Nations Unies E/2017/16

Conseil économique et social

Distr. générale
15 mai 2017
Français
Original : anglais

Session de 2017
28 juillet 2016- 27 juillet 2017
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 2016-2017

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) pour la période 2016-2017.

17-07452 (F) 310517 310517

Merci de recycler

Situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) pour la période 2016-2017

Résumé

Le présent rapport passe en revue les résultats économiques des pays de la région de la Commission économique pour l'Europe en 2015 et au début de 2016 et donne un aperçu des perspectives d'avenir. L'expansion économique est restée modérée et le rythme de l'activité s'est synchronisé dans l'ensemble de la région. La croissance a été plus rapide dans l'Union européenne qu'aux États-Unis d'Amérique, inversant temporairement la tendance observée durant la période d'après-crise. Après une contraction marquée, la production globale dans la Communauté d'États indépendants a de nouveau légèrement augmenté en 2016, tandis que la hausse des prix du pétrole a amélioré les perspectives. L'inflation s'est accélérée aux États-Unis et dans la zone euro, mais les politiques monétaires continuent de diverger, en raison des différences de position dans le cycle économique. En revanche, l'inflation a reculé dans la Communauté d'États indépendants, les effets de la dépréciation passée des taux de change s'étant dissipés. Malgré d'importantes incertitudes et disparités entre les pays, les perspectives économiques dans la région de la Commission économique pour l'Europe se sont améliorées.

I. Introduction

1. La Commission économique pour l'Europe (CEE) compte 56 États membres, dont le niveau de développement et la situation économique varient largement. Cette région regroupe la plupart des pays avancés du monde, mais abrite aussi plusieurs pays à revenu intermédiaire (tranche inférieure). À des fins d'analyse, ce grand nombre de pays divers sera divisé ici 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. Aperçu général

2. Les perspectives économiques se sont améliorées dans les pays de la région de la CEE. La production globale s'est accrue de 1,6 % en 2016, en recul par rapport au taux de 1,9 % de 2015. Des circonstances exceptionnelles expliquent pour partie ce ralentissement, alors que la dynamique générale confirme une reprise de plus en plus synchronisée dans l'ensemble de la région. Les évolutions observées au début de 2017 indiquent également que l'expansion se renforce. Toutefois, les importantes différences existant entre les pays, les facteurs d'incertitude et les problèmes non résolus pèsent sur des perspectives économiques généralement positives.

3. Aux États-Unis, une reprise mature, soutenue par la croissance régulière de la consommation, a continué de favoriser la création d'emplois à un rythme rapide. La zone euro a montré des signes d'un plus grand dynamisme, bien que la situation du secteur bancaire soit restée préoccupante dans certains pays. Le calendrier politique chargé et la décision prise par le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de sortir de l'Union européenne n'ont pas eu une incidence sensible sur la confiance. Dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne, le ralentissement économique est temporaire et lié aux modalités de décaissement des fonds de l'Union européenne. Après des résultats médiocres en 2015, la croissance a commencé à revenir dans la Communauté d'États indépendants, les prix du pétrole redémarrant et le cadre macroéconomique devenant moins instable.

4. Des pressions de prix en progression mais encore modérées, générées par une demande plus forte et la hausse des prix de l'énergie, ont conduit à de nouveaux relèvements des taux d'intérêt aux États-Unis. Dans la zone euro, la politique monétaire est restée très libérale, mais la déflation n'est plus un sujet de préoccupation. La poussée de l'inflation, enregistrée récemment, tient en grande partie à l'augmentation des prix de l'énergie, et va s'affaiblir. Dans certains pays avancés, la période prolongée de faiblesse des coûts de financement a favorisé la progression rapide des prix des actifs, en particulier le logement. Dans la Communauté d'États indépendants, les autorités monétaires ont réduit les taux d'intérêt, les tensions inflationnistes suscitées par les dévaluations passées ayant perdu de leur intensité.

5. Malgré ces résultats modérément positifs, des problèmes demeurent. Les niveaux relativement bas d'investissement ont contribué aux faibles gains de productivité observés dans l'ensemble de la région. Une accélération de la croissance de la productivité est requise pour faire face aux enjeux du vieillissement

de la population. Dans la Communauté d'États indépendants, la diversification économique nécessaire exigerait une activité d'investissement plus soutenue.

6. Si la dynamique des marchés du travail s'est généralement améliorée, les taux de chômage restent élevés dans certains pays européens, en particulier pour les jeunes. Le chômage persistant érode les compétences et peut devenir structurel. L'augmentation du chômage structurel, associée à la faible progression de la productivité sous l'effet de l'atonie de l'investissement, réduit la croissance économique potentielle. La faiblesse de l'activité économique peut donc avoir des effets permanents.

7. Dans le Programme de développement durable à l'horizon 2030, l'engagement a été pris de promouvoir des économies respectueuses de l'environnement et socialement inclusives. D'après les estimations de l'Agence internationale de l'énergie, les émissions de carbone dans la région ont diminué en 2016, en particulier aux États-Unis, malgré une expansion économique soutenue. Certains des effets négatifs de la crise financière mondiale de 2008 sur les indicateurs sociaux commencent lentement à s'inverser. Si l'amélioration de la performance économique peut faciliter la réalisation des objectifs de développement durable, des mesures plus vigoureuses seraient nécessaires, étant donné les perspectives de croissance encore modérées et l'ampleur des enjeux environnementaux et sociaux à venir.

III. Amérique du Nord

8. La situation économique aux États-Unis se caractérise globalement par une expansion régulière, une progression continue des dépenses de consommation et une inflation en hausse mais encore modérée. Les perspectives économiques se sont améliorées récemment et permettent d'escompter une accélération de l'activité, encouragée par une solide demande de consommation, une création d'emplois rapide et un environnement extérieur plus favorable.

9. En 2016, les résultats économiques ont souffert du recul du secteur pétrolier sous l'effet de la faiblesse des prix du pétrole et de l'incidence négative de l'appréciation du dollar sur les exportations. La croissance, qui était de 2,6 % en 2015, est tombée à 1,6 %, soit son plus faible taux depuis cinq ans.

10. La consommation des ménages reste la principale source d'expansion et la plus stable. La croissance des dépenses de consommation a été alimentée par la hausse du revenu disponible réel, générée par l'augmentation des salaires et le maintien des prix du pétrole à un bas niveau pendant la majeure partie de l'année. Les conditions financières — faibles taux d'intérêt et amélioration de l'accès au crédit — ont également contribué au dynamisme de la consommation. L'endettement des ménages et le service de la dette par rapport au revenu ont continué de diminuer, en raison des taux d'intérêt d'une faiblesse sans précédent.

11. La contribution globale de l'investissement fixe à la croissance du PIB a fortement chuté sur l'ensemble de l'année, mais les chiffres trimestriels font apparaître une amélioration tendancielle, suggérant une montée en puissance. L'investissement net n'a pas augmenté proportionnellement au nombre d'heures travaillées au cours de la période d'après-crise. Le montant du capital par travailleur a diminué, ce qui a contribué à la lenteur de la croissance de la productivité.

