Nations Unies E/2018/16

Conseil économique et social

Distr. générale
20 avril 2018
Français
Original : anglais

Session de 2018
27 juillet 2017-26 juillet 2018
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 2017-2018

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 2017-2018.

18-06389 (F) 250518 050618

Merci de recycler

Situation économique dans la région de la Commission économique pour l'Europe (Europe, Amérique du Nord et Communauté d'États indépendants) en 2017-2018

Résumé

Le présent rapport porte sur la situation économique des pays de la région de la Commission économique pour l'Europe en 2017 et au début de 2018, ainsi que sur les perspectives d'avenir. L'expansion économique s'est accélérée en 2017 dans un contexte mondial propice caractérisé par des politiques favorables. Pour la première fois depuis la crise financière mondiale, tous les pays ont enregistré une croissance positive, avec toutefois d'importantes différences d'une sous-région et d'un pays à l'autre. La normalisation des politiques monétaires progresse aux États-Unis d'Amérique et dans la zone euro, bien qu'à des rythmes différents en raison de la disparité de leurs positions cycliques. À l'inverse, les pays de la Communauté d'États indépendants ont eu tendance à assouplir davantage leur politique monétaire, dans un contexte d'inflation toujours en baisse. La reprise est plus synchronisée et les perspectives restent positives ; toutefois, il existe toujours d'importants risques.

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. La première catégorie comprend l'Amérique du Nord, composée du Canada et des États-Unis d'Amérique ; les pays de la zone euro ; les autres pays européens avancés. La seconde comprend les nouveaux États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore intégré la zone euro ; les pays de l'Europe du Sud-Est qui ne sont pas membres de l'Union européenne, notamment la Turquie ; les pays membres de la Communauté d'États indépendants (CEI) et la Géorgie.

II. Aperçu général

2. L'activité économique des États membres de la Commission économique pour l'Europe s'est accélérée en 2017. Pour la première fois depuis la crise financière mondiale de 2008, tous les pays de la région ont enregistré une croissance positive, avec toutefois d'importantes différences d'une sous-région et d'un pays à l'autre. La croissance de la production globale est passée de 1,7 % en 2016 à 2,6 % en 2017. Cette expansion a eu lieu dans un contexte économique mondial plus solide, où on ne craint plus la stagnation.

3. Toute la région a été marquée par les signes d'un dynamisme économique accru, tels que la hausse des investissements et l'accroissement de la productivité. Les pays avancés ne sont plus menacés par la déflation ; ils se demandent maintenant quand les pressions inflationnistes se feront sentir et à quel rythme engager la normalisation de la politique monétaire. Jusqu'à présent, ces pressions sont restées faibles, ce qui a induit les pays à procéder à un resserrement progressif de leur politique monétaire. En la matière, les divergences entre les États-Unis, où la reprise a été plus soutenue, et la zone euro se sont accrues. Dans cette dernière, les finances publiques se sont améliorées et il a été mis fin aux restrictions budgétaires. Toutefois, la politique budgétaire expansionniste des États-Unis aura pour conséquence d'accentuer les disparités dans ce domaine également, et risque d'influer aussi sur l'évolution de la politique monétaire. À l'opposé, au vu de leur situation économique, qui s'est caractérisée par une nouvelle baisse de l'inflation en 2017 et des perspectives de croissance modérées, la plupart des pays de la Communauté d'États indépendants ont assoupli encore leur politique monétaire. En outre, les pays exportateurs d'énergie ont adapté leur cadre budgétaire en fonction des prix du pétrole, qui sont restés bas.

4. Si les perspectives économiques de la région sont globalement positives, il existe néanmoins des risques importants et des sources d'incertitude. Après une longue période de laxisme, la normalisation de la politique monétaire pourra mettre au jour certaines fragilités. Dans certains pays de la région, les taux d'intérêt bas ont entraîné une hausse extrêmement rapide du prix de l'immobilier. Dans d'autres, les besoins importants en capitaux étrangers constituent une source de vulnérabilité que risque d'exacerber la hausse des taux d'intérêt. Les tensions géopolitiques persistent et l'éventualité de différends commerciaux se profile, ce qui pourrait nuire à la confiance et aux investissements et avoir des retombées négatives potentiellement importantes.

5. Néanmoins, l'amélioration de la situation économique a permis d'instaurer un environnement plus favorable dans lequel il est possible de surmonter les problèmes

structurels tout en avançant vers la réalisation du Programme de développement durable à l'horizon 2030 et en veillant à ce que ce dynamisme économique accru soit synonyme de progrès vers une économie plus inclusive et plus respectueuse de l'environnement.

III. Amérique du Nord

6. La reprise qu'ont connue les États-Unis, marquée par une expansion économique ininterrompue qui dure depuis près d'une dizaine d'année, est la plus longue jamais enregistrée. La croissance du produit intérieur brut (PIB) s'est accélérée en 2017, s'établissant à 2,3 %, contre 1,5 % en 2016. Dans l'ensemble, la production est supérieure de 15 % à ce qu'elle était avant la crise.

7. La baisse du chômage et la hausse des prix des actifs ont stimulé la consommation. Le taux d'épargne des particuliers a encore diminué, atteignant des niveaux qui n'avaient pas été enregistrés depuis avant la crise financière mondiale. En décembre 2017, il avait chuté à 2,4 %, soit son niveau le plus bas depuis septembre 2005. Toutefois, c'est la hausse des investissements, sur fond de confiance accrue, qui a le plus contribué à l'accélération de la croissance du PIB. Les investissements dans le secteur résidentiel sont cependant restés bien en-deçà du niveau d'investissement global. L'accroissement des exportations, qui s'explique par la faiblesse du dollar des États-Unis et la reprise de l'économie mondiale, a participé à cette dynamique, mais la contribution de la demande extérieure nette à la croissance est restée légèrement négative. Les changements apportés aux politiques fiscales devraient donner une nouvelle impulsion à l'activité économique en 2018. La politique budgétaire devrait devenir plus expansionniste, les investisseurs ayant réagi de façon positive à la baisse de l'impôt sur les bénéfices des sociétés.

8. Le chômage, qui s'élevait à 4,1 % en février 2018, est retombé à des niveaux inférieurs à ceux observés avant la crise financière mondiale. Le taux de chômage tel que calculé selon sa définition plus large (c'est-à-dire en tenant compte des travailleurs marginalement attachés à la population active et des travailleurs à temps partiel) a également continué de baisser. D'après les tendances constatées sur le marché du travail début 2018, la création d'emplois continue de progresser fortement. La poursuite de l'expansion a eu un impact favorable sur les taux d'activité, mais la croissance globale de la population active ralentit, sous le coup des pressions démographiques.

9. Alors que l'économie semble avoir atteint un niveau proche du plein emploi, le resserrement du marché du travail risque de générer une surchauffe. Néanmoins, en dépit de la baisse du chômage, la croissance des salaires est restée relativement faible en 2017. Cette situation s'explique en partie par l'évolution de la composition de la main-d'œuvre, à savoir par le départ de travailleurs hautement qualifiés. De plus, il existe d'importantes disparités géographiques au niveau des résultats économiques. Toutefois, selon les données collectées au début de l'année 2018, la croissance des salaires pourrait s'accélérer et bénéficier en outre de l'assouplissement prévu des politiques budgétaires.

10. En dépit de la poursuite de l'expansion économique, jusqu'à présent, les pressions inflationnistes sont restées faibles. La mesure de l'inflation privilégiée du Federal Open Market Committee, à savoir le déflateur de la dépense de consommation des ménages hors alimentation et énergie, reste en-deçà de la cible. Si cette mesure a augmenté au second semestre 2017, l'année s'est terminée avec une croissance annuelle de 1,5 % et un taux d'inflation globale de 2,1 %, qui approchait des 2,3 % en février 2018. Toutefois, la baisse des prix des obligations, entraînant une augmentation des rendements obligataires, semble indiquer une hausse des

anticipations inflationnistes, qui ont connu une nette accélération début 2018. Le point mort d'inflation, fondé sur le cours des obligations à 10 ans, a grimpé rapidement puis s'est stabilisé au début 2018.

