats devraient être meilleurs en Allemagne et en Espagne, alors qu'une croissance beaucoup plus faible est attendue en France et en Italie. Par ailleurs, les perspectives en baisse dans les pays émergents tirent les exportations vers le bas. Le fort taux de chômage dans certains pays et le processus continu de désendettement des entreprises et des ménages freineront la reprise.

15. La consommation a été le principal moteur de l'expansion de l'activité économique, affichant une augmentation globale de 1,4 % en 2014. Toutefois, dans certains pays, la consommation n'a que faiblement réagi à l'accélération de la croissance des revenus. Les tendances en matière d'inégalités étaient également variables dans les différents pays de la zone euro. Le ratio de la part du revenu disponible des 10 % les plus riches par rapport aux 10 % les plus pauvres a augmenté depuis 2008 en Autriche, en Espagne, en Grèce et en Italie, mais a baissé en Belgique, en Finlande, au Portugal et au Royaume-Uni.

16. Par rapport au relatif dynamisme de la consommation, l'investissement est resté faible, la formation brute de capital fixe affichant une croissance de 0,3 %. Le ralentissement de l'investissement fixe est très prononcé depuis le début de la crise financière mondiale, mais il n'entrave plus la croissance économique. La faiblesse de l'investissement est plus marquée qu'après d'autres crises financières et, contrairement à ce qu'ont connu d'autres pays avancés, la reprise dans ce domaine reste lente. De nombreux facteurs limitent l'investissement, notamment la faiblesse de la demande, le taux restreint d'utilisation des capacités de production, l'incertitude économique et le processus de désendettement en cours, qui vise à remédier aux excès antérieurs. L'assainissement des finances publiques et l'éclatement de la bulle immobilière ont également nui à l'investissement. En conséquence, le ratio de l'investissement au PIB est d'environ 2,5 points de pourcentage inférieur à la moyenne de la période 1998-2007, avant la crise.

17. L'amélioration continue des conditions financières a un effet positif sur les perspectives en matière d'investissement. La confiance dans le secteur bancaire s'est renforcée, en partie suite à la publication, en octobre 2014, des résultats de l'évaluation complète de la Banque centrale européenne. Alors qu'aux États-Unis l'on a affronté la situation plus rapidement et de façon ferme, en Europe, la confiance a été mise à mal par l'absence de solution apportée à la situation du secteur bancaire. Cette évaluation a toutefois révélé que les banques de la zone euro n'avaient besoin que de petites injections de capitaux pour conserver un ratio de fonds propres approprié dans des circonstances difficiles.

18. Néanmoins, la situation reste indécise et présente des risques considérables. Les prêts bancaires au secteur privé ont continué de diminuer en 2014, mais à un

rythme plus lent. La contraction des prêts était due aux prêts au secteur des sociétés non financières, alors que la croissance des prêts aux ménages était positive. Les taux d'intérêt débiteur ont fortement baissé depuis l'été 2014. Cependant, dans certains pays les prêts non rentables restent élevés, ce qui nuit à la rentabilité et aux prêts, et entraîne une vulnérabilité aux chocs. La fragmentation des marchés persiste. Le coût des prêts aux entreprises des pays périphériques de la zone euro est encore élevé et, malgré une certaine uniformisation, l'écart avec les pays principaux est encore important.

19. L'élan donné par les exportations a aussi été limité et l'impact de la demande extérieure nette sur la croissance en 2014 était plus ou moins neutre. La dépréciation de l'euro stimulera les exportations mais l'effet sur la croissance globale sera limité, car l'économie de la zone euro est relativement fermée : les exportations ne représentent qu'un cinquième environ de la production totale.

20. L'excédent courant de la zone euro était important en 2014, représentant quelque 2,8 % du PIB, et a encore augmenté début 2015 sous l'effet de la chute des cours du pétrole. Cependant, les situations varient beaucoup en fonction des pays. L'Allemagne, avec un excédent de l'ordre de 8 % de son PIB, représente la majeure partie de l'excédent global. L'Irlande, le Luxembourg et la Slovaquie avaient, eux, un excédent proche des 5 % de leur PIB, alors que la Finlande, la France et la Grèce affichaient des déficits de l'ordre de 1 % à 2 %. Une brusque correction du déséquilibre courant a été observée en 2007 et 2008 dans la zone euro, au détriment des pays périphériques débiteurs. La réduction du déséquilibre économique est liée non seulement à l'impact des politiques d'austérité sur la demande intérieure, mais aussi, en particulier en Irlande et en Espagne, à l'amélioration de la compétitivité.

21. Le chômage est resté élevé (11,3 % en février 2015, en baisse par rapport à 11,8 % en 2014), avec de grandes différences entre les pays. Toutefois, la reprise de l'emploi a été relativement rapide, en raison de légères améliorations de l'activité économique, qui pourraient être dues aux réformes du marché du travail menées dans certains pays. La croissance du coût de la main-d'œuvre est restée modérée, facilitant la création d'emplois. Fin 2014, le secteur de la construction affichait une création nette d'emplois, pour la première fois depuis la crise de 2008-2009.

22. Le taux de chômage des jeunes, plus sensible au climat économique, a considérablement augmenté dans de nombreux pays durant la récente crise, et les améliorations observées en 2014 et début 2015 ont été restreintes. Une autre préoccupation politique majeure est l'augmentation du chômage de longue durée (c'est-à-dire de plus de 12 mois), qui est associée à la fuite des cerveaux et n'est pas facilement résorbée lorsque l'activité reprend. Malgré le manque de dynamisme économique de ces dernières années, le taux d'activité a augmenté au cours de la dernière décennie, avant de se stabiliser aux environs de 64 % en 2014. En 2014, en Espagne, un des plus grands pays de la zone euro, il a chuté, en partie sous l'effet de l'émigration.