12. La relative faiblesse de la demande mondiale et la vigueur du dollar ont freiné la croissance des exportations. Alors que les services ont connu une expansion rapide, le secteur manufacturier, où les exportations jouent un rôle plus important, est resté à la traîne. L'indice de taux de change réel du dollar pondéré en fonction

des échanges a augmenté de 3,9 % en 2016, après une appréciation de 10,6 % en 2015. Le taux de change réel est plus faible que dans la période ayant immédiatement suivi la crise financière et a fléchi quelque peu au début de 2017, mais il reste élevé par rapport aux périodes passées. Dans l'ensemble, la contribution négative de la demande extérieure nette à la croissance du PIB a diminué en 2016 mais a fortement augmenté au cours du dernier trimestre de l'année. La dépendance globale de l'économie des États-Unis à l'égard de l'épargne extérieure est demeurée inchangée, le déficit de la balance des opérations courantes atteignant 2,6 % du PIB.

13. La dynamique du marché du travail est de plus en plus positive à mesure que la reprise arrive à maturité. Le taux de chômage est revenu à son niveau moyen d'avant la récession au milieu de 2015 et a continué de diminuer, tombant à 4,7 % à la fin de 2016, contre 4,5 % un an plus tôt. La création d'emplois s'est poursuivie à un rythme rapide au début de 2017. Cependant, d'autres indicateurs, comme le chômage de longue durée et la part de la main-d'œuvre travaillant à temps partiel pour des raisons économiques, restent supérieurs à leurs niveaux d'avant la crise, ce qui donne à penser que le volant des ressources non utilisées dans l'économie demeure important et que le taux d'activité pourrait augmenter si l'expansion économique se poursuit. La création rapide d'emplois simultanément à l'accroissement modéré de la production a eu pour résultat une lente croissance de la productivité.

14. Les salaires se sont redressés moins vite que l'emploi dans la période d'après-crise, mais l'amélioration du marché du travail a finalement conduit à leur accélération. Les revenus d'activité de tous les salariés ont augmenté de 2,8 % en février 2017, contre 2,4 % un an plus tôt. Le revenu réel moyen des ménages a stagné pendant près d'une décennie dans les années qui ont précédé la crise financière et a diminué par la suite. En 2013, il a amorcé une reprise, pour progresser rapidement en 2016 et atteindre 5,2 %. Toutefois, même après cette augmentation, il reste de 2,4 % inférieur au niveau record enregistré en 1999.

15. L'inflation est demeurée faible mais a commencé de se redresser plus rapidement dans la deuxième moitié de l'année, terminant 2016 à 2,1 %, contre 0,7 % un an plus tôt, en grande partie du fait de l'impact de la hausse des prix de l'énergie. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), après avoir nettement augmenté tout au long de 2015, est restée pratiquement inchangée en 2016 et au début de 2017. Elle a fortement reculé en mars 2017, revenant à un niveau sans précédent depuis novembre 2015. La hausse des dépenses de consommation des ménages, l'indicateur de référence utilisé par la Réserve fédérale des États-Unis, s'est accélérée durant l'année pour atteindre 2,1 % en février 2017, juste au-dessus de l'objectif de 2 %. Les anticipations inflationnistes se sont régulièrement accentuées, mais se sont stabilisées au début de 2017. Le point mort d'inflation à 10 ans, fondé sur le cours des obligations, a grimpé, passant du faible niveau de 1,34 % fin juin à un peu moins de 2 % à la fin mars 2017.

16. La politique budgétaire a été généralement neutre en 2016, mais un certain assouplissement est attendu, qui devrait intervenir au moyen à la fois de l'augmentation des dépenses d'infrastructure et de la baisse des impôts, bien que les aspects précis de l'orientation future de l'action budgétaire ne soient pas connus. Après avoir chuté rapidement pendant la période 2012-2014, le déficit du budget fédéral a augmenté de 0,7 point de pourcentage pour s'établir à 3,2 % au cours de l'exercice 2016.

17. La Réserve fédérale reste la seule banque centrale des pays avancés à avoir lancé un cycle de durcissement. Ce cycle a commencé par une hausse d'un quart de point du taux cible des fonds fédéraux, qui a été porté à 0,75 % en décembre 2015,

puis relevé à nouveau dans la même proportion en décembre 2016 et en mars 2017. L'inflation se renforçant, de nouveaux relèvements sont attendus, mais la Réserve fédérale a signalé qu'il n'y avait pas lieu de se précipiter pour opérer un resserrement additionnel, ce qui a été confirmé par les données d'inflation de mars. Une meilleure visibilité concernant les futurs plans budgétaires influera sur les décisions relatives à la hausse des taux.

18. Les taux d'intérêt à long terme ont été accrus face aux attentes d'un redressement de l'économie. La baisse tendancielle observée au premier semestre de 2016 a été stoppée, avec des augmentations rapides observées dans les derniers mois de l'année. Au début de 2017, après un certain tassement, les taux d'intérêt se sont redressés pour atteindre le pic précédent.

19. Bien que les incertitudes politiques restent importantes, le scénario le plus probable pour l'avenir immédiat semble être celui d'une relance budgétaire accompagnée d'un durcissement de la politique monétaire. Il en résultera une hausse des taux d'intérêt à long terme, ce qui peut avoir des retombées négatives pour les marchés émergents tributaires des financements en dollars. Les divergences entre la politique monétaire des États-Unis et celle des autres pays avancés soutiendront la valeur du dollar.

20. En dépit d'une expansion économique soutenue, l'économie américaine connaît certaines difficultés. Le ralentissement de la productivité demeure une préoccupation importante, car la productivité est à terme le principal déterminant du niveau de vie. Au cours de la dernière décennie, la progression moyenne de la productivité du travail a été inférieure de moitié au taux enregistré la décennie précédente, selon les données du Conference Board. Il s'agit là d'un problème partagé avec d'autres pays avancés, où la progression de la productivité a été encore plus faible. Le ralentissement de la productivité est imputable aux faibles niveaux d'investissement relatifs dans la période d'après-crise ainsi qu'au recul du taux d'accroissement de la productivité totale des facteurs, c'est-à-dire des gains de productivité qui ne sont pas justifiés par des apports supplémentaires de capital et de travail mais qui sont associés à l'innovation, à l'évolution technologique et à l'amélioration de la gestion. Pour améliorer la productivité, il faudrait que les pouvoirs publics prêtent une attention particulière aux facteurs influant sur la génération et, surtout, sur la diffusion de l'innovation, comme en témoignent les études menées par l'Organisation de coopération et de développement économiques, qui montrent comment l'écart de productivité entre les entreprises à la frontière technologique, où la progression de la productivité est plus rapide, et les autres entreprises s'est creusé dans les économies avancées.

21. L'économie des États-Unis a légèrement progressé dans la réduction de son empreinte écologique en 2016, les émissions de carbone diminuant de près de 3 % environ, selon les estimations de l'Agence internationale de l'énergie, en dépit de la poursuite de la croissance de la production. Cette forte baisse de l'intensité de carbone de l'économie s'explique par un accroissement de l'offre de gaz de schiste et le remplacement du charbon par des sources d'énergie renouvelables. Les émissions de carbone sont tombées à leur plus bas niveau depuis 1992, alors que l'expansion de l'économie a été de 80 % au cours de cette période.

22. Au Canada, la situation économique s'est améliorée après la forte décélération observée en 2015, en raison de la chute des prix du pétrole. La croissance du PIB est passée de 0,9 % à 1,4 %. L'effet de freinage exercé sur la croissance économique par le secteur pétrolier et gazier s'est atténué tout au long de l'année, alors que les autres secteurs d'activité ont enregistré une reprise. Les exportations, en particulier, ont connu une évolution satisfaisante, favorisée par la vigueur de l'économie américaine et les gains de compétitivité associés à la dépréciation du taux de

change. Globalement, la demande extérieure nette est entrée pour environ la moitié dans l'expansion économique observée. L'investissement dans les secteurs autres que l'énergie s'est bien comporté, mais n'a pas suffi à empêcher la contraction de l'investissement global. Le taux de chômage a légèrement diminué pour se situer à 6,6 % en février 2017, contre 7,2 % un an plus tôt, reflétant les situations différentes des secteurs énergétique et non énergétique. Le panachage des politiques, aussi bien monétaires que budgétaires, a été favorable à la croissance. Afin de compenser la contraction tendancielle se profilant dans le secteur de l'énergie, des initiatives ont été engagées en matière d'infrastructures et de logements sociaux pour stimuler la demande. La politique monétaire accommodante a dopé les prix de l'immobilier, qui ont rapidement augmenté dans certaines régions clefs.

