

N° 44 – 08 janvier 2015

Retour sur l'année 2014 dans le Monde : Premier bilan, une redistribution de la croissance mondiale sur fond d'instabilités

par Charles-Henri COLOMBIER, Paula GARZON, Ludovic MARTIN, et Thuy Van PHAM © COE-REXECODE



1) Synthèse

L'année 2014 s'inscrit dans le prolongement de ses devancières, sans accélération ni décélération de la croissance mondiale. Celle-ci évolue, depuis trois ans, sur un rythme assez régulier proche de 3 % l'an.

Après un premier trimestre en retrait marqué par un taux de croissance du PIB de l'ordre de 2,2 % en rythme annualisé, ce dernier s'est accéléré à 3,3 % l'an au deuxième trimestre et 3,6 % l'an au troisième. Sur l'ensemble de l'exercice, le volume du PIB mondial aurait progressé de 3,1 %. Pour stabilisée qu'elle apparaisse, la croissance reste toutefois en dessous de la tendance de longue période. Elle reste décevante au regard de l'ensemble des stimulants actionnés : un contexte non inflationniste, des politiques monétaires ultra-expansionnistes, un caractère restrictif de la politique budgétaire qui s'est atténué (notamment en zone euro) et une situation financière des entreprises en nette amélioration à l'échelle mondiale.

Chute des cours du pétrole

Depuis le début de l'été, un autre facteur propice à un surcroît de la croissance mondiale a fait surface : la chute des cours du pétrole. Reflet du déséquilibre entre une demande sans tonus et une offre abondante mais aussi d'un changement de stratégie des pays producteurs (l'Arabie Saoudite en tête), ce recul vient opérer un vaste transfert de revenu entre pays exportateurs et importateurs nets de produits de base, au détriment des premiers et à l'avantage des seconds. Il renforce également les forces désinflationnistes à l'œuvre dans l'économie mondiale, notamment dans les pays développés et dans la zone euro en particulier.

La Chine, première puissance économique mondiale

Avant même que la baisse du prix du pétrole ne vienne stimuler l'activité à l'échelle mondiale, une redistribution de la croissance mondiale s'est déjà opérée en 2014. Les économies développées, avec les États-Unis et le Royaume-Uni en chef de file, ont vu leur rythme de croissance accélérer quelque peu en 2014 par rapport à l'année précédente. Les économies émergentes ont affiché, pour leur part, une croissance annuelle plus faible en 2014 qu'en 2013. Ancrée dans une phase de transition structurelle « pilotée », l'économie chinoise a continué de ralentir. Ceci ne l'a pas empêchée de devenir en 2014 la première puissance économique au monde, devançant les États-Unis au classement des niveaux de PIB PPA. Le décrochage majeur est venu surtout des pays gagnés par des déséquilibres structurels profonds et dont les devises ont été chahutées à partir de l'été 2013 (Brésil, Inde, Indonésie, Turquie, Afrique du sud...).

Les écueils sont d'une nature différente en Russie, confrontée au triple choc de la baisse du prix du pétrole, de l'effondrement du rouble et des sanctions internationales consécutives aux tensions géopolitiques majeures avec l'Ukraine.

Recul des taux, hausse du dollar

Dans ce contexte plus chahuté, l'aversion pour le risque s'est accentuée. Après un début d'année calme, les indices de volatilité et de risque se sont réorientés à la hausse, retrouvant fin 2014 leurs points hauts inscrits à l'été 2012. Si les places boursières ont plutôt bien résisté mais de manière disparate, un fait marquant tient au passage de certains taux de banque centrale en dessous de zéro. Les politiques monétaires des Banques centrales ont ainsi amorcé une divergence qui se poursuivra en 2015 (arrêt du QE aux États-Unis, annonce de hausse de la taille du bilan des banques centrales japonaise et

... / ...

... / ...

européenne).

Sur le marché obligataire, l'année a été marquée, contre toute attente, par la baisse quasi généralisée des taux longs à des niveaux extrêmement bas. Enfin, la grille de changes a été vivement secouée. Le dollar, accompagné du yuan, a progressé contre quasiment toutes les devises alors que l'euro et surtout le yen ont dévissé, occasionnant une vive appréciation du taux de change effectif des devises asiatiques. Les autorités locales sont intervenues sur le marché des changes pour contrer cette appréciation, accentuant, par la même occasion, le risque d'une « guerre des monnaies ».