23. Dans la zone euro, l'inflation a été pendant longtemps largement inférieure à l'objectif de stabilité des prix de la Banque centrale européenne (tout juste inférieure à 2 %). Après avoir baissé pendant un certain temps, elle est devenue négative en décembre 2014. La faiblesse du prix de l'énergie a été le moteur de la baisse, mais l'inflation sous-jacente, qui annulait l'impact du prix de l'énergie et des denrées alimentaires non transformées, était également très faible, signe d'une stagnation persistante. Pour l'instant, la déflation ne semble pas présager de baisses



persistantes des prix à l'avenir, ce qui mènerait au report des décisions d'achat. Cependant, elle reste une préoccupation majeure et des chocs négatifs pourraient faire croire à une prochaine baisse des prix. Les baisses de prix poussent à la hausse les taux d'intérêt réels et les ratios d'endettement, car elles contribuent à ralentir la croissance en valeur nominale. Bien que les taux nominaux aient baissé, les taux d'intérêt réels sont plus élevés dans les pays ayant un plus fort taux de chômage, en raison de l'impact de la déflation, ce qui entrave la reprise dans les pays qui en ont le plus besoin. La dépréciation de l'euro, provoquée par l'idée que l'Union européenne et les États-Unis vont adopter des politiques monétaires de plus en plus différentes, contribuera à contrer les tendances déflationnistes. En revanche, les réformes structurelles des marchés des produits et du travail peuvent contribuer à faire apparaître des tendances déflationnistes à court terme en augmentant la concurrence et en réduisant la pression sur les prix.

24. Après des années de resserrement, la politique budgétaire a été relativement neutre en 2014. Bien que la tendance soit encore à l'assainissement des finances, plusieurs pays ont bénéficié de délais supplémentaires pour atteindre les objectifs qui leur avaient été fixés. Les procédures pour déficit excessif engagées contre six pays ont été closes en 2014, au vu des progrès accomplis dans la réduction de leur déficit. Le déficit global de la zone euro est tombé à 2,6 % du PIB en 2014, contre 2,9 % en 2013, mais le ratio dette/PIB a continué de croître. Cette réduction a été obtenue grâce au contrôle des dépenses, à la baisse du coût du financement de la dette publique et à une activité économique accrue. Le rendement des obligations d'État à long terme a fortement diminué en 2014 et au début de 2015. Par contre, la différence entre les obligations souveraines allemandes et celles d'autres pays a été relativement peu touchée par les incertitudes politiques et les doutes des marchés concernant la Grèce fin 2014 et début 2015.

25. Certaines initiatives ont permis une plus grande flexibilité en matière de politique budgétaire et des augmentations des dépenses publiques visant à favoriser la croissance à long terme. Avec son plan d'investissement, présenté en novembre 2014, l'Union européenne a pour objectif de mobiliser des investissements équivalant à 2,5 % de son PIB entre 2015 et 2017 pour des projets liés à l'infrastructure et aux petites et moyennes entreprises. Cependant, les effets de ce plan ne se feront pas sentir avant 2016.

26. Contrairement aux États-Unis, où une politique budgétaire plus expansionniste a été appliquée, la zone euro a eu recours à une combinaison de politiques monétaires souples et de réformes structurelles pour promouvoir la reprise économique. Les réformes structurelles n'ayant qu'un effet limité à court terme, c'est la politique monétaire qui doit soutenir la demande. En 2014, la Banque centrale européenne a étendu la gamme de ses mesures extraordinaires de lutte contre la déflation. Après deux baisses, le principal taux de refinancement est tombé à 0,05 % et le taux de prêt marginal à 0,30 %. Depuis juin 2014, la Banque applique un taux négatif à sa facilité de dépôt (-0,20 %).

27. Une des mesures originales introduites par la Banque centrale européenne concerne les « opérations de refinancement à long terme ciblées », qui permettent aux banques d'emprunter jusqu'à mille milliards d'euros à des conditions très avantageuses si elles satisfont aux critères de prêt fixés par la Banque. Cependant, il semblerait que les mesures de politique monétaire existantes n'ont pas suffi à ramener le bilan au niveau qui était le sien au début 2012 (environ 3 000 milliards

d'euros). Alors que les banques ont commencé à rembourser à la Banque centrale européenne les emprunts à long terme contractés durant la crise, le bilan était tout juste supérieur à 2,2 milliards d'euros fin 2014. Afin d'y remédier, la Banque a lancé en janvier 2015 un programme d'assouplissement quantitatif pour acheter des actifs d'un montant de 60 milliards d'euros par mois.

28. L'achat de titres du secteur privé ne suffira pas à améliorer le bilan, étant donné la prédominance des prêts bancaires en Europe. Par conséquent, ce programme étendu d'achat de titres prévoit l'acquisition d'obligations d'État et autres titres publics, en plus de titres adossés à des valeurs mobilières et d'obligations garanties émises par des entités privées. De ce fait, une controverse est née au sujet du bien-fondé de cette initiative pour la politique monétaire et de son impact sur la détermination des gouvernements européens à introduire des réformes. La plupart des achats de valeurs se feront en titres de dette souveraine de premier ordre, mais d'autres critères de sélection peuvent être appliqués aux pays qui présentent plus de risques mais qui ont mis en place un programme de réformes convenu.