IV. Pays européens avancés

A. Zone euro

23. L'expansion économique a été soutenue par les effets différés de la dépréciation de l'euro, la faiblesse relative des prix du pétrole et une combinaison de politiques plus propices à la croissance. Malgré plusieurs chocs ayant un impact négatif sur la confiance, dont les résultats du référendum du Royaume-Uni sur la participation à l'Union européenne et la persistance de tensions géopolitiques, la reprise est restée résiliente et la croissance s'est élargie à un plus grand nombre de secteurs.

24. Les résultats récents indiquent une amélioration de la situation économique, avec une accélération du rythme de l'activité en 2017. Les indicateurs de confiance des entreprises et des consommateurs ont atteint de nouveaux sommets au début de 2017 et les prévisions moyennes ont été révisées à la hausse, malgré les incertitudes actuelles. Il ressort de l'indice instantané des directeurs des achats pour le mois de février que la production s'est accrue à son rythme le plus rapide depuis 70 mois.

25. Les chiffres de la croissance globale en 2016 ont été faussés par la performance hors du commun de l'économie irlandaise en 2015, qui a eu une incidence significative sur l'expansion globale, en dépit de la part relativement faible de cette économie dans la production totale de la zone euro. Suite à la prise en compte de certaines activités de sociétés multinationales ayant transféré leur domicile fiscal en Irlande, la croissance enregistrée du PIB dans ce pays a été de 26,3 % en 2015. Le léger ralentissement de la croissance de la zone euro, qui est tombée à 1,8 % en 2016, contre 2,0 % en 2015, tient à l'incidence de l'expansion rapide de l'Irlande au cours de l'année de référence choisie à des fins de comparaison. Si l'on exclut l'Irlande, il y a eu une légère accélération, la croissance passant de 1,7 % à 1,8 %, selon les calculs de la Commission européenne.

26. La croissance a été tirée par la demande intérieure, la consommation étant stimulée par la progression des revenus et de l'emploi. La consommation privée a connu un passage à vide aux deuxième et troisième trimestres mais s'est accélérée au troisième.

27. L'investissement, en revanche, qui est toujours inférieur aux niveaux d'avant la crise, est resté atone, malgré l'amélioration des conditions de financement. Il est de près de 2 points de pourcentage inférieur au niveau qui prévalait au début des années 2000, avant l'accélération dans les années ayant précédé la crise de 2008. Ces mauvais résultats s'expliquent par l'effondrement de l'investissement résidentiel, qui n'a que récemment commencé de se relever. En 2016, l'augmentation des revenus et les faibles taux hypothécaires ont contribué à un secteur du logement plus dynamique, avec une augmentation de la production dans

la construction ainsi que des prix de l'immobilier, mais le climat de grande incertitude et la faiblesse relative de la demande ont pesé sur l'investissement global. Les financements ne semblaient pas être le principal problème, compte tenu des politiques monétaires accommodantes. Les niveaux plus élevés d'utilisation des capacités et les faibles coûts de financement devraient, à terme, conduire à une augmentation de l'investissement, bien que les niveaux d'endettement élevés dans certains cas et, surtout, les incertitudes persistantes génèrent de puissants vents contraires.

28. La croissance de l'emploi a été assez forte, compte tenu des taux modérés d'expansion. La création d'emplois a été favorisée par des hausses limitées des salaires et, dans certains pays, par des réformes du marché du travail. Le chômage, qui s'est inscrit sur une tendance à la baisse en 2016, s'est établi à 9,5 % en février 2017, son niveau le plus bas depuis mai 2009. Il dépasse encore de 2 points de pourcentage environ son niveau d'avant la crise financière mondiale et est beaucoup plus élevé dans certains pays. Bien que la dispersion des taux de chômage ait été réduite, des différences importantes persistent concernant à la fois les niveaux absolus et les dynamiques dans l'ensemble de la région. En Italie, le taux de chômage a continué de s'accroître en 2016, pour atteindre 12 % à la fin de l'année. En revanche, le marché du travail en Allemagne s'est encore amélioré, le taux de chômage corrigé des variations saisonnières tombant au-dessous de 4 % pour la première fois depuis la réunification du pays.

29. Dans l'ensemble, les évolutions favorables sur le marché du travail n'ont pas encore effacé les pertes subies pendant la crise. Si la reprise a été riche en emplois, l'augmentation du nombre d'heures travaillées est restée à la traîne. La part de l'emploi à temps partiel, y compris involontaire, s'est accrue. En outre, certains groupes, dont les jeunes et les travailleurs peu qualifiés, souffrent de taux de chômage particulièrement élevés. Néanmoins, l'amélioration de la dynamique des marchés du travail a un effet positif sur la réduction de la pauvreté, la part des personnes exposées au risque de pauvreté et d'exclusion sociale, qui a augmenté dans les années d'après-crise, ayant commencé de diminuer en 2015.

30. L'inflation a amorcé une remontée au second semestre de 2016, à mesure que les prix du pétrole, à un très bas niveau, se sont redressés. Mais l'inflation sous-jacente est restée à peu près inchangée, compte tenu de la persistance d'un volant de ressources non utilisées dans l'économie et de l'absence de pressions salariales, notamment dans les pays à faibles taux de chômage. L'inflation annuelle a atteint 2,0 % en février 2017, pour la première fois en quatre ans, dépassant légèrement la cible de la Banque centrale européenne, à savoir une inflation proche, mais au-dessous, de 2 %. L'inflation sous-jacente est demeurée stable à 0,9 % et s'est chiffrée à 1 % depuis août 2013. Les écarts de taux d'inflation entre les pays ont été réduits. Par ailleurs, faute d'une accentuation des tensions inflationnistes dans les pays ayant moins de ressources non utilisées sur le marché du travail, ce sont les pays les moins compétitifs de la zone euro à qui est revenue la charge du rééquilibrage interne.

31. La dépréciation de l'euro et la hausse des prix des matières premières alimenteront l'inflation en 2017, comme l'indiquent les mesures des anticipations inflationnistes. Il peut s'agir d'un phénomène temporaire : à mesure que les effets de base de la hausse des prix du pétrole se dissipent, l'inflation diminuera également. D'après les prévisions de mars de la Banque centrale européenne, le taux d'inflation annuel atteindra 1,7 % en 2017 et tombera à 1,6 % en 2018.

32. La politique budgétaire n'est plus restrictive et est devenue généralement neutre. Les finances publiques ont continué globalement de s'améliorer, dopées par l'amélioration des résultats économiques et par la faiblesse marquée des taux

d'intérêt. D'après les estimations de la Commission européenne, le déficit des administrations publiques a reculé de 0,4 point de pourcentage pour tomber à 1,7 % du PIB en 2016. Toutefois, les résultats des États membres considérés individuellement diffèrent largement. En France et en Espagne, le déficit budgétaire est resté supérieur à 3 %. Dans six pays, dont deux en dehors de la zone euro, des procédures de déficit excessif sont actuellement en cours. Dans certains pays, des mesures visant à réduire les impôts sur le travail ont contribué à la baisse du rapport des recettes au PIB. Dans d'autres, il y a eu un certain assouplissement budgétaire lié à l'arrivée de réfugiés. Une politique budgétaire constructive demeure importante pour appuyer la reprise et réduire les déséquilibres au sein de la zone euro.