2) Analyse par zone

L'économie mondiale en 2014 : une redistribution de la croissance

La croissance mondiale évolue depuis trois ans sur un rythme assez régulier proche de 3 % l'an. Selon nos estimations datant de décembre, le volume du PIB mondial aurait progressé de 3,1 % au cours de l'exercice 2014. La croissance est de même ampleur qu'en 2013 et légèrement supérieure à celle de 2012 (3 %). Pour stabilisée qu'elle apparaisse, la croissance reste toutefois en dessous de sa tendance de longue période (4,2 % en moyenne par an entre 2000 et 2007 et 3,5 % entre 1990 et 2007).

Ceci s'opère alors que de nombreux éléments propices à une accélération du rythme de croissance ont été présents : un contexte non inflationniste, des politiques monétaires ultra-expansionnistes et moins restrictives en matière budgétaire, une situation financière des entreprises en amélioration et surtout une baisse des cours du baril de pétrole dont le mouvement s'est amplifié au cours des trois derniers mois de l'année.

Une croissance mondiale hétérogène

L'absence d'accélération de la croissance mondiale s'explique notamment par une forme de désynchronisation des cycles qu'épousent des économies toutes confrontées à des enjeux spécifiques. Une redistribution de la croissance, à l'œuvre à l'échelle mondiale depuis 2013, s'est poursuivie. Les économies de l'OCDE ont vu leur rythme de croissance se redresser quelque peu en 2014 par rapport à l'année précédente. Mais un nouveau découplage s'est effectué depuis le printemps entre, d'une part, les pays anglo-saxons, les États-Unis en tête, dont la croissance s'est accélérée et, d'autre part, la zone euro et le Japon qui sont aux portes de la récession.

Les économies émergentes ont affiché, pour leur part, une croissance en moyenne annuelle plus faible en 2014 qu'en 2013. Le ralentissement de l'économie chinoise se poursuit sans rupture jusqu'à présent. Ceci n'a pas empêché la Chine de devenir la première économie mondiale, devançant les États-Unis au classement du niveau des PIB exprimés en parité de pouvoir d'achat. Le décrochage majeur est venu surtout d'économies gagnées par des déséquilibres structurels profonds (inflation élevée, faible taux d'investissement, déficits « jumeaux »). Brésil, Inde, Indonésie, Afrique du Sud, Argentine ou encore Turquie ont tous subi de violents mouvements à la baisse de leur devise. Les écueils sont d'une nature différente en Russie, qui pâtit d'une accélération des sorties de capitaux sur fond de tensions géopolitiques majeures avec l'Ukraine et de sanctions internationales.

... / ...

... / ...

Les anglo-saxons au rendez-vous de la croissance

En 2014, le rythme de croissance de l'activité mondiale a ainsi été très disparate, que ce soit entre groupes de pays (économies « développées » et « émergentes ») ou à l'intérieur de ces groupes.

États-Unis : accélération de la croissance en attendant la Fed

Aux États-Unis, la croissance a été au rendez-vous en 2014. Après avoir reculé au rythme de 2,1 % l'an au premier trimestre en raison d'un aléa climatique marqué, le volume du PIB a rebondi au rythme de 4,6 % l'an au trimestre suivant. La croissance s'est encore accélérée au troisième trimestre (4,9 % l'an) et, probablement au dernier trimestre de l'année avec la baisse des prix des produits pétroliers. Les dépenses des ménages et des entreprises ont été les principaux moteurs de l'activité.

La consommation privée a été soutenue, ce qui n'a pas empêché une remontée du taux d'épargne. L'investissement en logement a rebondi après la contraction observée au premier trimestre, tandis que l'investissement productif a accéléré sa progression, bénéficiant du rebond des taux de marge des entreprises qui avaient fléchi au trimestre précédent. Le vif regain des dépenses publiques après deux trimestres de contraction ne semble pas durable. Enfin, les exportations de biens et services se sont nettement ressaisies, témoignant d'une certaine compétitivité de l'appareil productif. Mais les importations ont bondi en lien avec la vigueur de la demande interne, de sorte que la demande extérieure nette s'est dégradée.