11. Alors que l'économie bat son plein, la hausse anticipée de l'inflation a conduit le Federal Open Market Committee à resserrer progressivement sa politique monétaire, à relever ses taux d'intérêt trois fois en 2017 (de 75 points de base en tout) et, depuis octobre 2017, à réduire son bilan. L'institution devrait continuer de supprimer certains aménagements de la politique monétaire à mesure que le marché du travail se resserre et que la croissance des salaires s'accélère. En décembre 2017, il a annoncé que trois nouvelles hausses des taux d'intérêt seraient nécessaires en 2018. En mars 2018, il a de nouveau relevé les taux d'intérêt de 25 points de base et revu les prévisions de croissance à la hausse. Au vu de la solidité anticipée de l'économie, le resserrement monétaire pourrait bien s'opérer plus vite que prévu.

12. L'essor des marchés d'actions a permis d'atténuer les conséquences de ce resserrement sur les conditions financières. La reprise économique soutenue s'est accompagnée d'une augmentation des valorisations boursières et le marché a progressé d'environ 25 % en 2017. En revanche, la hausse des prix des actifs a suscité des inquiétudes quant aux risques pesant sur la stabilité financière. Les prix de l'immobilier ont continué de s'envoler et, selon les mesures utilisées, dépassent actuellement certains pics précédemment enregistrés. Dans l'ensemble, les paiements du service de la dette des ménages sont restés relativement stables en 2017. Ils ont représenté environ 10 % du revenu personnel disponible, soit un niveau très bas par rapport aux tendances passées. En outre, la dépréciation du dollar des États-Unis a également contribué à l'assouplissement des conditions financières. Le taux de change nominal du dollar pondéré en fonction des échanges a chuté de 6,7 % en 2017 et continue sur cette voie en 2018.

13. Les réformes fiscales annoncées vont contribuer à la dynamique de croissance actuelle. Toutefois, dans ce contexte déjà proche du plein emploi, les retombées expansionnistes de l'assouplissement budgétaire risquent d'être contrebalancées en partie par la normalisation plus rapide que prévue de la politique monétaire.

14. L'accélération de la croissance est associée à la poursuite de la décarbonisation de l'économie. Selon l'Agence internationale de l'énergie, si les émissions mondiales de dioxyde de carbone ont augmenté en 2017, elles ont diminué de 0,5 % aux États-Unis. Il s'agit de la troisième année de baisse comme suite au passage du charbon au gaz et, en 2017, à l'augmentation de la part des énergies renouvelables dans la production d'énergie[1].

15. Si les perspectives économiques sont positives, il existe néanmoins des risques et des sources d'incertitude. Les vulnérabilités financières qu'a pu entraîner la longue période de laxisme risquent de se faire jour à mesure que les taux d'intérêt augmentent. L'accroissement de l'effet de levier dans le secteur privé rend celui-ci plus exposé aux variations des conditions de financement. Au vu de la lente croissance de la main-d'œuvre, il est nécessaire d'accélérer sensiblement la productivité pour obtenir des taux d'expansion soutenus. L'amélioration des tendances en matière d'investissements est favorable à la productivité. Toutefois, celle-ci risque de pâtir du vieillissement de la population et de la hausse du taux de dépendance. Les tensions qui émergent dans le domaine commercial risquent d'ajouter à l'incertitude et d'avoir des retombées indésirables.

[1] Agence internationale de l'énergie, « Global energy & CO2 status report 2017 » (mars 2018), disponible à l'adresse suivante : www.iea.Org/publications/freepublications/publication/GECO2017.

16. Au Canada, le rythme de l'expansion économique a été multiplié par deux en 2017 et le PIB a augmenté de 3,0 %. La demande intérieure, notamment l'accélération de la consommation privée et la reprise de l'investissement après deux années de repli, a stimulé la croissance sur fond de raffermissement des prix de l'énergie. Le taux de chômage se situe à un niveau inférieur à celui d'avant la crise financière mondiale, ce qui a stimulé la croissance des revenus. La politique budgétaire modérément expansionniste a également contribué au dynamisme de l'économie, mais les dépenses d'infrastructure sont restées inférieures aux prévisions.

17. Les prix de l'immobilier canadien ont rapidement augmenté, stimulés par les conditions d'emprunt avantageuses et un taux d'immigration nette. Le secteur bancaire est confronté à un ensemble de risques liés à l'immobilier, ce qui préoccupe les autorités monétaires. Le taux d'endettement des ménages par rapport au PIB dépasse maintenant les 100 %. La croissance s'accélérant, le Canada a commencé à supprimer les mesures de stimulation monétaire. La banque centrale a relevé ses taux d'intérêt à deux reprises en 2017, puis une nouvelle fois au début 2018, et fait savoir que l'incertitude quant à l'avenir de l'Accord de libre-échange nord-américain assombrissait l'horizon économique.

IV. Pays européens avancés

A. Zone euro

18. Les perspectives économiques des pays de la zone euro se sont améliorées et la reprise généralisée s'accélère. En 2017, l'activité économique s'est révélée plus solide que ce que laissaient penser les prévisions initiales et la croissance du PIB est passée de 1,8 % en 2016 à 2,3 %. C'est la première année, depuis 2007, que tous les pays ont enregistré une croissance positive. Toutefois, la reprise reste très inégale d'un pays à l'autre : ainsi, l'expansion rapide en Allemagne et en Espagne contraste fortement avec les résultats médiocres de l'Italie. L'expansion devrait se poursuivre au même rythme en 2018, dans un environnement extérieur favorable et un contexte marqué par une politique monétaire toujours accommodante et une politique budgétaire généralement neutre. On prévoit néanmoins un ralentissement, y compris un affaiblissement de la croissance, les facteurs ayant initialement stimulé la reprise (notamment la faiblesse des cours du pétrole et de l'euro) s'étant inversés.

19. La demande intérieure a été un important moteur de l'expansion. La croissance de la consommation, en particulier, a été alimentée par la hausse de l'offre d'emploi et une participation accrue au marché du travail. Dans l'ensemble, la reprise qui a suivi la crise financière mondiale de 2008 et les troubles qui ont agité la zone euro en 2012 s'est caractérisée par un niveau d'investissements relativement faible. Toutefois, à mesure que la croissance est devenue plus soutenue et synchronisée, un élan cyclique de plus en plus important est apparu, appuyé par l'accroissement de l'activité mondiale et des échanges. La disparition des incertitudes, les taux élevés d'utilisation des capacités de production et la croissance soutenue de la demande ont stimulé les investissements, en particulier dans les équipements ; les investissements dans le secteur résidentiel reste cependant à la traîne. Selon les enquêtes à ce sujet, un nouveau redressement est attendu en 2018 et les conditions de financement devraient rester souples.

20. En dépit de l'appréciation de l'euro, l'environnement extérieur favorable a facilité l'augmentation des exportations européennes. Contrairement à ce qu'il s'est passé en 2016, la demande extérieure nette a apporté une contribution positive à la croissance du PIB. Cependant, une appréciation trop importante de l'euro pourrait

compromettre les perspectives de croissance. L'évolution du taux de change reste une source d'incertitude qui a des retombées sur l'inflation et la croissance.

21. Le taux de chômage a continué de baisser dans l'ensemble de la zone euro. Il existe toutefois d'importantes disparités au sein de la sous-région. Tandis que dans plusieurs pays, certains secteurs font face à une pénurie de main-d'œuvre, dans d'autres au contraire, le taux de chômage dépasse les 10 %. Il y a par ailleurs des écarts importants d'un groupe d'âge à l'autre. Ainsi, si le taux de chômage des personnes âgées de 25 à 74 ans est descendu à 7,8 % à la fin 2017, il s'élevait à 17,9 % chez les moins de 25 ans. Dans l'ensemble, le nombre de personnes occupant un emploi a atteint des niveaux records, mais le nombre d'heures travaillées reste inférieur à celui enregistré avant la crise financière mondiale, ce qui laisse à penser qu'il existe une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail.