33. Dans six États Membres, le ratio de la dette publique au PIB dépasse ou est proche de 100 %. Avec des niveaux élevés d'endettement public et une croissance modérée, les variations des taux d'intérêt peuvent avoir un impact important sur la viabilité de la dette. Dans ce contexte, les achats d'actifs publics effectués par la Banque centrale européenne ont élargi la marge de manœuvre budgétaire en limitant la hausse des taux de la dette souveraine.

34. La viabilité de la dette grecque a donné lieu à un regain de tensions et de préoccupations, l'expansion économique restant trop lente pour améliorer les ratios d'endettement. Après avoir enregistré une légère croissance en début d'année, l'économie grecque s'est de nouveau contractée au dernier trimestre de 2016. La majeure partie de la dette est désormais détenue par des organismes publics, à la suite de la restructuration de 2012, et le pays n'a plus accès aux marchés des capitaux depuis 2014. La Grèce ayant déjà dégagé un excédent budgétaire primaire, des apports de fonds supplémentaires sont nécessaires pour qu'elle puisse honorer ses obligations à l'égard de ces créanciers publics.

35. La balance des opérations courantes de la zone euro continue d'afficher un important excédent global, représentant, selon les estimations, environ 3,6 % du PIB en 2016, grâce à une épargne supérieure aux investissements. La crise a été suivie d'une forte correction dans les pays enregistrant d'importants déficits, car les financements extérieurs se sont taris. Mais une telle correction n'est pas intervenue dans les pays à excédent, où la croissance s'est en général accélérée, ce qui s'est traduit par une augmentation de l'excédent de la balance courante de l'ensemble de la région. En Allemagne, l'excédent de balance courante a commencé de s'accroître rapidement en 2003, passant de 1,4 % du PIB à 8,7 % en 2016. Ces importants excédents vont de pair avec l'accumulation continue d'avoirs extérieurs.

36. Les prêts aux ménages et aux sociétés non financières ont continué d'augmenter, face à la baisse des taux d'intérêt et à la réduction de la fragmentation financière dans la zone euro. Toutefois, des divergences demeurent entre les pays tant pour ce qui est des taux d'intérêt que de la dynamique de crédit. La capacité du secteur bancaire de soutenir la reprise s'est renforcée. La récente accentuation de la pente de la courbe des rendements a également réduit les pressions sur la rentabilité des banques, atténuant les inquiétudes suscitées par les effets négatifs d'une politique monétaire peu contraignante. Toutefois, la rentabilité est faible et le secteur bancaire reste fragile dans certains pays, qui sont toujours aux prises avec les séquelles des prêts improductifs. Dans plusieurs d'entre eux, notamment l'Irlande, l'Italie, la Grèce et le Portugal, les prêts improductifs représentent encore un pourcentage égal ou supérieur à 10 %, bien que, pour l'ensemble de la région, ils soient sur une tendance à la baisse.

37. Les financements demeurent bon marché, avec des taux d'intérêt d'une faiblesse sans précédent et la poursuite de l'assouplissement monétaire par la Banque centrale européenne. En mars 2016, cette dernière a accéléré le rythme des

achats d'actifs, qui sont passés de 60 milliards à 80 milliards d'euros, afin d'imprimer un nouvel élan à la reprise en Europe. En outre, elle a lancé un programme d'achats d'actifs du secteur des entreprises en juin 2016, qui a contribué à l'assouplissement des conditions de financement pour les sociétés non financières. En décembre 2016, elle a annoncé que le programme d'achats actifs serait prorogé au moins jusqu'en décembre 2017, mais a commencé d'abaisser le montant mensuel des achats à 60 milliards d'euros en avril 2017.

38. Le programme d'achats d'actifs de la Banque centrale européenne a appuyé la réduction des écarts de taux d'intérêt entre les pays du centre et ceux de la périphérie. Toutefois, ces écarts se sont creusés récemment pour certains pays européens par rapport aux obligations allemandes, dont la demande a bénéficié de différentes perceptions des risques mais aussi de changements dans les règles de la Banque centrale européenne qui autorisent désormais les achats de titres dont le taux est inférieur à son taux de dépôt. Au total, environ 4000 milliards d'euros d'obligations souveraines de la zone euro s'échangent à des taux négatifs.

39. Grâce à l'orientation monétaire accommodante, l'inflation continuera de converger vers son taux cible proche de, mais inférieur à 2 %. Sa hausse récente semble temporaire et imputable à la faiblesse des prix de l'énergie, car, d'après les prévisions de la Banque centrale européenne, elle tombera encore au-dessous de cet objectif en 2019. Si les dernières mesures prises par la Banque centrale européenne donnent à penser qu'une politique monétaire très libérale va être maintenue, les craintes de déflation appartiennent au passé et les indicateurs conjoncturels sont orientés à la hausse. La vigueur récente de l'économie européenne a amené à s'interroger sur le calendrier de retrait de la politique d'assouplissement quantitatif. Les effets secondaires d'une expansion monétaire soutenue, notamment les taux d'intérêt négatifs, suscitent toujours des inquiétudes. Si la relance monétaire a conduit à la croissance du crédit dans certains pays, les taux d'intérêt d'une faiblesse inégalée ont également eu des répercussions négatives sur la rentabilité des banques et font craindre une mauvaise affectation des ressources à terme. En outre, la Banque centrale européenne va bientôt se trouver à court d'actifs à acheter, les règles en vigueur interdisant l'achat de plus d'un tiers de la dette d'un pays ou d'un titre particulier.

40. On a donc de plus en plus conscience des limites de la politique monétaire pour appuyer la reprise et générer des niveaux appropriés de demande et d'investissement. Un panachage plus équilibré des politiques, comprenant notamment des mesures visant à soutenir la demande à court terme et à accroître le potentiel de croissance à moyen terme, s'impose. Toutefois, les pays ayant le plus grand besoin de mesures de relance budgétaire étant également ceux qui enregistrent les niveaux d'endettement les plus élevés, des initiatives en faveur du rééquilibrage dans la zone euro et des réformes structurelles visant à accroître la productivité semblent être les options les plus prometteuses.

41. Dans l'ensemble, la reprise est de plus en plus solidement établie, mais les perspectives économiques demeurent assombries par de grandes incertitudes et la faiblesse persistante dans certains pays. En outre, l'incidence de certains facteurs positifs, tels que le bas niveau des prix du pétrole, s'étiole. La progression peu dynamique de la productivité reste un enjeu majeur, en particulier face au vieillissement rapide de la population. Elle peut s'expliquer en partie par l'atonie des investissements, mais la mauvaise performance de la productivité totale des facteurs, c'est-à-dire celle qui est associée à l'innovation et à l'amélioration des pratiques de gestion, indique qu'une attention continue doit être accordée à la réalisation de réformes structurelles dopant le potentiel de croissance. Dans certains pays, les emplois créés sont souvent des emplois précaires, ce qui n'est pas propice aux gains de productivité. Si les résultats récents suggèrent une amélioration des

indicateurs sociaux, certains pays n'ont pas encore pleinement remédié aux incidences négatives de la crise sur les inégalités.