29. L'assouplissement quantitatif peut avoir un effet stimulant par son impact sur le taux de change. Il accroît aussi indirectement la marge de manœuvre budgétaire en réduisant les frais financiers des gouvernements et contribue à faire augmenter le prix des actifs financiers. Toutefois, dans la zone euro, à la différence des États-Unis ou du Royaume-Uni, le secteur privé dépend davantage de la finance bancaire que des marchés financiers. Par conséquent, l'impact de ce type d'initiatives sur les frais financiers supportés par les sociétés serait plus limité que dans ces pays.

30. La situation économique s'est certes améliorée, mais plusieurs risques pesant sur la zone euro assombrissent les perspectives économiques. Une partie de l'effet stimulant de la baisse des cours du pétrole a été annulée début 2015, en partie en raison de la dépréciation de l'euro. Pour appuyer la reprise, il faudra à moyen terme combiner une politique budgétaire moins stricte avec une réduction progressive de la dette publique dans certains pays. Les incertitudes concernant le futur programme de soutien à la Grèce n'ont eu qu'un impact limité sur le moral et, si de nouveaux troubles devaient éclater dans ce pays, la zone euro serait maintenant plus en mesure d'y faire face qu'en 2012. Il n'empêche que les incidences négatives d'un scénario qui pourrait amener la Grèce à quitter la zone euro seraient très importantes.

31. Même si une accélération est attendue, la croissance en 2015 ne suffira pas pour influencer de manière significative sur le taux de chômage. Face à l'augmentation du chômage structurel, qui réduit la croissance potentielle et la cohésion sociale, il faut adopter des politiques spécifiques, notamment diverses initiatives relatives à la demande, visant à résorber le chômage des jeunes et le chômage de longue durée. Au vu du vieillissement de la population et du fléchissement de la croissance de la productivité, des réformes structurelles sont nécessaires pour remédier aux problèmes qui entravent la croissance à moyen terme.

32. Malgré les récentes difficultés qu'elle a connues, la zone euro a continué de s'agrandir. La Lituanie, dont la devise était liée à l'euro depuis 2002, a adopté la monnaie unique le 1<sup>er</sup> janvier 2015, devenant ainsi le dix-neuvième membre de la zone euro. Ce nouvel élargissement n'aura pas d'incidence majeure sur l'ensemble de la zone euro, car le pays ne représente qu'environ 0,4 % du PIB combiné.

## B. Autres pays avancés

33. Le Royaume-Uni a continué de faire preuve d'un dynamisme supérieur à la moyenne européenne, représentant environ un tiers de la croissance de la production totale en 2014, ce qui est bien supérieur à sa part des activités de l'Union européenne. Son PIB a augmenté de 2,8 % en 2014, contre 1,7 % en 2013. L'expansion s'est équilibrée, tandis que l'accélération de l'investissement des entreprises stimulait le rythme de la demande des consommateurs. La demande extérieure nette freinait quelque peu l'activité économique. Le chômage était tombé à 5,8 % en janvier 2015, contre 7,3 % en 2014.

34. Malgré la reprise de la croissance, l'inflation est restée faible, sans variation des prix en 2014 et jusqu'en février 2015. L'appréciation de la livre en 2014, suite à l'accélération de la croissance et aux prévisions de normalisation des politiques monétaires, a contribué à réduire les pressions sur les prix. Toutefois, les prix de l'immobilier ont augmenté dans tout le pays, faisant à nouveau craindre que les biens ne soient plus dans les moyens de la population, qui risque, pour les acheter, de mettre en jeu sa stabilité financière. Les emprunts nets du secteur public sont tombés à 5 % pour l'exercice budgétaire 2014-2015, soit la moitié du pic atteint après la crise en 2008 et 2009. La politique monétaire est restée favorable, avec un taux directeur de 0,5 % depuis 2009 et un programme continu d'assouplissement quantitatif d'une valeur de 375 milliards de livres. Une perspective d'inflation bénigne signifie qu'aucun relèvement des taux d'intérêt n'est imminent.

35. En Suisse, l'activité économique a crû à un taux d'environ 2 % en 2013 et 2014. En janvier 2015, la Banque nationale suisse a abandonné le taux plancher de 1,20 franc suisse pour un euro, ce qui a provoqué une brusque appréciation de la devise nationale. Cela poussera les prix vers le bas et nuira aux perspectives économiques. Les prix à la consommation sont globalement restés stables au cours des deux dernières années, mais la croissance est devenue négative en novembre 2014. Le rythme de la baisse s'est accéléré : en mars 2015, les prix affichaient une baisse de 0,9 % sur 12 mois. La suppression du taux plancher s'est accompagnée d'une baisse du taux d'intérêt déjà négatif des dépôts à vue, à -0,75 %, visant à atténuer les pressions haussières et le resserrement des conditions monétaires qui en découle.

36. Le Danemark, qui a retrouvé la croissance après deux ans de contraction avec une hausse de 1 % du PIB en 2014, a été contraint de prendre des mesures fermes pour préserver l'ancrage de sa monnaie à l'euro. La pression s'est accentuée après la décision de la Banque nationale suisse d'abandonner le taux plancher. Les autorités monétaires ont abaissé les taux à plusieurs reprises début 2015, ramenant le taux de ses certificats de dépôt à -0,75%.

37. En Suède, la croissance s'est accélérée, avec une hausse de 2,1 % du PIB en 2014 contre 1,3 % en 2013, alimentée par une forte demande intérieure. Malgré l'accélération de la croissance économique, qui s'est accompagnée d'une augmentation rapide des prix de l'immobilier, l'inflation est négative depuis deux ans. Les autorités monétaires ont eu recours à des mesures originales pour lutter contre les pressions déflationnistes, qui ont été exacerbées par l'appréciation du taux de change. En février 2015, la Banque nationale de Suède a été la première banque centrale à décider de fixer un taux directeur négatif, qui est actuellement de -0,25%.