Producteurs de pétrole brut, les États-Unis sont pénalisés par la chute des prix qui menace la rentabilité des sites d'extraction du pétrole de schiste. D'ores et déjà, les dépenses d'investissement en génie civil et travaux publics dans le secteur de l'énergie ont cessé de progresser depuis le début de 2014 pour même s'orienter à la baisse. Cependant, les États-Unis restent de grands consommateurs d'hydrocarbures, de sorte qu'en termes nets, ils sont gagnants à la baisse des prix du brut. La facture énergétique nette à l'importation va accélérer son recul et du pouvoir d'achat sera redistribué aux ménages et aux entreprises.

L'impact de la baisse des cours du pétrole sur la facture pétrolière et sur l'inflation ne peut que favoriser la croissance, laissant plus de marge de manœuvre à la Fed pour l'ajustement de sa politique monétaire. Le programme de réduction des achats d'actifs de la Fed, ramenant ceux-ci à zéro, s'est terminé en octobre 2014. Les interrogations quant au calendrier et à la vitesse du relèvement des taux Fed Funds s'intensifient. Si l'inflation ne constitue pas une menace et si le marché du travail s'est amélioré à l'image de la forte baisse du taux de chômage, les conditions ne sont pas encore réunies pour que la Fed remonte plus vite que prévu (juillet 2015) et plus fortement ses taux directeurs. La prudence semble être de mise.

Royaume Uni : pic de croissance

Le Royaume-Uni est l'autre surprise de l'année 2014. L'accélération de l'activité, entamée en 2013, s'est poursuivie. Un pic de croissance a, toutefois, probablement été atteint au deuxième trimestre 2014. L'activité reste, néanmoins, inscrite sur une pente positive, soutenue par une demande interne dynamique. Le secteur immobilier a connu une relative accalmie avec un ralentissement du rythme de progression des prix de l'immobilier intervenu depuis mai 2014. L'investissement en logement s'est légèrement contracté de 1,6 % l'an au troisième trimestre. Une petite correction comparée à son essor à un rythme de 25,8 % l'an au premier trimestre et 15,2 % l'an au second trimestre 2014.

... / ...

... / ...

Les dépenses des entreprises ont accéléré grâce à des conditions de crédit favorables. La consommation des ménages a été soutenue malgré le ralentissement de la hausse des salaires. Le taux d'inflation est faible et la baisse récente des cours du pétrole est un facteur désinflationniste supplémentaire. En revanche, les exportations se sont contractées en lien avec la morosité des ventes sur les marchés européens. Le Royaume-Uni étant importateur net de pétrole, la baisse des prix du Brent contribue à réduire son déficit commercial.

En 2014, le gouvernement britannique n'est pas en mesure d'atteindre son objectif initial de réduction du déficit public. Les recettes fiscales sont plus décevantes qu'attendu, notamment pour ce qui concerne celles liées au revenu des ménages. L'aléa principal tient au mouvement et au timing de l'évolution des taux directeurs. Dans un contexte désinflationniste, la décision d'une remontée des taux directeurs semble être repoussée vers la seconde partie de 2015.

La rechute japonaise

Après un début d'année « euphorique », l'activité nippone a chuté aux deuxième et troisième trimestres. La hausse du taux de la TVA de trois points à 8 % en avril a « plombé » la consommation privée dont le recul est plus marqué que celui qui avait été observé au deuxième trimestre 1997 après le relèvement de deux points de la TVA à 5 % à l'époque.

L'investissement privé a également chuté. Les indicateurs du dernier trimestre de l'année suggèrent que l'impact négatif de la hausse de la TVA apparaît désormais dépassé. Les ventes au détail, les immatriculations de voitures ainsi que les nouvelles commandes à la construction ou à la mécanique se sont ainsi timidement redressées.

Longtemps à la peine malgré la baisse du yen, l'activité à l'exportation a décollé depuis le troisième trimestre 2014. Afin de relancer l'activité, le gouvernement a de nouveau sollicité la flèche « budgétaire » en annonçant de nouveaux « mini-plans » de relance depuis le début de l'automne.

Les marges de manœuvre sont néanmoins très étroites alors que la nouvelle hausse du taux de la TVA (de 8 % à 10 %) prévue pour octobre 2015 et incluse dans les programmes initiaux d'assainissement des comptes publics est reportée à avril 2017.