B. Autres pays avancés

42. Au Royaume-Uni, la sortie de l'Union européenne entérinée par le référendum de juin 2016 a bouleversé l'environnement économique et introduit d'importantes incertitudes concernant les modalités d'organisation futures. Toutefois, les résultats de l'économie britannique après ce choc ont été meilleurs qu'initialement prévu, grâce à la politique d'accompagnement mise en œuvre par les autorités. La croissance du PIB est tombée de 2,2 % en 2015 à 1,8 % en 2016.

43. La vigueur relative de l'économie britannique, qui a été beaucoup plus dynamique que celle de la zone euro au deuxième semestre de 2016, reflète la croissance rapide des gains réels et sa traduction en une consommation robuste. Sur une base annuelle, la progression des dépenses de consommation privée a été de 3,0 %, soit le taux de croissance le plus rapide depuis 2014. L'accentuation des anticipations inflationnistes, liée à la dépréciation de la livre, a conduit à des achats par anticipation. En revanche, l'investissement, qui est plus sensible aux résultats économiques prévues à l'avenir, a été léthargique. La croissance de l'emploi s'est ralentie depuis le référendum, et l'accélération de l'inflation érodera les revenus réels.

44. La faiblesse de la livre n'a pas stimulé les exportations, ce qui s'explique peut-être en partie par le poids dans les exportations britanniques des services et des biens manufacturés intermédiaires, moins sensibles aux variations des taux de change. La contribution de la demande extérieure nette à la croissance négative a été largement négative en 2016. Le déficit de la balance courante demeure aux alentours de 5 % du PIB, ce qui implique d'importants besoins de financement extérieur.

45. L'inflation s'est accélérée, atteignant 1,6 % à la fin de 2016, contre 0,2 % un an plus tôt, sous l'effet de la hausse des prix du pétrole et de la dépréciation de la livre, qui a perdu 17 % environ par rapport au dollar des États-Unis en 2016. Au lendemain du référendum, les autorités monétaires ont adopté plusieurs mesures pour atténuer le coût de l'ajustement à la nouvelle situation, notamment la réduction du taux directeur, qui a été ramené au bas niveau inégalé de 0,25 %, et la prorogation de son programme d'assouplissement quantitatif.

46. En dépit de la résilience relative de l'économie britannique, des inquiétudes persistent concernant les incidences sur le commerce, l'investissement et la performance économique future de la décision de sortir de l'Union européenne. Une longue période de négociations s'annonce et le scénario le plus probable semble être celui du retrait du Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière. L'économie britannique entrant pour 15 % environ dans l'économie de l'Union européenne, soit un niveau proche du pourcentage total représenté par tous les autres pays de l'Union européenne restant en dehors de la zone euro, la décision de retrait du Royaume-Uni aura une incidence considérable sur les agrégats de l'Union européenne.

47. L'économie suédoise s'est ralentie en 2016, l'effet positif de la solide demande intérieure étant annulé par la contribution négative à la croissance des exportations nettes. À 3,3 %, le rythme d'expansion est resté soutenu. L'inflation a commencé d'augmenter, malgré l'appréciation de la Couronne, mais reste faible. La Riksbank a prorogé de six autres mois son programme d'assouplissement quantitatif en décembre 2016, le taux des prises en pension restant à -0,50 % depuis février 2017. Une politique monétaire très expansionniste a soutenu les prix des actifs. La

croissance rapide des prix de l'immobilier a conduit à une nouvelle hausse de l'endettement des ménages. Les entrées de migrants, qui sont retombées par rapport à leur niveau record, ont contribué à l'assouplissement budgétaire et donné une nouvelle impulsion à l'économie.

48. Au Danemark, la performance économique s'est affaiblie et la croissance du PIB est tombée à 1,3 %, contre 1,6 % en 2015. Le rythme d'expansion de la consommation des ménages, alimentée par la robuste croissance de l'emploi et des revenus, reste inchangé. Les conditions de financement sont très souples, ce qui a alimenté un accroissement rapide des prix de l'immobilier, surtout dans la capitale. Cette évolution s'est accompagnée d'investissements dynamiques dans le logement, qui ont augmenté de 11,0 %. L'inflation s'est redressée récemment, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des salaires, mais elle est restée stationnaire en 2016. L'excédent de la balance des opérations courantes du pays est l'un des plus importants de l'Union européenne, même s'il a diminué légèrement en 2016.

49. En dehors de l'Union européenne, l'économie norvégienne se ralentit, du fait de la faiblesse des prix du pétrole, le PIB affichant une hausse de 1 %, contre 1,6 % un an plus tôt. Le pays a utilisé ses amples réserves budgétaires pour compenser les effets de contraction du secteur énergétique, recourant à une combinaison de réductions fiscales et d'augmentations des dépenses. Cette relance budgétaire devrait se poursuivre en 2017. Les perspectives en matière de rendements s'étant dégradées, les autorités se proposent de réduire le montant des recettes pouvant être retirées du fonds pétrolier, pour le ramener de 4 % actuellement à 3 %. L'inflation s'est accrue, à la suite de la dépréciation de la monnaie, mais elle s'inscrit de nouveau sur une trajectoire baissière. Les prix de l'immobilier ont poursuivi leur rapide progression, alimentés par la faiblesse persistante des taux d'intérêt, la Banque centrale ayant encore réduit le taux directeur pour le ramener à 0,5 % en mars 2016. Si les coûts de financement sont faibles, la dette des ménages est relativement élevée.

50. La croissance économique s'est légèrement accélérée en Suisse, après un ralentissement en 2015. En dépit d'un franc fort, les exportations ont bien résisté, mais avec des différences entre les secteurs, tandis que la demande intérieure se raffermit modérément. L'inflation est devenue positive en janvier 2017, pour la première fois depuis août 2014, affichant une augmentation annuelle de 0,3 %. Toutefois, les pressions à la hausse sur le franc, en tant que monnaie refuge, ont persisté et la Banque nationale suisse est régulièrement intervenue pour les contenir, ce qui s'est traduit par une forte augmentation des réserves en devises et une politique monétaire très accommodante. La persistance d'un large excédent de balance courante, d'environ 9 % du PIB, a aussi contribué à la vigueur du franc.

V. Pays émergents

A. Nouveaux États membres de l'Union européenne

51. La croissance économique dans les nouveaux États membres de l'Union européenne, a fléchi en 2016, tombant à 3,0 % contre 3,7 % en 2015. Sa solidité relative tient à la vigueur de la consommation, qui a compensé l'atonie de l'activité d'investissement associée à l'ouverture d'une nouvelle période de programmation pour les cofinancements de l'Union européenne, et fait suite à des années de très grand dynamisme. À compter de 2017, le rythme d'allocation des fonds de l'Union européenne augmentera à mesure que de nouveaux projets seront présentés et, au cours des prochaines années, les transferts pourraient atteindre 2 à -4 % du PIB chaque année. L'accroissement de l'investissement deviendra de nouveau un moteur

essentiel de la croissance. Les économies des nouveaux États membres sont très ouvertes et leur performance est fortement influencée par les conditions de la demande chez leurs partenaires extérieurs, à savoir les autres pays de l'Union européenne. L'amélioration des perspectives de l'économie européenne aura un impact positif sur ce groupe de pays.