22. Bien que le chômage soit en baisse, il n'y a pour ainsi dire pas de pressions salariales. En Allemagne, en particulier, la croissance des salaires est restée limitée. Le montant mensuel des salaires négociés a augmenté de 2,5 % en 2017, contre 2,0 % en 2015-2016, ce qui reste inférieur aux hausses constatées de 2012 à 2014, et ce alors que l'économie bat son plein. Le pays compte pour près d'un tiers dans l'indice des prix à la consommation harmonisé des pays de la zone euro et a donc une influence considérable sur la dynamique de l'inflation globale. Plusieurs facteurs sont susceptibles d'avoir contribué à cette augmentation limitée des salaires. En particulier, la forte intégration commerciale et l'élargissement des réseaux de production aux pays voisins d'Europe centrale et d'Europe de l'Est, dont les coûts sont moins élevés, ont probablement joué dans ce sens. L'importance croissante des chaînes de valeur mondiales[2] contribue à expliquer l'influence du contexte mondial sur l'inflation interne. Les flux migratoires massifs et la hausse des taux d'activité ont eu des retombées positives sur l'offre de main-d'œuvre, et limité ainsi les pressions salariales. Des recherches menées par la Deutsche Bundesbank montrent que l'afflux de migrants originaires d'autres États membres de l'Union européenne a aussi permis d'atténuer ces pressions ces dernières années. Cependant, certains éléments, comme les négociations actuellement menées entre les syndicats et les employeurs, donnent à penser que la croissance des salaires pourrait s'accélérer en 2018, mais celle-ci pourrait être limitée à certains secteurs syndiqués[3].

23. Dans une union monétaire telle que la zone euro, avec des taux de changes fixes, le redressement des balances extérieures des États membres doit se faire par l'intermédiaire de taux d'inflation différentiels, lesquels déterminent l'évolution des taux de change réels. Dans la pratique, et compte non tenu des effets de l'évolution de la productivité, cela veut dire que la dynamique de l'inflation en Allemagne, où le rééquilibrage des comptes externes passe par une appréciation en termes réels, limiterait l'inflation globale dans la zone euro à moyen et à long terme.

24. Le taux d'inflation global a légèrement augmenté, stimulé par une plus forte demande, et atteint 1,4 % à la fin 2017, contre 1,1 % un an plus tôt. Toutefois, l'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) est restée inchangée, à environ 1 % au cours des quatre dernières années. Par conséquent, les anticipations inflationnistes sont également restées faibles. Les rendements des obligations souveraines ont augmenté, surtout au début 2018, mais restent modestes. Pour les emprunteurs les mieux notés, ils sont toujours négatifs en termes réels. En 2018, on

[2] Raphaël Auer, Claudio Borio et Andrew Filardo, « The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains », BIS Working Papers, nº 602 (2017). Disponible à l'adresse suivante : www.bis.org/publ/work602.htm.

[3] Deutsche Bundesbank, « Monthly report, November 2017 », vol. 69, nº 11 (novembre 2017). Disponible à l'adresse suivante : www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report/2017/2017_11_monthly_report.pdf?__blob=publicationFile.

s'attend à une hausse de l'inflation liée à l'augmentation des cours du pétrole et aux pressions accrues exercées par la demande générée par la reprise synchronisée, mais ces facteurs seront atténués par l'appréciation du taux de change. Au vu de la vigueur de la reprise, des taux élevés d'utilisation des capacités de production et de la baisse du chômage, la déflation n'est plus à craindre. Toutefois, l'émergence de pressions inflationnistes importantes demeure improbable.

25. Si la reprise connaît un nouvel élan, elle reste soutenue par une politique monétaire très accommodante. Toutefois, les perspectives d'inflation dans la zone euro ayant changé, la Banque centrale européenne a indiqué qu'elle cesserait progressivement les rachats massifs d'obligations qu'elle effectue depuis plusieurs années dans le cadre de son programme de stimulation monétaire. En janvier 2018, elle a ainsi ramené ses programmes d'achat à 30 milliards d'euros nets par mois, contre 60 milliards d'euros jusque-là. Les achats se poursuivront à ce rythme jusqu'en septembre 2018 au moins. Néanmoins, le fait que la Banque réinvestisse les obligations de son portefeuille arrivant à échéance compense en partie cette réduction, et les effets du programme se poursuivront bien après que la Banque aura cessé ses achats d'actifs nets. Dans l'ensemble, la Banque centrale européenne restera très présente sur les marchés obligataires. Cependant, en mars 2018, la Banque est revenue sur son engagement selon lequel elle prolongerait si nécessaire son programme d'achats, montrant ainsi sa confiance dans la solidité de la reprise. Elle entend maintenir les faibles taux d'intérêt qu'elle pratique actuellement jusqu'à la fin de sa politique d'assouplissement quantitatif, et au moins jusqu'à la mi-2019.

26. Les conditions d'emprunt se sont encore améliorées. Les prêts octroyés tant aux ménages qu'aux entreprises ont continué d'augmenter, atteignant environ 2,8 % en 2017. La santé du système bancaire des pays de la zone euro s'est consolidée, suivant la situation économique. Toutefois, dans certains pays, les stocks massifs de prêts improductifs continuent de peser sur la rentabilité et la capacité de prêt du secteur. À la fin du troisième trimestre 2017, les prêts improductifs représentaient 10 % ou plus du volume total de prêts dans six pays de la zone euro.

27. Après avoir atteint un taux plus bas en 2014, la croissance des prix de l'immobilier s'est accélérée légèrement en 2017. L'effet de richesse engendré par cette augmentation stimule la consommation. Si, au troisième trimestre 2017, les prix en valeur nominale étaient supérieurs de 7 % au niveau record d'avant la crise, les prix en termes réels sont restés à des niveaux similaires à ceux observés à la mi-2011. La croissance a été beaucoup plus rapide si l'on considère l'ensemble de l'Union européenne, où les prix de l'immobilier ont déjà atteint, en termes réels, les niveaux records enregistrés avant la crise financière mondiale. Il y a par ailleurs de grandes disparités d'un pays à l'autre. Ainsi, en Espagne et en Italie, les prix n'atteignent que 75 % des niveaux records passés.

28. Après une longue période d'assouplissement de la politique monétaire, le début de la normalisation suscite quelques préoccupations. Les conditions financières laxistes peuvent avoir entraîné des déséquilibres financiers, une mauvaise allocation des capitaux et une mauvaise appréciation des risques qui pourraient se faire jour à mesure que l'activité économique s'accélère et donne lieu à un resserrement de la politique monétaire. Cette situation pourrait engendrer d'importantes corrections des prix des actifs, ce qui aurait des conséquences indésirables. En particulier, les primes de risque sur la dette souveraine ont baissé, en partie en raison de la poursuite des achats d'obligations par la Banque centrale européenne. Une intervention moindre de cette dernière risque d'accroître la vulnérabilité des obligations émises par les pays dits périphériques à l'humeur du marché. Les niveaux d'endettement dans le secteur des sociétés non financières sont élevés, ce qui constitue une source de risque en cas de resserrement des conditions financières.