## IV. Pays émergents

### A. Nouveaux États membres de l'Union européenne

38. La situation économique des nouveaux États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore adopté l'euro a été sensiblement meilleure que celle des anciens membres, mais de façon très variable. Alimentée par la demande des consommateurs dans la plupart des pays, la croissance s'est accélérée en 2014, avec un PIB global en hausse de 2,9 %, contre 1,3 % en 2013.

39. Le retour à la croissance de la zone euro a donné un nouvel élan à l'expansion économique. Les conditions des prêts extérieurs se sont quelque peu améliorées, appuyées par les politiques actuelles de la Banque centrale européenne. Cependant, plusieurs banques dépendant de la Banque des règlements internationaux ont appliqué à divers degrés des réductions des prêts, dans pratiquement tous les pays. Du fait de la baisse du prix de l'énergie et de la faiblesse de l'inflation importée de la zone euro, le déclin de l'inflation était généralisé. Cette sous-région a aussi fait face à des difficultés particulières, car l'incidence des sanctions adoptées par la Russie en représailles s'est fait plus fortement sentir, en raison de relations commerciales plus étroites.

40. En Pologne, la plus importante économie de la sous-région, la croissance a été de 3,3 % en 2014, soit une forte augmentation par rapport à la hausse de 1,7 % affichée en 2013. L'investissement s'est envolé d'environ 9 %, tandis que la consommation a augmenté de quelque 3 %. Les fonds structurels de l'Union européenne, qui sont versés sous forme d'investissement conjoint, ont fortement contribué à l'augmentation de l'investissement. En contraste frappant avec la vigueur de la demande intérieure, la demande extérieure nette, qui avait été un moteur de l'expansion économique ces trois dernières années, est devenue un frein. Ces mauvais résultats extérieurs étaient dus à l'accélération de la demande intérieure, qui a entraîné une augmentation des importations, mais aussi à la force de la devise nationale et à l'importance qu'avaient les marchés russe et ukrainien pour les exportateurs polonais. L'inflation, qui était très faible depuis quelque temps, est devenue négative à la mi-2014. Malgré les tendances déflationnistes en présence, la Banque nationale de Pologne a maintenu le taux d'intérêt à 2,5 % pendant un certain temps avant de l'abaisser à 2 % en octobre 2014. Une baisse supplémentaire à 1,5 % en mars 2015 devrait marquer la fin du cycle d'assouplissement.

41. Après deux ans de déclin, l'économie de la République tchèque a retrouvé la croissance en 2014. Cependant, malgré une hausse de 2 %, son PIB reste inférieur au niveau atteint en 2008. La consommation s'est accélérée et l'investissement, qui avait subi une chute brutale en 2014, a rebondi, la formation brute de capital fixe ayant crû de 4,5 %. La demande extérieure nette, par contre, n'a pas contribué à la croissance. L'inflation a été très faible et est devenue négative début 2015 sous l'effet de la faiblesse du prix de l'énergie. Après le gros effort d'assainissement des finances accompli ces cinq dernières années, un certain assouplissement a contribué à la reprise. Les politiques devraient continuer d'évoluer dans ce sens en 2015, ce qui favorisera la poursuite de l'expansion économique et l'utilisation des fonds structurels de l'Union européenne. La politique monétaire était souple, le taux de référence étant fixé à 0,05 % depuis novembre 2012. Toutefois, les prêts aux conditions du marché sont restés timides et ont augmenté principalement en raison

de la hausse des prêts immobiliers. Le niveau d'endettement des entreprises comme des ménages est faible, ce qui constitue un bon point de départ pour l'expansion, tandis que la reprise s'installe.

42. La croissance économique s'est fortement accélérée en Hongrie en 2014, le PIB affichant une croissance de 3,6 %, contre 1,5 % en 2013. Les versements provenant de l'Union européenne, qui représentaient environ 6 % du PIB, ont joué un rôle clef dans cette expansion. Sous l'effet de cette injection extérieure de capitaux et de la réalisation de plusieurs grands projets d'investissement public, l'investissement a augmenté d'environ 14 %. La consommation a également été dynamique, stimulée par la création rapide d'emplois et la croissance des salaires réels, qui était favorisée par une faible inflation. Les résultats extraordinaires obtenus en matière d'investissement ne devraient cependant pas se reproduire en 2015, une décélération étant observée depuis la mi-2014. La demande extérieure nette a fortement contribué à la croissance après la crise, mais elle a décliné ces dernières années, pour finalement devenir négative en 2014. Les emprunts hypothécaires des ménages en devises étrangères, qui représentent environ 10 % du PIB, seront convertis en titres en devise nationale. Cette initiative, qui avait été adoptée avant la brusque appréciation du franc suisse par rapport à l'euro, contribuera à neutraliser les risques financiers.

43. Dans les États du sud-est de l'Europe qui ont récemment intégré l'Union européenne, les résultats économiques ont été plus faibles, voire mauvais. En Roumanie, la croissance du PIB a ralenti à 2,9 % contre 3,4 % en 2013. Si la consommation est restée très dynamique en raison de la croissance des salaires réels, l'investissement a décliné sous l'effet des mesures d'assainissement et de la difficulté persistante d'obtenir des fonds, mais à un rythme plus lent qu'en 2014. Cependant, la principale raison de la décélération observée était la faible contribution de la demande extérieure nette à la croissance. L'inflation, qui a décliné tout au long de l'année, était tombée à 1 % en décembre 2014 et continuait de baisser début 2015. La Roumanie n'a pas pleinement profité des fonds disponibles auprès de l'Union européenne : fin 2014, elle n'avait utilisé que la moitié de sa part des fonds structurels et du Fonds de cohésion. Tandis que les mesures d'assainissement se poursuivaient, la politique monétaire s'est assouplie et la Banque nationale de Roumanie a abaissé les taux d'intérêt, de 4 % en décembre 2013 à 2,25 % en février 2015.