52. La dynamique favorable des marchés du travail est favorisée par l'expansion économique continue et la soupape extérieure représentée par les migrations au sein de l'Union européenne. Dans le même temps, des pénuries de main-d'œuvre sont apparues dans certains secteurs. La baisse du chômage a dopé la consommation, que des gains rapides des salaires réels ont aussi alimentée. L'augmentation des coûts de main-d'œuvre et, plus récemment, des prix du pétrole, a entraîné une accélération de l'inflation à partir de niveaux très bas. Les conditions de financement ont été assouplies, l'accès au crédit des ménages et des sociétés s'améliorant dans le contexte de la diminution de la part des prêts improductifs, qui est néanmoins demeurée assez élevée dans de nombreux pays.

53. Si les perspectives économiques sont positives, il existe également des sources d'incertitude qui assombrissent l'horizon. Les problèmes que pourraient rencontrer l'Union européenne se répercuteraient rapidement sur ce groupe de pays, étant donné les solides interactions économiques. Les flux migratoires et les envois de fonds des travailleurs migrants pâtiront de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, qui pourrait finir par avoir des conséquences pour les dispositifs de coordination budgétaire de l'Union européenne et, partant, pour les nouveaux États membres de l'Union européenne, qui bénéficient de transferts importants.

54. En Tchéquie, après des résultats très satisfaisants en 2015, avec un PIB affichant une hausse de 4,5 %, l'expansion économique a fléchi pour revenir à 2,3 %. La forte croissance de l'emploi a alimenté la consommation des ménages. La demande extérieure nette a également beaucoup contribué à l'activité économique, tandis que le recul des projets d'infrastructure a entraîné la contraction de la formation brute de capital fixe. Compte tenu de la vigueur de la reprise et de la montée de l'inflation, la Banque nationale tchèque a pu mettre fin début avril 2017 à l'engagement qu'elle avait pris de défendre un cours plancher de la couronne face à l'euro. Cet arrangement avait été mis en place en novembre 2013 pour empêcher que la revalorisation de la monnaie n'ajoute aux pressions désinflationnistes existantes. La situation financière du pays est confortable, les recettes étant stimulées par une croissance soutenue et l'investissement public se modérant après une rapide expansion ces dernières années.

55. L'activité économique s'est ralentie en Hongrie pour revenir à 2,0 %, contre 3,1 % en 2015, sous l'effet de la baisse de l'investissement. La demande intérieure, cependant, est restée forte, car la croissance des salaires et de l'emploi s'est redressée dans un marché du travail de plus en plus tendu. Les résultats économiques ont été soutenus par une croissance rapide des exportations, et la demande extérieure nette a continué d'apporter une contribution positive à l'expansion économique. Les réductions d'impôts et les augmentations du salaire minimum à la fin de 2016 favoriseront la poursuite de la croissance, ce qui stimulera encore le redressement de l'investissement attendu à mesure que les allocations des fonds de l'Union européenne augmentent. L'inflation s'est accélérée tout au long de l'année et, bien qu'elle reste largement inférieure à l'objectif de 3 % fixé par la Banque nationale de Hongrie, elle devrait se redresser. Le recul des investissements s'est accompagné d'une augmentation de l'excédent de la balance des opérations courantes, qui a atteint, selon les estimations, 5 % environ du PIB en 2016. L'émergence de la Hongrie en tant que prêteur extérieur net contraste avec la situation d'avant la crise.

56. En Pologne, la croissance du PIB est tombée à 2,8 %, contre 3,7 % en 2016. La consommation privée, favorisée par la baisse du chômage, l'augmentation des salaires et l'incidence des dépenses sociales supplémentaires, a été le principal moteur de l'expansion économique. Ce dynamisme contraste avec la faiblesse de l'investissement, imputable essentiellement au début d'une nouvelle période de programmation pour les fonds de l'Union européenne. La longue période de déflation a pris fin, grâce à la progression des dépenses de consommation et à la hausse des prix de l'énergie. En novembre 2016, l'inflation est devenue positive pour la première fois depuis juin 2014 et elle devrait encore augmenter. Les finances publiques se sont améliorées, en partie du fait de la baisse de l'investissement public. L'introduction d'une allocation universelle pour enfant à charge et l'abaissement de l'âge légal de départ à la retraite vont accroître les dépenses.

57. En Bulgarie, l'expansion économique s'est poursuivie au même rythme, le PIB augmentant de 3,4 % en 2016, grâce à la forte consommation et, en particulier, aux bons résultats à l'exportation. En revanche, la formation brute de capital fixe a diminué. Les tensions géopolitiques frappant d'autres pays ont stimulé l'important secteur touristique, qui a, à son tour, contribué à élargir l'excédent de balance courante. Les prix ont baissé depuis 2013, mais ont commencé à se redresser en rythme annuel en janvier 2017. La dynamique du marché du travail a été positive, la baisse du chômage s'accompagnant de fortes augmentations des salaires réels. Les finances publiques se sont également améliorées, grâce à de bons résultats économiques et à la baisse des dépenses d'investissement public, mais aussi à des modifications du régime fiscal.

58. Le rythme de l'expansion économique s'est accéléré en Roumanie, atteignant un niveau record post-crise de 4,8 %. Comme dans d'autres nouveaux pays membres de l'Union européenne, l'investissement public a été tempéré par l'incidence du cycle de financement de l'Union européenne, mais cette modération été plus que compensée par un investissement privé dynamique. La consommation a été stimulée par la croissance des salaires, notamment dans le secteur public, favorisée par une amélioration de la situation sur le marché du travail. Le taux d'inflation annuel moyen a été négatif pour la deuxième année consécutive, mais est devenu positif au début de 2017 grâce aux effets de base et à la vigueur de la demande intérieure. Malgré la faiblesse de ce taux, la Banque nationale de Roumanie a maintenu son taux directeur inchangé tout au long de 2016 et au début de 2017. La forte demande intérieure, soutenue par une politique budgétaire expansionniste, a conduit à un creusement du déficit extérieur. Toutefois, l'augmentation de l'investissement étranger direct contribue au renforcement de la capacité d'exportation.

59. La Croatie, le dernier nouveau membre de l'Union européenne, est sortie d'une longue période de contraction en 2015, affichant un taux d'expansion de 1,6 %, qui s'est accéléré en 2016, pour atteindre 2,9 %. La reprise, tirée par la demande intérieure, a néanmoins gardé une large assise. Bien que la croissance des exportations de marchandises se soit légèrement ralentie, le secteur du tourisme a obtenu de bons résultats et la balance des opérations courantes a affiché un excédent non négligeable. L'assainissement budgétaire s'est traduit par une réduction du ratio de la dette publique au PIB pour la première fois en six ans. Le taux de chômage, à 13,5 % au dernier trimestre de 2016, a été nettement plus élevé que dans d'autres nouveaux pays de l'Union européenne, mais a fortement diminué. L'émigration a également joué un rôle dans la réduction du chômage.

B. Europe du Sud-Est

60. Dans les Balkans occidentaux, l'activité économique s'est encore accélérée en 2016, sous l'effet de la forte reprise en Serbie, principale économie de la sous-région. Mais une perte d'élan a été observée dans plusieurs pays, en particulier l'ex-République yougoslave de Macédoine. Ces pays sont très étroitement liés à l'Union européenne, qui garde une influence majeure sur les perspectives économiques. Malgré l'accélération de la croissance, l'inflation est restée à des niveaux très bas. Au début de 2017, la hausse des prix du pétrole l'a poussée vers le haut, mais cette incidence a été limitée. La demande intérieure, en particulier l'investissement, a été le moteur de l'expansion. L'investissement public dans l'infrastructure a continué de jouer un rôle important en Albanie et en Bosnie-Herzégovine. Après des années de modération, l'amélioration de la dynamique des marchés du travail a dopé la consommation. Toutefois, malgré des progrès récents, le chômage demeure important, dépassant les niveaux antérieurs à la crise de 2008, sauf en ex-République yougoslave de Macédoine et au Monténégro. Les taux du chômage de longue durée et du chômage des jeunes sont particulièrement élevés. Dans certains pays, en particulier en Albanie et en Serbie, l'expansion du crédit a contribué à la vigueur de la demande intérieure. En revanche, la demande extérieure nette a contribué négativement à la croissance dans la plupart des pays, à l'exception de la Serbie et, surtout, du Monténégro, en raison des recettes touristiques.