29. La situation budgétaire des pays de la zone euro s'est améliorée grâce à la reprise cyclique et la faiblesse persistante des coûts de financement. En 2017, aucune nouvelle procédure de déficit excessif n'a été ouverte et les procédures relatives à la Grèce, au Portugal et au Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord ont été abrogées. L'Espagne a été le seul pays à afficher un déficit supérieur à 3 % en 2017, mais l'écart par rapport à ce seuil était minime et conforme à l'objectif que s'était fixé le pays, grâce à la forte croissance des recettes. Toutefois, en dépit de la convergence des soldes budgétaires des pays de la zone euro, le poids de la dette diffère considérablement d'un pays à l'autre, ce qui a des implications importantes sur leur marge de manœuvre budgétaire. Plusieurs pays à la dette élevée risquent de pâtir de l'augmentation des coûts d'emprunt, à mesure que les conditions financières se resserrent. À l'inverse, d'autres pays ont la possibilité de relancer l'investissement public global et leurs dépenses d'infrastructure, contribuant ainsi au rééquilibrage de la zone euro. La dette publique exprimée en pourcentage du PIB diminue en Allemagne depuis 2010, mais reste supérieure à 100 % en Belgique, à Chypre, en Grèce et en Italie. La Grèce a effectué un retour réussi sur les marchés financiers à l'été 2017, ce qui montre les progrès accomplis vers le retour à la normale ; toutefois, cela témoigne également de la recherche permanente de rendement par les investisseurs dans ce contexte caractérisé par la faiblesse des taux d'intérêts.

30. Les débats sur la réforme de l'architecture institutionnelle de la zone euro se poursuivent, notamment en ce qui concerne les différentes initiatives de partage des risques financiers. En décembre 2017, la Commission européenne a présenté une feuille de route visant à approfondir l'Union économique et monétaire européenne. Celle-ci contient plusieurs propositions, comme la création d'un Fonds monétaire européen, qui serait établi sur la base du mécanisme européen de stabilité et viserait à aider les États membres confrontés à des difficultés financières, et la mise en place de nouveaux instruments budgétaires visant à accroître la stabilité.

31. La zone euro a continué d'afficher un excédent courant important, correspondant à 3,5 % du PIB. Avant la crise, les disparités en termes de compétitivité ont débouché sur des déséquilibres. Les capitaux s'étant taris, les pays dits périphériques, qui enregistraient des déficits courants élevés, ont été contraints de procéder à des ajustements, en grande partie en réduisant leurs importations du fait de la contraction de la demande. Certains ont aussi réussi à consolider leur compétitivité extérieure. En Espagne, la part des exportations dans le PIB est actuellement supérieure d'environ 10 points de pourcentage à celle de 2007. À l'exception de la Grèce, tous les pays périphériques affichent un excédent courant, ce qui signifie qu'ils constituent une source de financement nette pour le reste du monde. Contrairement à avant la crise financière mondiale, ils ne dépendent plus d'apports de capitaux massifs. Toutefois, aucun ajustement symétrique n'a été observé dans les pays à excédent. En Allemagne, pays qui représente environ les deux tiers de l'excédent de la balance courante de la zone euro, l'excédent n'a baissé que légèrement en 2017 et s'est établi à près de 8 % du PIB.

32. L'amélioration des perspectives économiques fournit un environnement plus propice à la prise des réformes structurelles nécessaires à la hausse des taux de productivité, à la réduction des pressions environnementales et la promotion de l'inclusion. La faible croissance de la productivité reste une préoccupation majeure, mais on observe des tendances favorables. Si les niveaux d'investissement bas expliquaient en partie cette productivité médiocre, la reprise soutenue s'accompagne maintenant de dépenses d'équipement plus importantes. Une productivité plus élevée permettrait d'apaiser les pressions inflationnistes et les effets négatifs que le vieillissement de la population a sur la croissance.

33. La formation brute de capital fixe en pourcentage du PIB demeure, cependant, inférieure aux niveaux observés avant la crise financière mondiale. Les problèmes de sous-investissement chronique, en particulier dans certains domaines essentiels tels que les transports ou les infrastructures énergétiques, entravent le potentiel de croissance de l'économie. Ils nuisent également à la capacité de faire face plus rapidement aux problèmes environnementaux émergents. D'après la Banque européenne d'investissement, le niveau d'investissements dans l'atténuation des changements climatiques dans l'ensemble de l'Union européenne a été ramené de 1,6 % du PIB en 2012 à seulement 1,2 % en 2016[4].

34. La convergence des revenus réels des pays a stagné les années qui ont suivi la création de la zone euro et s'est inversée lors de la crise financière mondiale. La faible croissance de la productivité de certains pays, combinée à des niveaux de productivité initialement bas, a contribué à cette situation, peu propice à la cohésion de l'union monétaire. Au cours de la période d'essor financier, les flux de capitaux transfrontières ont permis de financer les investissements dans des secteurs tels que le logement et l'immobilier, où les hausses de productivité sont limitées, et ils n'ont donc pas contribué à la convergence durable des revenus. Les investissements d'infrastructure ont pâti des efforts d'assainissement des finances publiques, les dépenses d'équipement ayant fait l'objet de nombreuses restrictions. Cette baisse des dépenses d'infrastructure a surtout concerné les pays dotés des plus mauvaises infrastructures, ce qui a empêché qu'une véritable convergence ait lieu.

35. Avec la reprise, certains des effets négatifs qu'avait eus la crise sur la pauvreté et l'inégalité de revenus se sont inversés. La redistribution budgétaire est un outil important d'atténuation des inégalités. Selon la Commission européenne, la redistribution opérée grâce à la fiscalité des pays de l'Union européenne a permis de réduire les inégalités de revenus d'environ un tiers entre 2004 et 2014. Il s'agit de la raison principale qui explique que les inégalités entre les ménages sont bien moindres dans l'Union européenne qu'aux États-Unis[5].

36. Si, globalement, les inégalités de revenus entre les ménages sont restées stables ces dix dernières années, l'étude de la dynamique de la pauvreté fait ressortir de grandes disparités entre les groupes d'âge. Le pourcentage de personnes risquant de basculer dans la pauvreté et l'exclusion sociale est passé de 21,7 % en 2008 à 23,1 % en 2016. Toutefois, il est passé de 26,4 % à 30,3 % chez les 18-24 ans, qui ont été particulièrement touchés par cette augmentation, tandis qu'il a baissé chez les personnes âgées de 65 ans ou plus. Ces dynamiques résultent, d'une part, de l'évolution du marché du travail mais aussi, de l'autre, du système de protection sociale adopté par de nombreux pays, qui tend davantage à protéger les retraités. Combattre les effets multiples du vieillissement tout en garantissant l'équité intergénérationnelle reste un défi de taille.

B. Autres pays avancés

37. Au Royaume-Uni, la croissance a été meilleure que prévu après le référendum de juin 2016 sur l'appartenance à l'Union européenne. Les répercussions immédiates de ce vote sur les marchés ont été moins graves qu'anticipé, mais la consommation a souffert, la dépréciation de la livre sterling entraînant une hausse de l'inflation et une

[4] Banque européenne d'investissement, Investment report 2017/2018: from recovery to sustainable growth (novembre 2017). Disponible à l'adresse suivante : http://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2017_en.pdf.

[5] Commission européenne, *Report on Public Finances in EMU, 2017*, Institutional Paper 069 (Luxembourg : Office des publications de l'Union européenne, 2018). Disponible à l'adresse suivante : https ://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip069_en.pdf.

diminution des revenus réels. Les secteurs tournés vers l'extérieur ont eu de meilleurs résultats, leur position concurrentielle s'en trouvant renforcée. Globalement, la croissance du PIB a ralenti et été ramenée à 1,7 % en 2017, contre 1,9 % en 2016. Ce ralentissement a tranché avec les bons résultats des principaux partenaires commerciaux du pays et avec la vigueur de l'économie mondiale. Cette croissance médiocre, associée à la baisse du chômage, explique les tendances à la baisse de la productivité. Ces dix dernières années, l'élargissement de la population active a considérablement contribué à l'activité économique du Royaume-Uni, mais elle était associée à une faible productivité. La réduction de l'immigration nette après le référendum a également pesé sur la croissance.