44. Bien que l'expansion économique se soit accélérée en Bulgarie, elle est restée médiocre, le PIB augmentant de 1,7 % en 2014 contre 1,1 % en 2013. Stimulée par une augmentation rapide des salaires réels, la consommation des ménages est repartie à la hausse, devenant le principal moteur du dynamisme économique. La croissance modeste des exportations, qui s'explique en partie par les problèmes économiques en Russie et en Ukraine, n'a été possible que grâce à une augmentation des ventes sur les marchés de l'Union européenne. Malgré une demande intérieure croissante, la Bulgarie a enregistré l'une des plus importantes baisses des prix de l'Union européenne : ils avaient chuté de 2 % à la fin 2014. Les finances publiques ont pâti de la nécessité de rembourser une partie des dépôts garantis d'une banque en faillite.

45. L'économie de la Croatie se contracte depuis 2009. Son PIB a chuté de 0,4 % en 2014, contre 0,9 % en 2013. La demande intérieure est restée faible et seule la demande extérieure nette a apporté une contribution positive à la croissance. À

environ 17 % fin 2014, le taux de chômage y est parmi les plus élevés de l'Union européenne. Le déficit public est resté relativement stable, avec un écart d'environ 5 % par rapport au PIB. Suite à l'appréciation du franc suisse par rapport à l'euro, qui a eu une incidence sur environ 40 % des prêts immobiliers, il a été décidé de protéger les ménages et de faire porter le fardeau aux banques, ce qui aggravera les problèmes d'un secteur qui a déjà une part importante et croissante de prêts non rentables.

46. La situation économique de ces pays est étroitement liée à la performance de la zone euro. La déception liée à l'accélération attendue dans la zone euro compromettra les perspectives de croissance, mais, dans la plupart des pays, la demande intérieure semble solide et soutient l'accélération de l'expansion économique. L'investissement devrait augmenter, bénéficiant de programmes de prêt spéciaux dans certains pays, des fonds structurels de l'Union européenne et de taux bas. Bien que certains pays soient particulièrement sensibles à l'évolution des conditions de prêt des fonds étrangers, l'accès aux crédits s'est amélioré et tous ont un excédent courant ou de faibles déficits, ce qui réduit leur vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur. Les nouveaux États membres de l'Union européenne sont particulièrement exposés aux problèmes touchant les importations de gaz de Russie qui pourraient résulter d'une aggravation des tensions géopolitiques.

## **B. Europe du sud-est hors Union européenne**

47. Dans le sud-est de l'Europe, sauf en Turquie, l'activité économique s'est fortement ralentie en 2014. Après avoir affiché une croissance de 2,2 % en 2013, le PIB global de la région était presque nul, en raison des catastrophes naturelles majeures qui ont frappé la Bosnie-Herzégovine et la Serbie. Les autres pays ont bénéficié d'une demande extérieure plus forte qui a contribué à améliorer les résultats, bien que la reprise de la demande intérieure, après des années de contraction, ait été modeste. En Serbie, par contre, tant la consommation que l'investissement ont diminué tandis que les exportations nettes étaient nulles, ce qui a provoqué une baisse de près de 2 % du PIB.

48. Malgré l'effet positif des projets liés à l'infrastructure sur la demande intérieure, le fort taux de chômage a continué de peser sur les résultats de l'économie. Le faible taux d'activité est une caractéristique de cette sous-région, où l'écart entre les hommes et les femmes est sensible, de l'ordre de 20 points de pourcentage en Albanie. Du fait de la faible demande intérieure et de la déflation importée, le taux d'inflation était très bas. En Bosnie-Herzégovine, les prix ont baissé pour la deuxième année consécutive. En Albanie, l'absence de pression sur les prix a permis de procéder à des baisses du taux d'intérêt, malgré l'accélération observée de l'activité économique.

49. Dans la sous-région, étant donné la lenteur de la croissance et les importantes dépenses engagées, l'assainissement des finances publiques constitue toujours un défi pour les pouvoirs publics. En Serbie, le déficit public s'est creusé à environ 7 %, mais le programme du Fonds monétaire international adopté en février 2015 prévoit pour les trois prochaines années une réduction du déficit qui pourrait créer de nouveaux obstacles à la croissance économique. En Bosnie-Herzégovine, l'impact des inondations a nui à l'assainissement des finances publiques. Contrairement à d'autres pays de la sous-région, l'ex-République yougoslave de

Macédoine avait la marge de manœuvre nécessaire pour mettre en place une politique budgétaire plus expansionniste, qui a donné lieu à un programme actif d'investissement public.

50. La sous-région s'est montrée très vulnérable aux chocs extérieurs, la plupart des pays ayant vu leur déficit courant se creuser en 2014. Si la baisse des cours du pétrole a eu un effet positif sur la plupart des pays, elle a contribué à accentuer le déficit courant en Albanie, où il était déjà supérieur à 10 %. Au Monténégro, la faillite d'une fabrique d'aluminium a nui aux capacités d'exportation et contribué à accentuer le déficit courant, qui était déjà le plus important de la région. Cette situation a été quelque peu contrebalancée par des flux d'investissement étranger direct de l'ordre de 10 %, liés principalement au développement du tourisme.