61. La sous-région a accumulé de vastes stocks de dette publique et les efforts d'assainissement budgétaire se sont poursuivis, avec des résultats partagés. Si des progrès ont été observés en Albanie, en Bosnie-Herzégovine et en Serbie, une nouvelle aggravation est intervenue dans les autres pays. Le financement des infrastructures demeure une importante source de dépenses dans l'ex-République yougoslave de Macédoine et au Monténégro.

62. Le déficit de la balance des opérations courantes s'est creusé dans presque tous les pays de la sous-région, à l'exception notable de la Serbie. En Albanie et au Monténégro, les déséquilibres ont atteint des niveaux à deux chiffres. En Albanie, pays exportateur de pétrole, la faiblesse des prix a continué de peser sur les résultats extérieurs. La progression de l'investissement dans la sous-région se traduit par d'importants paiements de revenus, tandis que les envois de fonds ont diminué. L'investissement étranger direct demeure la principale source de financement de ces déficits, mais, comme les pays concernés sont de plus en plus tributaires des ressources extérieures, ils sont exposés à une dégradation des conditions de financement à l'échelle mondiale.

63. En Turquie, la croissance économique a plongé en 2016, tombant de 6,1 % en 2015 à 2,9 %. Les résultats se sont détériorés au second semestre de l'année, avec une baisse de 1,3 % au troisième trimestre de 2016, sous l'effet de l'incidence négative sur la confiance du coup d'État échoué de juillet, mais ont fortement rebondi au quatrième trimestre. La chute des recettes du tourisme, qui s'est poursuivie au début de 2017, a eu un effet de contraction. La dépréciation de la livre, qui s'est accélérée au dernier trimestre de 2016, a fait grimper l'inflation, déjà élevée, qui a dépassé 10 % en février 2017. Les préoccupations géopolitiques et l'épuisement des réserves, qui couvrent à peine la dette extérieure à court terme, ont exercé une pression supplémentaire sur la monnaie. La Banque centrale a déployé de multiples outils pour enrayer l'inflation, notamment des mesures de création de liquidités pour soutenir la monnaie, mais elle s'est abstenue de procéder à des hausses des taux d'intérêt plus énergiques en raison de la faiblesse de l'économie. Comme d'autres marchés émergents, le pays a souffert de sorties de capitaux en prévision de la hausse des taux d'intérêt dans les pays avancés.

C. Communauté d'États indépendants

64. Les résultats économiques se sont améliorés dans la Communauté d'États indépendants en 2016. Après avoir fléchi de 2,3 % en 2015, le PIB global est resté pratiquement stationnaire, ne progressant que de 0,3 %. Cette évolution a été due essentiellement à un rythme plus lent de contraction en Fédération de Russie, qui n'a été que de 0,2 %, contre 2,8 % en 2015 selon les données révisées, et au retour à une timide croissance en Ukraine après une grave récession. La dynamique récente et l'amélioration des perspectives des prix des produits de base donnent à penser que l'expansion gagnera du terrain mais, compte tenu des fragilités persistantes, elle restera modérée en 2017.

65. La demande intérieure, tant la consommation que l'investissement, a été très faible en raison de la stagnation ou de la baisse des salaires réels, de l'insuffisance de l'accès au crédit et des grandes incertitudes. En Fédération de Russie, la consommation des ménages, qui avait été le principal moteur de l'expansion avant la crise, a continué de se contracter, sa baisse de 3,8 % étant inférieure à la moitié de la chute observée en 2015. Après avoir reculé de 9 % en 2015, les salaires réels ont pratiquement stagné en 2016 et ont commencé à faire preuve de plus de dynamisme au début de 2017. Les ventes de détail ont été vigoureuses au début de 2017, pour partie en raison de l'incidence d'un versement exceptionnel aux retraités pour compenser la hausse de l'inflation. En Ukraine, l'augmentation du salaire minimum a favorisé l'accélération de la croissance des salaires réels, ce qui a eu une incidence positive sur la consommation. Toutefois, bien que la demande de consommation se renforce dans la sous-région, elle restera probablement un frein majeur à la croissance.

66. L'investissement est resté insuffisant dans la plupart des pays, enregistrant de très fortes diminutions au Bélarus, en République de Moldova et, surtout, en Azerbaïdjan, où l'activité de construction a diminué d'un quart. En revanche, il s'est redressé en Ukraine. La demande extérieure nette a compensé en partie ces évolutions défavorables. La poursuite de l'assainissement budgétaire dans les pays exportateurs d'énergie a contribué aux forces de contraction. En Fédération de Russie, la substitution de produits nationaux aux importations a soutenu l'activité dans certains secteurs, dont l'agriculture et l'industrie chimique. La baisse des envois de fonds en provenance de la Fédération de Russie a pesé sur les recettes dans les petits pays importateurs d'énergie de la région, mais une tendance à l'amélioration est apparue dès la fin de 2016 et s'est poursuivie en 2017.

67. Malgré la faiblesse de la production tendancielle, la dynamique des marchés du travail a été relativement résiliente. Un ajustement marqué des salaires réels et le sous-emploi ont empêché une plus forte aggravation des chiffres du chômage. En Fédération de Russie, le chômage s'est peu modifié, malgré la récession en cours, alors qu'en Ukraine, la timide reprise n'a pas permis d'entamer les chiffres du chômage. Au Kazakhstan, le taux de chômage, déjà faible, s'est légèrement replié, alors que la population active a continué de se contracter. Dans les petits pays d'Asie centrale, les travailleurs migrants de retour aggravent les tensions sur les marchés locaux du travail.

68. L'inflation a reculé dans l'ensemble de la région, du fait de la dissipation de l'incidence des dépréciations monétaires passées, du redressement des taux de change et de la faiblesse continue de la demande. En Fédération de Russie, le rouble a rebondi en février 2016 et l'appréciation du taux de change enregistrée depuis lors a contribué à la baisse de l'inflation. En Ukraine, l'inflation a chuté fortement, à mesure que les effets de base associés à la hausse des prix des services collectifs

l'année précédente, ont été éliminés de l'indice, mais elle a commencé à s'accroître au dernier trimestre de 2016 en raison du redressement de l'économie. Au Bélarus, malgré une augmentation importante des tarifs réglementés au début de 2016, l'inflation s'est stabilisée mais elle reste élevée par rapport à d'autres partenaires commerciaux, en dépit du contrôle des prix. Les prix sont restés maîtrisés dans plusieurs petits pays, dont l'Arménie, le Kirghizistan et la République de Moldova.

69. La baisse de l'inflation a favorisé la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire, qui est toutefois restée relativement restrictive dans les grands pays de la région. Compte tenu des préoccupations persistantes concernant la stabilité des taux de change et l'inflation, les possibilités d'une politique monétaire anticyclique ont été jugées limitées en 2016. Mais des différences ont été observées entre les pays concernant le rythme de relâchement.