38. Le taux d'inflation a dépassé l'objectif de 2,0 %, s'établissant à 3,0 % à la fin 2017. La dépréciation de la livre sterling et la diminution du niveau de ressources non utilisées dans l'économie ont fait évoluer les perspectives inflationnistes. En novembre 2017, la Banque d'Angleterre a relevé les taux d'intérêt de 25 points de base pour la première fois depuis une dizaine d'années, entamant la normalisation de la politique monétaire. Toutefois, les conditions financières restent très accommodantes et continuent de favoriser l'activité économique.

39. Les perspectives économiques du Royaume-Uni restent liées aux résultats des négociations relatives à la sortie de l'Union européenne. En mars 2018, un accord a été conclu, instaurant une période de transition de 21 mois devant débuter après mars 2019, sous réserve de la conclusion d'un traité entérinant la sortie du pays. Au cours de cette période, le Royaume-Uni continuera de respecter les règles de l'Union européenne et de participer à l'union douanière et au marché unique, ce qui permettra aux gouvernements et aux entreprises de disposer de plus de temps pour planifier la suite. Cependant, les modalités exactes de sortie de l'Union européenne restent à définir et l'incertitude qui en découle continuera de peser sur les perspectives économiques.

40. De manière générale, les pays scandinaves ont obtenu de bons résultats économiques. En Norvège, le fait que le cours du pétrole ait arrêté de chuter a stimulé l'activité économique et accéléré la croissance du PIB, qui est passée de 1,1 % à 1,8 % en 2017, soutenue par l'augmentation des dépenses de consommation des ménages et par un net redressement des investissements. En Suède, la croissance a été solide. L'investissement, en particulier dans l'immobilier, a fortement contribué à l'augmentation du PIB en 2017, estimée à 2,7 %. Toutefois, certains indicateurs pointent vers un fléchissement de l'économie début 2018. Au Danemark, la croissance s'est légèrement accentuée, s'établissant à 2,1 % en 2017. Le redressement de la demande extérieure nette, qui a compté pour près d'un quart de l'expansion enregistrée, a permis de compenser le ralentissement de la consommation et de l'investissement. Toutefois, ces bons résultats ont bénéficié d'un paiement important, effectué aux fins de l'utilisation d'un brevet et comptabilisé comme exportation de services, lequel a entraîné, d'après l'office de statistique du Danemark, une augmentation du taux de croissance de 0,4 point de pourcentage. Cet exemple montre que l'utilisation du PIB dans la mesure de l'activité intérieure d'un petit pays à l'économie ouverte sur l'extérieur tel que le Danemark ou l'Irlande comporte des limites.

41. Les prix de l'immobilier ont rapidement grimpé ces dernières années dans les pays scandinaves, en particulier dans les capitales. Au Danemark, la crise financière mondiale a conduit à un fort ajustement du prix des logements, mais ceux-ci ont remonté. Dans les pays scandinaves, l'endettement des ménages est élevé et les autorités monétaires ont fait part de leurs inquiétudes quant aux risques financiers qui pourraient se poser. Le Danemark a renforcé sa politique macroprudentielle et réformé les activités d'évaluation des biens ainsi que la fiscalité foncière afin de

limiter la hausse des prix de l'immobilier. Selon les pays, ces derniers ont commencé à baisser vers le milieu ou la fin de l'année 2017, réduisant ainsi les probabilités de devoir procéder à une correction plus importante.

42. La politique monétaire est très accommodante, ce qui a favorisé l'augmentation des prix de l'immobilier. Les taux directeurs sont restés à des niveaux historiquement bas en Suède (-0,50 %) et en Norvège (+0,50 %). Bien que l'inflation ait augmenté, surtout au Danemark, et devrait continuer de ce faire, elle reste faible. En Suède, elle a connu un pic en juillet 2017 et est en baisse depuis.

43. En Suisse, la croissance est restée modérée en 2017, le cours élevé du franc suisse ayant freiné l'activité économique. En dépit d'un certain fléchissement, le taux de change est resté supérieur de 20 % environ au niveau d'avant la crise financière mondiale en termes réels pondérés en fonction des échanges commerciaux. Après cinq années de déflation, le taux d'inflation est redevenu positif, grâce à la hausse des cours du pétrole et à la dépréciation du franc suisse. Dans l'ensemble, les pressions salariales et tarifaires restent très faibles. L'expansion de l'activité économique devrait s'accélérer considérablement en 2018, stimulée par la poursuite de la dépréciation du franc suisse et les conditions internationales favorables.

V. Pays émergents

A. Nouveaux États membres de l'Union européenne

44. En 2017, les nouveaux États membres de l'Union européenne ont eu de bons résultats économiques et vu la croissance de leur production augmenter à un rythme jamais enregistré depuis dix ans, passant de 3,2 % en 2016 à 4,8 %. La reprise dans le reste de l'Union européenne a créé un environnement propice à l'activité économique, sur fond de politiques favorables à la croissance. Cette expansion devrait ralentir en 2018 mais rester solide, puisqu'on s'attend à ce que les circonstances extérieures demeurent positives. Grâce à ce rythme de croissance rapide, l'écart de revenus avec les États ayant adhéré plus tôt à l'Union européenne devrait continuer de se réduire. Le différentiel de croissance est supérieur à 2 points de pourcentage, comme avant la crise financière mondiale, ce qui va dans le sens d'une convergence économique.

45. La consommation privée, stimulée par la hausse des salaires réels et des revenus des ménages, a été le principal moteur de la reprise. Dans certains pays, les interventions publiques l'ont aussi favorisée. En Pologne, les transferts sociaux en faveur des familles avec enfants ont constitué une source supplémentaire de revenus. En Hongrie, le salaire minimum a augmenté de 15 % en 2017, et sera encore relevé de 8 % en 2018. En Roumanie, la politique budgétaire procyclique a alimenté la forte croissance de la consommation des ménages, laquelle a contribué à une croissance du PIB de 7 %, la plus rapide des pays de l'Union européenne.

46. Les investissements se sont aussi renforcés, soutenus par l'augmentation des transferts budgétaires de l'Union européenne, l'amélioration des perspectives économiques et les taux élevés d'utilisation des capacités. L'accélération des investissements a été particulièrement forte en Hongrie, qui enregistre un fort taux d'absorption des fonds européens. En Pologne, le niveau d'investissements publics s'est redressé à mesure que les transferts européens se sont accélérés. Les investissements du secteur privé sont restés modérés mais devraient s'accroître, les dépenses d'infrastructures accrues cofinancées par l'Union européenne créant de nouvelles possibilités. À l'inverse, la croissance globale des investissements a été plutôt lente en Roumanie, et le niveau d'investissements publics a diminué, en raison du faible taux d'absorption des fonds de l'Union européenne et de la priorité accordée

aux dépenses courantes. En Croatie, les problèmes liés au grand conglomérat Agrokor ont nui aux investissements.

47. Les taux de chômage ont continué de baisser dans l'ensemble de la sous-région. En Croatie, en dépit de l'offre d'emploi croissante et de la poursuite de l'émigration, le chômage est resté élevé et s'établissait à un peu moins de 12 % à la fin 2017. À l'inverse, en Tchéquie, le taux de chômage qui était déjà bas a continué de baisser : en janvier 2018, il s'établissait à 2,4 %, soit le taux le plus bas de l'Union européenne, suivi par celui de l'Allemagne, à 3,6 %.

48. Le resserrement des marchés du travail s'est accompagné d'une hausse des salaires. Dans plusieurs pays, certains secteurs font face à une pénurie de main-d'œuvre, laquelle a été en partie comblée par les travailleurs migrants. Les migrants Ukrainiens comptent pour l'essentiel du nombre total de migrants entrant en Tchéquie et, surtout, en Pologne, où une pression salariale modérée se fait sentir. Le manque de compétences commence à limiter les investissements dans certains pays de la sous-région. Si l'émigration a diminué, la fuite des cerveaux reste un sujet d'inquiétude. À long terme, ces tendances démographiques défavorables entraîneront une baisse de la population en âge de travailler, qui devrait toucher durement la Bulgarie, la Pologne et la Roumanie. En Pologne, l'abaissement de l'âge de la retraite adopté en octobre dernier va limiter encore l'offre de main-d'œuvre.