51. Dans la sous-région, le fort taux de chômage est de nature structurelle et continuera de limiter la demande intérieure et la croissance. Étant donné le manque de dynamisme intérieur, les perspectives économiques sont étroitement liées à la performance des pays de l'Union européenne. Surtout, un certain nombre de pays ont des relations commerciales étroites avec la Grèce. De gros déficits extérieurs et publics restreignent la marge de manœuvre. Le secteur bancaire, qui détient de nombreux prêts non rentables, est en mauvaise posture. Il faut entreprendre des réformes structurelles afin de créer un climat économique qui attire les investissements, de façon à accroître la capacité de production, résorber le chômage et remédier aux goulets d'étranglement liés aux infrastructures.

52. En Turquie, la croissance a ralenti en 2014, le PIB augmentant de 2,9 % contre 4,2 % en 2013. L'expansion a bénéficié de la demande extérieure, les exportations augmentant de 6,8 % alors que les importations étaient stables. En comparaison, l'investissement brut en capital fixe a baissé de 1,3 % et la consommation des ménages a augmenté d'autant. Le déficit courant a diminué, mais est resté proche de 6 % du PIB. Cet écart devrait encore se réduire en 2015, à mesure que l'impact du prix bas de l'énergie deviendra plus visible. Du fait de ses grands besoins de fonds, la Turquie est vulnérable aux changements d'état d'esprit des investisseurs étrangers. L'inflation atteignait 7,6 % en mars 2015, un chiffre bien supérieur à l'objectif de la Banque centrale turque, qui applique une politique monétaire souple, avec des taux d'intérêt réels proches de zéro. Il en est résulté la dépréciation de la monnaie, ce qui a fortement contribué aux pressions inflationnistes, malgré le ralentissement actuel de l'économie.

### **C. Communauté d'États indépendants**

53. La croissance économique a fortement ralenti au sein de la Communauté d'États indépendants en 2014, la sous-région ayant subi des chocs majeurs, notamment des tensions géopolitiques et une forte baisse des cours du pétrole, qui ont diminué de moitié durant le second semestre. Le PIB global a augmenté de moins de 1 %, sous l'effet des mauvais résultats de l'économie russe, qui n'a crû que de 0,6 % contre 1,3 % en 2013, et d'une forte baisse de la production en Ukraine.

54. En Fédération de Russie, du fait des sanctions imposées par les États-Unis et l'Union européenne en raison du conflit en Ukraine, il est devenu plus difficile d'obtenir des crédits extérieurs et l'incertitude a augmenté, ce qui a contribué à faire baisser l'investissement. Le resserrement de la politique monétaire engagé en

réaction aux fortes pressions baissières a entraîné de fortes hausses des coûts de financement fin 2014. Aucun projet majeur d'investissement public n'est venu compenser la réticence des entreprises privées à investir dans ces circonstances défavorables. Ces influences négatives ont aggravé la faiblesse persistante de l'investissement observée ces dernières années. La consommation des ménages, qui était le principal moteur de l'expansion économique de la Russie, a aussi commencé à perdre de la vitesse, avec une décélération marquée reflétant le recul de la croissance des salaires et des prêts aux particuliers tout au long de l'année. Le revenu disponible réel s'est contracté pour la première fois depuis 1999. La Fédération de Russie a évité une récession en 2014 grâce à la demande extérieure nette, car la dévaluation du rouble, qui s'est accélérée au cours du second semestre, a fait baisser les importations. Cette dépréciation, ainsi que les restrictions au commerce introduites par la Fédération de Russie en représailles aux sanctions occidentales, ont bénéficié à certaines branches du secteur manufacturier.

55. En Ukraine, le PIB a baissé de 6,8 %, ce qui s'explique en grande partie par la diminution de l'activité dans les régions de Donetsk et Louhansk, régions industrielles directement touchées par le conflit où la production industrielle a chuté de plus de 30 % et 40 % respectivement. La demande des consommateurs a baissé, car l'inflation rapide a érodé le pouvoir d'achat et les crédits aux ménages ont souffert de l'affaiblissement du système bancaire. L'investissement a baissé d'environ un quart. La dévaluation de la devise nationale et la contraction de la demande intérieure ont provoqué une diminution sensible des importations, mais une demande extérieure nette en hausse, malgré des exportations en diminution, a permis d'éviter une contraction plus sévère de la production.

56. La croissance du Bélarus en 2014 a été positive, malgré une baisse des résultats en fin d'année, provoquée par le ralentissement en Fédération de Russie, son principal partenaire commercial, et l'instabilité en Ukraine. La Fédération de Russie a imposé des restrictions aux échanges mutuels afin d'éviter la réexportation de biens occidentaux soumis aux sanctions qu'elle a adoptées en représailles. Bien que le Bélarus ne soit pas un pays producteur de pétrole, la chute des cours du pétrole a entraîné une baisse des recettes liées aux accords de réexportation conclus avec la Fédération de Russie.

57. La baisse du prix des hydrocarbures et la perte de compétitivité provoquée par la dépréciation du rouble russe ont entraîné une décélération de l'activité économique au Kazakhstan en 2014. Le ralentissement de l'économie devrait encore s'accroître en 2015, car la reprise de la production de pétrole à Kashagan a été reportée et les cours du pétrole restent faibles. Les autres pays exportateurs de ressources énergétiques n'ont pas tous obtenu les mêmes résultats. Alors qu'une baisse de la production de pétrole a contribué au ralentissement observé en Azerbaïdjan, une croissance rapide a été observée en Ouzbékistan et au Turkménistan, où l'exploitation du champ de gaz naturel de Galknysh a apporté un nouvel élan à l'activité économique. Dans la plupart des autres pays de la sous-région, l'impact du ralentissement en Russie, qui a en particulier entraîné une diminution des transferts de fonds, a annulé l'effet positif du faible coût de l'énergie.