70. En Fédération de Russie, le recul de l'inflation, qui est revenue à 4,6 % en février 2017, et l'appréciation du rouble, ont fini par inciter la Banque centrale à lancer le cycle d'assouplissement, avec une réduction de 0,25 point de base en mars 2017 qui s'est traduite par un taux directeur inchangé depuis septembre 2016, à 9,75 %. Après la dernière appréciation du rouble et compte tenu d'une hausse de 38 % du taux de change pondéré en fonction des échanges pendant l'année se terminant en février 2017, il semble moins difficile d'atteindre l'objectif à moyen terme de la Banque centrale d'une inflation de 4 %. Au Kazakhstan, les taux d'intérêt sont restés élevés au début de 2016 pour soutenir le taux de change face à une inflation toujours forte. Ils se sont progressivement repliés et, l'inflation revenant dans la fourchette de 6-8 % fixée par la Banque nationale en janvier 2017, le taux de base a été ramené à 11 % en février 2017, soit 6 points de pourcentage au-dessous du niveau observé un an plus tôt. En Ukraine, les taux d'intérêt ont enregistré une vive diminution au premier semestre de 2016, mais sont restés inchangés à 14 % depuis octobre. La République de Moldova, pour sa part, a réduit rapidement ses taux car l'inflation y a sensiblement chuté tout au long de l'année. En Arménie, malgré les tendances déflationnistes en cours et des réductions répétées, les taux sont restés à de hauts niveaux.

71. Des mesures d'assainissement budgétaire ont été mises en œuvre dans toute la sous-région. Les producteurs d'énergie, notamment ceux qui sont entrés dans la récession avec d'importantes réserves, se sont employés à remettre les finances publiques sur une trajectoire durable et à ralentir l'épuisement des réserves et des actifs des fonds souverains. En Fédération de Russie, les salaires publics ont été gelés pour la deuxième année consécutive et les prestations n'ont été que partiellement indexées. Malgré la hausse des prix du pétrole, les autorités ont annoncé leur intention de s'abstenir de dépenser les recettes supplémentaires tirées des hydrocarbures et de continuer à réduire le déficit. Au Kazakhstan, l'ajustement, y compris la réduction des activités de prêt par le fonds pétrolier, a été accompagné de réformes fiscales pour stimuler les revenus non pétroliers.

72. En Ukraine, les réformes fiscales, y compris la réduction du taux de l'impôt sur les salaires, ont eu une incidence négative sur les recettes qui a dû être compensée. Le recul rapide de l'inflation a aussi pesé sur les recettes. Au Bélarus, malgré un solde positif du budget des administrations publiques, la dette publique a fortement augmenté en raison de l'impact de la dépréciation et d'opérations quasi budgétaires. L'importante dette publique limite également les options budgétaires au Kirghizistan.

73. Le solde extérieur s'est dégradé dans la plupart des pays de la sous-région, y compris dans les deux plus grandes économies. En conséquence, l'excédent global de la balance des opérations courantes a diminué de façon marquée, en raison principalement de la baisse de près de 70 % de l'excédent de la Fédération de

Russie. Les termes de l'échange pour la sous-région ont continué à se détériorer, quoique à un rythme beaucoup plus réduit. Ils devraient s'améliorer quelque peu en 2017, avec l'augmentation des prix des produits de base.

74. En Fédération de Russie, l'amorce de la reprise a accru la demande d'importations, tandis que les exportations sont restées modérées. La diminution des sorties nettes de capitaux privés a compensé une contraction de l'excédent de balance courante. Malgré le maintien des sanctions, les entreprises ont bénéficié d'un meilleur accès à des financements extérieurs, alors que les actifs russes ont suscité un intérêt accru à l'étranger. Au Kazakhstan, la réduction du manque à gagner au niveau de la balance des opérations courantes hors énergie a été insuffisante pour empêcher la persistance du déficit, qui a presque doublé en 2016.

75. En Ukraine, un important ajustement extérieur est intervenu ces dernières, à la faveur notamment de la dépréciation de la hryvnia. À mesure que l'économie s'est redressée en 2016, le déficit s'est creusé et les exportations ont chuté. Mais, contrairement à la tendance observée en 2014-2015, lorsque les apports de financements publics ont financé des sorties importantes de capitaux privés, on a observé un retour de ces capitaux dans le pays. L'amélioration de la situation de financement a plus que compensé le creusement du déficit de la balance des opérations courantes, se traduisant par une augmentation des réserves. Toutefois, le blocus des liaisons ferroviaires et terrestres et les différends concernant le contrôle des moyens de production clefs dans l'est de l'Ukraine au début de 2017 ont sans doute eu un impact négatif sur les résultats économiques et la capacité d'exportation. Au Bélarus, la position de financement extérieur s'est améliorée suite à un prêt de 2 milliards de dollars consenti par le Fonds eurasien de stabilisation et de développement, dont 800 millions de dollars ont été décaissés en 2016. L'accord conclu en avril 2017 avec la Fédération de Russie sur les prix du gaz importé et les livraisons de pétrole contribuera encore à réduire les contraintes de financement. Dans les petits pays d'Asie centrale, en particulier au Kirghizistan, les déficits de balance courante demeurent très larges. Après un effondrement en 2015, les envois de fonds ont continué de diminuer, quoique à un rythme réduit, avant de se redresser à la fin de 2016.

76. Cinq pays de la CEI — l'Arménie, le Bélarus, la Fédération de Russie, le Kazakhstan et le Kirghizistan — sont membres de l'Union économique eurasienne, qui prévoit la libre circulation des biens, des services, du travail et du capital et la coordination des politiques dans cet espace économique. Dans un contexte de diminution générale des échanges et de mollesse de la croissance économique, les échanges commerciaux entre les pays de ce groupe se sont contractés, en dépit des progrès réalisés dans l'élaboration d'un cadre institutionnel de promotion de l'intégration. Toutefois, la baisse de 7 % des exportations au sein du bloc est bien inférieure à la contraction de 19 % observée à l'égard des pays tiers.

77. La fragilité du secteur bancaire devient une source de dépenses budgétaires dans certains pays. La dépréciation passée des taux de change, associée à de mauvais résultats économiques, a compromis la qualité des actifs. Les organismes de surveillance des certains pays poursuivent leurs efforts pour assainir le système bancaire, notamment en réduisant le nombre d'agréments. Au Kazakhstan, le Fonds des prêts à problème bénéficie de ressources supplémentaires, provenant pour partie du Fonds pétrolier national, afin de faciliter la reconnaissance des prêts improductifs dans le système bancaire. En Azerbaïdjan, d'importants transferts du Fonds pétrolier d'État ont été utilisés pour répondre aux besoins du secteur.

78. Les perspectives économiques de la sous-région se sont améliorées, mais la croissance devrait rester modérée, avec des risques persistants de dégradation. Les avancées obtenues par le passé dans l'amélioration des niveaux de vie et la

réduction de la pauvreté ont été érodées et une croissance inclusive et plus rapide est requise pour inverser cette situation. Le redressement des prix des produits de base devrait être limité. Les pays exportateurs d'énergie doivent se résoudre à faire face à une faiblesse prolongée des prix de l'énergie et à la nécessité de rechercher de nouveaux moteurs de croissance. Les risques géopolitiques sont encore présents, sapant la confiance. La baisse des taux de change a offert des possibilités de diversification économique. Les progrès dans ce domaine devront être appuyés par des politiques propres à favoriser durablement une intensification de la compétitivité dans les secteurs autres que ceux produisant des ressources naturelles, notamment en créant les conditions d'une augmentation sensible de l'investissement et en répondant aux multiples besoins d'infrastructures.