49. L'inflation, qui a été très faible, voire négative, en 2016, s'est accélérée courant 2017. En Pologne, l'inflation sous-jacente a oscillé autour des 2 % l'année écoulée, mais les anticipations inflationnistes sont à la hausse. En Bulgarie, après trois ans de déflation, les prix recommencent à augmenter modérément. En Tchéquie, après la mise en flottement de la couronne en avril 2017, l'appréciation du taux de change a alimenté des pressions inflationnistes modérées. En Roumanie, l'inflation a fortement augmenté, stimulée par une forte demande et la hausse des prix de l'énergie, et s'établissait à 3,8 % en février 2018, soit le taux le plus élevé de l'Union européenne.

50. La croissance économique solide a engendré une augmentation des recettes et amélioré la situation budgétaire des pays de la sous-région. En Bulgarie, la manne budgétaire a été utilisée à la fin 2017 pour accroître sensiblement les dépenses tout en conservant un excédent. En Tchéquie, le coût très faible du service de la dette a contribué à renforcer la situation budgétaire du pays. En dépit d'une hausse rapide des dépenses, le déficit polonais s'établit toujours à environ 3 % du PIB. En Croatie, les recettes ont été plus élevées que prévu, ce qui s'est traduit par un excédent primaire pour la première fois depuis l'indépendance du pays et par une réduction du déficit global. La dette publique exprimée en pourcentage du PIB, bien que relativement élevée, est en baisse.

51. En matière de politique monétaire, les tendances divergent dans la sous-région. Si les autorités monétaires hongroises et polonaises semblent jusqu'ici peu alarmées par l'inflation, les autorités tchèques et roumaines semblent plus favorables à un resserrement. En Pologne, les taux d'intérêt n'ont pas bougé depuis mars 2015. Si l'inflation est nulle, les autorités monétaires n'ont pas pour autant manifesté leur intention de relever les taux. La Banque nationale tchèque a très légèrement relevé le taux directeur en août 2017 et, début 2018, a fait part de ses préoccupations quant aux conséquences qu'une hausse des salaires pouvait avoir sur l'inflation. La Banque nationale de Roumanie a elle aussi revu à la hausse ses taux directeurs, qui étaient inchangés depuis mai 2015, à deux reprises au cours des deux premiers mois de 2018.

52. La croissance du crédit s'est accélérée dans la plupart des nouveaux États membres de l'Union européenne, en particulier en ce qui concerne les ménages, sauf en Croatie où elle a continué de se contracter. Dans l'ensemble, cette progression a été relativement contenue, la Tchéquie étant le seul pays à avoir affiché une

augmentation largement supérieure à celle du PIB nominal. Le financement apporté par les banques étrangères s'est globalement amélioré, mais c'est surtout la croissance vigoureuse des dépôts dans les banques résidentes qui a permis de financer les prêts en hausse. Alors qu'avant la crise financière mondiale, la situation se caractérisait par un afflux massif de capitaux étrangers, l'expansion des crédits sera cette fois probablement limitée par la croissance des dépôts bancaires domestiques. Le secteur bancaire des pays de la sous-région se porte mieux, bien que la part des prêts improductifs demeure élevée et ne baisse que lentement en Bulgarie et en Croatie. Les prix de l'immobilier ont aussi augmenté rapidement ces dernières années, mais les taux d'endettement demeurent bien inférieurs à ceux observés dans les pays ayant adhéré plus tôt à l'Union européenne.

53. Après la crise de la dette souveraine qui a touché la zone euro en 2012, la plupart des pays de la sous-région ont vu leur déficit courant baisser considérablement ou se transformer en excédent, en raison des tensions connexes sur les marchés financiers et des effets négatifs qu'elles ont eus sur les apports financiers transfrontières. Cela signifie que dans ces pays, le niveau d'épargne est plus important que celui des investissements, en dépit des opportunités créées pour accélérer la croissance économique. En Bulgarie, la demande intérieure est devenue en 2017 la principale source d'expansion (rôle qui était auparavant assuré par les exportations), mais l'excédent courant est resté l'un des plus importants de la région, à environ 4 % du PIB. En Bulgarie comme en Croatie, la croissance du tourisme a contribué à l'amélioration de la balance des paiements courants. En Hongrie, la dégradation de la balance commerciale a entraîné une chute de l'excédent courant, qui s'est néanmoins établi à près de 4 % du PIB. À l'inverse, l'économie roumaine en plein essor a affiché un déficit courant accru, s'élevant à 3,5 % du PIB environ.

54. Les perspectives économiques de la sous-région sont étroitement liées à celles du reste de l'Union européenne, avec lequel elle entretient des liens forts en matière de commerce et d'investissement. Les transferts budgétaires effectués dans le cadre de la politique de cohésion de l'Union européenne ont une incidence considérable sur la demande intérieure, et les cycles de décaissements influent sur la dynamique de production. Si les résultats récents sont positifs et la conjecture favorable dans l'immédiat, les perspectives à moyen terme suscitent quelques inquiétudes. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne risque de faire baisser le montant des fonds disponibles et donc des transferts effectués aux pays bénéficiaires de la politique de cohésion, qui constituent un important moteur de croissance dans les nouveaux États membres de l'Union européenne.

B. Europe du Sud-Est

55. En 2017, la performance économique des Balkans occidentaux était mitigée. La croissance s'est accélérée en Albanie et, surtout, au Monténégro, les deux économies connaissant une croissance estimée à près de 4 %, tandis que celle de la Bosnie-Herzégovine est restée stable à environ 3 %. L'amélioration des perspectives économiques dans l'Union européenne et une demande intérieure plus forte ont favorisé le dynamisme économique. Les investissements dans l'infrastructure ont continué de stimuler l'activité économique, en particulier au Monténégro. La consommation privée a joué un rôle de plus en plus important dans l'expansion de la production, appuyée par des améliorations sur les marchés du travail et, dans certains pays, les envois de fonds croissants. En Bosnie-Herzégovine et au Monténégro, l'augmentation des recettes touristiques a également contribué à intensifier le dynamisme économique.

56. En revanche, en Serbie, principale économie de la sous-région, la croissance est tombée à 1,9 % en 2017, contre 2,8 % en 2016. Bien que la consommation privée soit en pleine reprise, les intempéries ont eu des répercussions sur l'agriculture et la lenteur de l'exécution des projets publics a freiné l'investissement. En ex-République yougoslave de Macédoine, les tensions politiques se sont traduites par une baisse prononcée de l'investissement et la production globale a quasiment stagné.

57. La croissance économique a créé des emplois, mais le taux de chômage est néanmoins resté élevé, en particulier en Bosnie-Herzégovine et en ex-République yougoslave de Macédoine (malgré la mise en place de programmes dans le secteur public du pays). Le chômage des jeunes est notamment un problème majeur dans toute la sous-région et reste un facteur de migration.

58. Dans la sous-région, l'inflation est restée faible, bien qu'elle ait commencé à grimper légèrement en raison du renforcement de la demande intérieure. Des taux de chômage élevés ont découlé d'un fort sous-emploi de la main-d'œuvre. L'absence de pression sur les prix et d'autres progrès en matière d'assainissement des finances publiques ont conduit les autorités monétaires serbes à baisser les taux d'intérêt à deux reprises en 2017 et une nouvelle fois au début de 2018. En ex-République yougoslave de Macédoine, les prix ont commencé à monter après trois ans de déflation. La politique monétaire albanaise, quant à elle, a continué d'être accommodante car l'inflation est restée bien inférieure au taux limite.