58. Malgré le ralentissement économique, l'impact sur le marché du travail a été peu marqué en Fédération de Russie, le chômage atteignant un taux historiquement bas en 2014. Les tensions sur le marché de l'emploi s'expliquent en partie par le



déclin progressif de la population en âge de travailler. La flexibilité du salaire réel, qui continuait de baisser début 2015, a offert un mécanisme d'ajustement. De plus, le départ de travailleurs d'autres pays de la Communauté d'États indépendants a compensé en partie la diminution de la demande de main-d'œuvre, mais a eu des effets négatifs sur les fonds envoyés aux pays les plus pauvres de la région, où le chômage a rapidement augmenté. Au Kazakhstan, la création d'emplois a été suffisante pour absorber l'augmentation de la population active.

59. Sous l'effet de la dépréciation des devises nationales, des pressions inflationnistes sont apparues dans toute la sous-région. En Fédération de Russie, où la devise a perdu près de la moitié de sa valeur par rapport au dollar des États-Unis en 2014, l'interdiction frappant les importations de denrées alimentaires introduite en réponse aux sanctions occidentales a également joué un rôle. Résultat : l'inflation avait atteint 11,4 % fin décembre, un chiffre qui n'avait pas été atteint depuis 2008. L'inflation s'est encore accélérée début 2015, pour dépasser les 16 % en février, tandis que l'inflation des denrées alimentaires était supérieure à 20 %. Cependant, comme le renforcement du rouble engagé en février devrait contribuer à atténuer les pressions sur les prix, l'inflation pourrait bientôt redescendre.

60. Au Bélarus, l'affaiblissement du taux de change a alimenté une inflation déjà élevée, malgré l'introduction de mesures de contrôle des prix fin 2014. Les salaires de la fonction publique ont été augmentés pour compenser la dépréciation de la devise, ce qui a intensifié ainsi la pression sur les prix. En Ukraine, l'inflation s'est envolée quand la devise nationale s'est effondrée, portant le taux de change annuel à plus de 10 %, en contraste total avec la faible déflation observée en 2013. Le Kazakhstan, par contre, a réussi à maintenir son inflation dans les limites visées, grâce notamment à de bonnes récoltes.

61. Les autorités monétaires des différents pays de la sous-région ont réagi aux pressions baissières en resserrant leurs politiques. En Fédération de Russie, la pression sur le rouble s'est accentuée au cours des derniers mois de l'année, avec l'accélération de la baisse des cours du pétrole et les limitations d'accès aux devises étrangères provoquées par les sanctions. La fuite de capitaux privés a atteint des niveaux record en 2014, soit 7 % du PIB, dont près de la moitié au cours du dernier trimestre. La Banque centrale de Russie a augmenté les taux de 100 points de base début décembre et, moins d'une semaine plus tard, de 650 points à 17 %. En janvier 2015, elle les a baissés de 200 points de base, mais des interventions sur le marché des changes ont été nécessaires pour soutenir le rouble au vu de la réaction des marchés. Comme un certain assouplissement des tensions inflationnistes semble se dessiner parallèlement au renforcement du rouble, une baisse de 100 points de base, qui devrait être suivie d'autres réductions, a été introduite en mars 2015.

62. La Banque nationale d'Ukraine a été contrainte d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt et a introduit des restrictions sur les transactions en devises étrangères, notamment une obligation de céder 75 % des recettes d'exportation, afin d'enrayer la dépréciation de la devise. Les autorités disposaient de peu d'instruments pour réagir à la situation, les réserves officielles ayant chuté à un niveau critique équivalant à environ 1,5 mois d'importations début 2015. Comme plus de la moitié de la dette publique est en devises étrangères, la dépréciation du taux de change a eu un impact considérable sur la charge de la dette.

63. Au Bélarus, les autorités ont abaissé les taux d'intérêt en 2014 afin de ranimer une économie défaillante, mais ont dû changer de tactique en décembre face à la

contagion de l'instabilité monétaire venant de la Fédération de Russie. Elles ont introduit une taxe de 30 % sur l'achat de devises étrangères, restreint la croissance du crédit et plus que doublé les taux des prêts à court terme. Certaines de ces mesures ont été modifiées ou supprimées au cours du premier trimestre 2015.

64. La dépréciation du rouble et la chute des cours du pétrole ont entraîné des ajustements des taux de change dans toute la sous-région. Le Kazakhstan a dévalué sa devise nationale en février 2014, malgré des réserves croissantes, afin de préserver sa compétitivité. Les autorités ont introduit plus tard certaines mesures pour lutter contre la dollarisation et réduire les pressions baissières, notamment des taux d'intérêt plus faibles sur les dépôts en dollars et la conversion des revenus en devises étrangères. L'Azerbaïdjan, qui avait lié sa monnaie au dollar, a introduit l'euro dans le panier des devises de référence, avant de dévaluer le manat début 2015. Le Turkménistan a aussi commencé 2014 en dépréciant sa devise nationale de près de 19 % par rapport au dollar des États-Unis. Parmi les pays non exportateurs de pétrole, le Tadjikistan a augmenté les taux d'intérêt en réponse à la montée de l'inflation début 2014, du taux historiquement bas de 4,8 % à 8 %. L'Arménie, par contre, a baissé les taux tout au long de l'année, tandis que les pressions inflationnistes liées à l'augmentation du prix du gaz en 2013 s'atténaient. La contagion de l'instabilité monétaire provenant de la Fédération de Russie a provoqué un brusque retour en arrière fin décembre 2014 et une série de hausses des taux d'intérêt.