59. Le renforcement de la demande intérieure a entraîné des déficits extérieurs lourds, en particulier au Monténégro, où les importations liées à l'investissement ont alimenté un grave déficit. De tels déficits créent des besoins de financement considérables et rendent la sous-région vulnérable à une détérioration des conditions de financement extérieur. L'investissement étranger direct demeure toutefois la principale source de financement et l'accroissement de la capacité d'exportation aura tendance à réduire à terme le déséquilibre du commerce extérieur.

60. Les perspectives économiques dépendent de la dynamique de croissance de l'Union européenne, qui reçoit près des trois quarts des exportations de marchandises des pays de la sous-région. L'adhésion à l'Union européenne, tout en restant une possibilité lointaine, donne un point d'ancrage aux politiques économiques. Elle constitue également une source de financement, étant donné qu'en 2018, environ 1,1 milliard d'euros devraient être versés au titre de la préadhésion. En février 2018, la Commission européenne a publié une stratégie sur l'engagement de l'Union européenne pour les Balkans occidentaux [6], dans laquelle elle a présenté une illustration indicative des étapes nécessaires pour que le Monténégro et la Serbie, les deux pays qui sont déjà en pleine négociation, clôturent le processus d'adhésion d'ici 2025. Le processus de convergence des revenus a certes progressé rapidement entre 2000 et 2007 mais il stagne depuis 2007 et le PIB par habitant dans la sous-région est seulement d'environ un tiers de la moyenne de l'Union européenne.

61. En 2017, le taux de croissance économique de la Turquie a plus que doublé, le PIB augmentant de 7,4 %, favorisé par les politiques et la demande extérieure croissante, notamment la hausse des recettes touristiques. Le marché du travail a obtenu de bons résultats tout en absorbant une forte augmentation de la population active. Le rythme rapide de la création d'emplois et les mesures publiques de relance ont stimulé la consommation. En revanche, l'investissement est resté à la traîne. En 2017, l'inflation s'est accélérée, alimentée par le renforcement de la demande intérieure, la faiblesse de la livre turque et la hausse des prix de l'énergie. Bien qu'elle ait commencé à baisser, s'établissant à 10,3 % en février 2018, l'inflation est restée

[6] Consultable à l'adresse suivante : https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/communication-credible-enlargement-perspective-western-balkans_en.pdf.

bien supérieure à l'objectif de 5 %. En 2017, les autorités monétaires ont augmenté certains des principaux taux d'intérêt, mais la politique est demeurée souple. Un déficit colossal de la balance courante rend le pays tributaire des financements extérieurs et vulnérable à un reflux des entrées de capitaux étrangers et à la détérioration des conditions de financement. En 2017, environ la moitié du déficit a été financée avec des flux de portefeuille, principalement l'émission d'obligations, tandis que la part de l'investissement étranger direct a diminué. Bien que la dynamique démographique favorise une croissance à long terme, cela semble être moins le cas des tendances des investissements et de la productivité.

C. Communauté d'États indépendants et Géorgie

62. En 2017, le rythme de l'activité économique s'est accéléré, marqué par la reprise de la croissance en Fédération de Russie après deux années de contraction. L'amélioration des termes de l'échange, un environnement extérieur plus favorable et des conditions macroéconomiques moins instables ont stimulé le redressement. Dans l'ensemble, la croissance du PIB a été modeste et bien en deçà des taux observés avant la crise. La production totale de la Communauté d'États indépendants a pratiquement stagné en 2016 et a augmenté de quelque 2,1 % en 2017. En 2018, le maintien d'un environnement extérieur favorable, y compris l'amélioration des termes de l'échange, continuera d'appuyer la reprise.

63. La Fédération de Russie a réagi plus rapidement à la baisse des prix du pétrole qui a débuté en 2014 que d'autres pays exportateurs d'énergie de la Communauté d'États indépendants, ce qui a lui permis d'ajuster les taux de change en conséquence. La récession a été beaucoup moins profonde que d'autres observées auparavant. Après avoir reculé au total de 2,7 % en 2015 et 2016, le PIB de la Fédération de Russie a augmenté de 1,5 % en 2017. En revanche, dans d'autres pays exportateurs d'énergie initialement réticents à laisser la monnaie se déprécier, l'ajustement a été plus lent. En Azerbaïdjan, la production s'est fortement contractée en 2016 et a pratiquement stagné en 2017.

64. La reprise s'est poursuivie en Ukraine pour la deuxième année, malgré les saisies d'entreprises et le blocus commercial dans l'est du pays. Toutefois, les effets négatifs de ces événements et le déclin de la production agricole ont freiné la performance économique. Dans l'ensemble, l'économie ukrainienne s'est contractée d'environ 20 % depuis 2008. Le Bélarus est sorti de sa récession en 2017, jouissant d'une forte croissance industrielle et d'une bonne récolte. Le règlement de son différend avec la Fédération de Russie, concernant les livraisons de pétrole et la dette générée par les livraisons de gaz impayées, a dynamisé les perspectives économiques. Au Kazakhstan, l'augmentation des prix du pétrole et de la production pétrolière au gisement de Kachagan a joué un rôle essentiel dans le renforcement de la croissance.

65. La reprise des envois de fonds depuis la Fédération de Russie a contribué à l'accélération de l'activité économique dans les pays importateurs d'énergie en Asie centrale. Au Kirghizistan, des hausses sensibles de la production d'or ont donné un coup de fouet à la production. En Arménie, où les envois de fonds sont également primordiaux, l'économie a connu une reprise vigoureuse, dans un contexte de croissance industrielle rapide et de hausse des prix du cuivre.

66. La demande intérieure était le principal moteur de la reprise. À la différence des crises précédentes, durant la récente crise, les consommateurs russes ont été les plus durement touchés par l'ajustement, mais la dynamique du commerce de détail et des prêts hypothécaires s'est améliorée grâce à la forte croissance des salaires réels. Toutefois, la consommation est restée faible et à la traîne par rapport à l'investissement. En Ukraine, le salaire minimum a été doublé et la consommation

privée s'est intensifiée, mais la formation brute de capital fixe a continué à faire preuve de beaucoup plus de dynamisme. Au Kazakhstan, l'augmentation des exportations a également contribué à l'accélération de la croissance.

67. Dans l'ensemble, l'inflation a chuté dans la sous-région, notamment grâce au renforcement des taux de change, mais pas dans certains pays, en raison de la hausse du prix des services publics de distribution. En Fédération de Russie, la baisse des prix alimentaires, entraînée par une bonne récolte et la reprise des importations provenant de Turquie, a contribué au recul de l'inflation, qui s'élevait à 2,2 % en février 2018. Le redressement de la demande intérieure et l'annulation de l'effet positif de l'appréciation du taux de change sont susceptibles de créer des pressions inflationnistes. En Ukraine, l'inflation est restée élevée, s'établissant à 13,7 % à la fin de 2017, soit nettement au-dessus de l'objectif de 8 %. En revanche, au Bélarus, l'inflation est passée sous la barre des 10 %, grâce à une politique monétaire stricte et à la réduction des prêts dirigés. En Ouzbékistan, la libéralisation de la réglementation des changes et la poursuite du passage à la convertibilité ont ouvert de nouvelles perspectives pour l'investissement, mais la forte dépréciation du taux de change qui a suivi a généré des tensions inflationnistes. En Arménie, la déflation a cessé en 2017 et l'inflation a continué de grimper en 2018.

68. L'affaiblissement des pressions sur les prix a permis d'assouplir prudemment les politiques monétaires, bien que les pays de la sous-région en soient à différents stades du cycle d'assouplissement. Cependant, en Ukraine, les résultats décevants en matière d'inflation, malgré la relative stabilité du taux de change, ont conduit la Banque nationale à augmenter considérablement les taux, de 350 points de base exactement entre décembre 2017 et mars 2018, annulant ainsi les réductions appliquées plus tôt en 2017. En Fédération de Russie, les taux réels étaient relativement élevés par rapport à d'autres marchés émergents, mais la politique monétaire est en cours d'assouplissement. La Banque centrale du pays a réduit le taux de 50 points de base en décembre 2017 et de 25 points de base en mars 2018, ce qui l'a ramené à 7,50 %. Des réductions supplémentaires sont attendues, mais l'affaiblissement récent du taux de change pourrait les mettre en suspens.