65. En Fédération de Russie, les recettes fiscales ont été stimulées par la dépréciation du rouble, compensant ainsi les effets de résultats économiques médiocres. Les dépenses publiques réelles ont augmenté après avoir décliné en 2013. Le déficit global du budget national est resté stable aux alentours de 0,5 % du PIB après que des obligations équivalant à 1,4 % du PIB ont été émises en décembre 2014 pour recapitaliser le système bancaire. Les plans budgétaires à moyen terme prévoyaient pour 2015 un budget équilibré, avec une baisse de 10 % des dépenses dans la plupart des catégories.

66. Les producteurs d'énergie avaient une certaine marge de manœuvre pour répondre au ralentissement en 2014, mais la nouvelle faiblesse des cours du pétrole nécessitera des ajustements. En Fédération de Russie, le fonds national d'assistance est de plus en plus utilisé pour financer les investissements intérieurs et stabiliser le système financier. La dépréciation de la devise et les coûts de financement élevés ont placé les banques exposées aux risques de change en position difficile, ce qui a entraîné une diminution de la croissance du crédit et une hausse des taux d'intérêt. Environ un tiers du plan de lutte contre la crise adopté en janvier 2015 sera financé par ce fonds. Fin 2014, le Kazakhstan a annoncé une initiative visant à stimuler l'investissement dans le pays, prévoyant d'utiliser chaque année entre 2015 et 2017 des ressources du fonds pétrolier national équivalant à près de 1,5 % du PIB pour financer l'infrastructure et soutenir les petites et moyennes entreprises. Par ailleurs, les dépenses budgétaires seront réduites de 10 %, à l'exception des dépenses sociales.

67. En 2014, sur fond de production en baisse, de hausse des dépenses militaires et d'augmentation des coûts de financement, la situation budgétaire en Ukraine est devenue de plus en plus précaire. Le déficit public a atteint 4,8 % du PIB, mais ce problème a été occulté par la quasi-faillite de l'entreprise nationale Naftogaz. Un nouveau mécanisme élargi de crédit du FMI, approuvé début 2015, permettra au

pays de respirer. Il est prévu, à l'avenir, de nouvelles augmentations des taxes sur le gaz, une réforme fiscale pour encourager les déclarations, des surtaxes à l'importation et des mesures d'austérité visant à contenir les dépenses non militaires.

68. Le solde des opérations avec l'extérieur s'est amélioré dans l'ensemble de la sous-région en 2014. Tandis que la croissance des exportations ralentissait, les importations ont chuté en raison de la baisse de la demande intérieure et de la dépréciation des devises nationales. En Fédération de Russie, les restrictions à l'importation de denrées alimentaires ont également contribué à l'augmentation de l'excédent commercial. Malgré la chute des cours du pétrole, l'excédent courant a presque doublé en 2014 pour atteindre 3 % du PIB. Cependant, cette amélioration n'a pas suffi à compenser l'augmentation de la fuite des capitaux privés. Les tensions géopolitiques et la baisse des cours du pétrole ont réduit l'attractivité des actifs russes, et il est devenu de plus en plus difficile d'obtenir des fonds extérieurs. En Ukraine, la diminution des importations, de plus d'un quart, a été plus marquée que celle des exportations, ce qui a contribué à réduire de près de moitié le déficit courant à environ 4 % du PIB. La dépréciation du taux de change a rendu nécessaire un ajustement des comptes extérieurs, mais aussi provoqué une forte détérioration du ratio dette/PIB, qui a atteint presque 110 %. Au Kazakhstan, la balance courante est devenue négative, car les fabricants du pays ont perdu en compétitivité par rapport aux producteurs russes et les cours du pétrole ont baissé. La plupart des importateurs de pétrole et de gaz ont vu leur déficit courant se creuser en 2014, en raison de l'atonie des exportations et de la diminution des transferts de fonds.

69. L'Union économique eurasiennne est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2015. Les premiers pays signataires, le Bélarus, le Kazakhstan et la Fédération de Russie, ont été rejoints par l'Arménie, qui devrait être suivie de la République kirghize en mai. L'Union prévoit la création d'un marché unique et des politiques communes dans plusieurs secteurs clefs, ce qui renforcerait l'intégration de ses membres et donnerait ainsi un nouvel élan aux échanges mutuels.

70. Les perspectives économiques au sein de la Communauté d'États indépendants restent sombres, malgré les quelques signes de stabilisation qui ont émergé début 2015, après la terrible crise monétaire observée dans certains pays en 2014. De nouvelles tensions géopolitiques auront un impact négatif sur l'accès aux fonds et sur le moral des milieux d'affaires. Si la faiblesse du prix du pétrole persiste, elle obligera les pays exportateurs de ressources énergétiques à procéder à des ajustements fermes. L'économie russe ressentira plus pleinement les effets de la baisse des cours du pétrole en 2015, et d'autres pays de la Communauté en subiront les conséquences sur les plans du commerce, de l'investissement et des transferts de fonds. Dans les pays importateurs de ressources énergétiques, en Asie centrale et dans le Caucase, l'effet positif de la faiblesse des cours du pétrole ne suffira pas à compenser l'impact de la dégradation des perspectives économiques de la Fédération de Russie. La dépréciation des devises nationales a accru la compétitivité de certains pays, mais a aussi affaibli la position du système bancaire, où des fragilités majeures persistent. Pour profiter pleinement des possibilités de substitution aux importations créées par la dépréciation monétaire, il faudra de nouvelles réformes structurelles visant à améliorer la conjoncture et à promouvoir la diversification économique.