69. Durant la récente crise, l'emploi est resté stable grâce à la flexibilité des salaires et au recours au travail à temps partiel. La reprise actuelle se traduit par l'augmentation des gains de salaire, la réduction des mécanismes d'ajustement involontaire et la baisse des taux de chômage. En Fédération de Russie, la chute du chômage s'est accompagnée d'une contraction de la main-d'œuvre, causée par les tendances démographiques, et de pénuries de main-d'œuvre pour le travail qualifié dans certains domaines. Au Bélarus, l'intensification de la croissance économique n'a pas conduit à une hausse de l'emploi, en raison des répercussions de la restructuration des entreprises publiques actuellement menée.

70. En 2017, les prix du pétrole ont augmenté, revigorant les finances publiques dans les pays producteurs de pétrole mais aussi au Bélarus, qui reçoit de la Fédération de Russie des livraisons de pétrole qu'il raffine et réexporte. Malgré la reprise, les prix devraient rester nettement plus faibles qu'avant la forte baisse qui a commencé en 2014. Les pays exportateurs d'énergie ont continué de s'adapter à la faiblesse persistante des prix et se sont engagés sur la voie de l'assainissement des finances publiques. De nouveaux cadres budgétaires ont été mis en place pour l'utilisation des ressources en hydrocarbures. Des plans budgétaires à moyen terme prévoient en outre une plus grande rigueur budgétaire. Dans le même temps, la sous-région a davantage mis l'accent sur l'efficacité des dépenses publiques et leur contribution à la croissance.

71. L'Ukraine a réussi à contenir le déficit malgré la hausse des coûts salariaux dans le secteur public, alors que le recouvrement des impôts a été favorisé par des facteurs

ponctuels et que la montée de l'inflation a stimulé les recettes fiscales. Les recettes tirées de la privatisation étaient toutefois bien en deçà des objectifs. Le régime des retraites enregistre l'un des plus gros déficits de la sous-région, aggravant le déficit public. Une réforme du régime a été introduite en 2017, augmentant le taux effectif de départ à la retraite.

72. L'accélération de la croissance et, dans certains pays, le renforcement des taux de change réels ont été accompagnés d'un accroissement des importations. En parallèle, la hausse des prix du pétrole a fait monter la valeur des exportations des pays exportateurs d'énergie, d'où un creusement de l'excédent de la balance courante en Fédération de Russie et une réduction du déficit au Kazakhstan, qui a également enregistré une augmentation des exportations de pétrole. En Ukraine, les envois de fonds croissants ont contribué à limiter le déficit de la balance courante et à compenser les effets de la hausse du déficit commercial. Au Bélarus, le recouvrement de la Fédération de Russie et le retour à la normale des livraisons de pétrole depuis ce pays ont imprimé un fort élan aux exportations.

73. En Fédération de Russie, le développement de certains secteurs, comme l'agriculture et le traitement des produits alimentaires, a été favorisé par des restrictions à l'importation imposées à titre de contre-sanction. Cela s'est traduit par une diminution de la part des importations alimentaires dans le commerce de détail. En Ukraine, la réorientation géographique du commerce vers des pays autres que la Fédération de Russie s'est accompagnée d'une augmentation des produits agricoles dans la composition des échanges. En Fédération de Russie, la part globale de l'Union européenne dans le commerce total était en baisse, tandis que la part globale de la Chine, maintenant le principal partenaire commercial du pays, s'est accrue. Le volume des échanges entre les pays de l'Union économique eurasienne a augmenté plus vite que le commerce avec d'autres pays.

74. Dans la sous-région, les conditions étaient favorables à l'accès aux capitaux. Un certain nombre de pays, y compris le Bélarus, la Fédération de Russie, l'Ukraine et le Tadjikistan, ont profité du fait que les investisseurs internationaux étaient à la recherche de rendement pour émettre des euro-obligations en 2017 et au début de 2018. En outre, le Bélarus a refinancé sa dette auprès de la Fédération de Russie après qu'ils ont conclu un accord sur le paiement des arriérés de gaz et un nouvel accord sur les livraisons de ressources énergétiques. En Ukraine, la récente émission d'obligations a marqué le retour aux marchés des capitaux après la restructuration de la dette en 2015. Les paiements du service de la dette pèseront lourd dans les années à venir. Bien que les options de financement se soient améliorées, les faibles perspectives de croissance pourraient porter préjudice à la soutenabilité de la dette ukrainienne. Au Tadjikistan, les profits tirés des euro-obligations serviront à financer une centrale hydroélectrique.

75. Ces dernières années, les sanctions économiques imposées à la Fédération de Russie ont entraîné une réduction du levier d'endettement, surtout dans le secteur bancaire. Si les sanctions limitent les options de financement, elles n'ont pas empêché l'accès aux capitaux étrangers. En 2017, la part des non-résidents dans la dette russe s'est accrue, tandis que les entreprises se sont aventurées à plusieurs reprises sur les marchés internationaux des capitaux.

76. En Fédération de Russie et au Kazakhstan, les prêts, notamment aux ménages, se sont multipliés. Toutefois, le secteur bancaire de la sous-région est généralement resté en mauvaise posture. Ces dernières années, le soutien apporté par l'État a été considérable et devra être renforcé à l'avenir. Au Kazakhstan, par exemple, l'appui des pouvoirs publics représentait environ 5 % du PIB en 2017. En Ukraine, l'assainissement des finances publiques mené ces dernières années a été remarquable et prévoit notamment la résorption des déficits parafiscaux dans le secteur du gaz.

Toutefois, le coût de la restructuration du secteur bancaire reste préoccupant et contribuera à la détérioration des ratios de la dette publique. En Fédération de Russie, malgré les progrès accomplis récemment dans la stabilisation du système financier, la Banque centrale a dû intervenir pour sauver la plus grande banque privée car les préoccupations concernant sa situation financière avaient conduit à des retraits massifs de dépôts. Au Tadjikistan, l'effondrement des envois de fonds avait créé de graves problèmes pour le secteur, qui se trouve toujours dans une situation précaire. Dans l'ensemble, les problèmes du secteur bancaire entravent la diversification économique.

77. Bien que les perspectives économiques soient plus encourageantes, des préoccupations géopolitiques demeurent. La capacité d'exportation de l'Ukraine a souffert lorsque le pays a perdu le contrôle des ressources dans la partie orientale du territoire. Les États-Unis ont imposé de nouvelles sanctions à la Fédération de Russie qui concernent, entre autres, les oléoducs d'exportation russes et pourraient également toucher la dette souveraine. Les sanctions ont des effets négatifs visibles, faisant notamment augmenter le coût du capital, sapant la confiance et rendant plus difficile l'accès aux technologies. À court terme, toutefois, elles ont favorisé le développement de certains secteurs et atténué la dépendance à l'égard des financements étrangers. À la différence de 2014, les nouvelles sanctions sont imposées dans un contexte de hausse des prix du pétrole.

78. Malgré la reprise et la poursuite de la croissance prévue, la sous-région souffre d'un manque de dynamisme économique. Une fois de plus, le récent ralentissement de l'économie a mis en lumière la vulnérabilité de la sous-région à la chute des prix des produits de base et la nécessité d'accélérer les progrès en matière de diversification économique. Les modifications de la structure économique exigent un niveau d'investissement suffisant, qui est relativement faible par rapport à d'autres marchés émergents. Les perspectives de croissance modérée ont affermi la volonté de mener des réformes structurelles.