Parallèlement, la Banque du Japon a prolongé en octobre sa politique de « Quantitative et Qualitative Easing », l'amplifiant même, au moins jusqu'à fin 2015. L'accroissement de la base monétaire visé a été relevé de 80 trillions de yens à 350 trillions de yens (73 % du PIB). L'objectif pour fin 2014, à 270 trillions de yens (55 % du PIB), est presque atteint. Au troisième trimestre, la base monétaire s'est élevée à 244 trillions de yens, soit 50 % du PIB.

S'il a gagné sans difficulté les élections anticipées du 14 décembre, Shinzo Abe et ses « Abenomics » sont plus que jamais soumis à rude épreuve.

Le Premier Ministre poursuit sa feuille de route, en mettant en application des réformes structurelles, notamment la baisse de l'impôt sur les sociétés de 35,6 % à 29 % en 2015 ou celle favorisant la participation des femmes au marché du travail.

Ces mesures sont de nature à relever la croissance potentielle, mais leurs effets ne seront pas immédiats tandis que la population totale va continuer de baisser et vieillir.

... / ...

... / ...

La petite reprise européenne

Après une année 2012 très agitée et une année 2013 qui avait été marquée la stabilisation progressive de la situation économique, l'année 2014 a vu le retour d'une croissance mesurée en zone euro.

Celle-ci a ainsi enregistré quatre trimestres consécutifs de croissance positive sur l'année calendaire pour la première fois depuis 2010. Mais les fragilités structurelles de l'Union Monétaire n'ont pas disparu, comme en témoigne la résurgence de tensions autour de la Grèce en fin d'année.

Sur l'ensemble de l'année 2014, le volume du PIB de la zone euro devrait afficher une croissance modeste de l'ordre de 0,8 %, après des reculs de -0,4 % en 2013 et -0,7 % en 2012. Le retour de la croissance de la demande interne a été le moteur cette reprise. Le mouvement haussier de la consommation privée depuis mi-2013 a été entretenu par la baisse du cours du pétrole et l'amélioration des conditions de crédit, augmentant le pouvoir d'achat du revenu des ménages.

La consommation publique a aussi progressé, les efforts de consolidation budgétaire des États s'étant allégés. Le déficit public agrégé de la zone sur l'année devrait être inférieur à 3 % du PIB pour la première fois depuis 2008, tandis que la dette publique devrait augmenter modérément à 96 % du PIB environ contre 95 % fin 2013. Point très négatif, l'investissement n'a pas suivi ce petit rebond d'activité. Il s'inscrit en baisse depuis le deuxième trimestre.

Tant les exportations que les importations ont accéléré en 2014, mais leurs hausses semblables expliquent la très faible contribution de la demande extérieure nette à la croissance. L'excédent courant de la zone euro demeure à des niveaux élevés. Il devrait ressortir à 255 milliards d'euros en 2014 contre 241 milliards en 2013. Le taux de chômage a décru assez nettement sur l'année, passant de 11,9 % fin 2013 à 11,5 % à fin octobre. Il a notablement reflué en Grèce, en Espagne et au Portugal, les trois pays où il est le plus préoccupant.

L'année a été marquée par un fort mouvement de désinflation (hausse des prix de 0,3 % en glissement annuel en novembre contre 0,9 % un an auparavant), alimenté par la baisse du cours du pétrole et affectant tous les pays de la zone. La Grèce et l'Espagne connaissaient déjà une inflation négative en novembre. Face à ce mouvement, la BCE a été amenée à adopter une politique monétaire plus expansionniste.

Elle a ainsi baissé son principal taux directeur à 0,15 % en juin, puis 0,05 % en septembre, tutoyant ainsi la « zero lower bound », limite qu'elle a même franchi en amenant le taux de rémunération des dépôts en dessous de cette ligne. Elle a, par ailleurs, initié une politique d'assouplissement quantitatif caractérisée par le rachat d'obligations sécurisées, d'ABS, et le lancement du programme TLTRO visant aussi à débloquer le crédit à l'économie réelle.

Malgré la stabilisation du système bancaire, l'introduction dans les faits de l'Union bancaire à l'automne et l'amélioration des conditions de crédit relevée dans les enquêtes de la BCE, le volume de prêts accordés au secteur privé continue toutefois de reculer, de 0,9 % sur un an en novembre. La BCE a ainsi annoncé à l'été son ambition d'élever la taille de son bilan jusqu'à 3000 milliards d'euros environ. À fin 2014, celui-ci n'affichait que 2150 milliards d'euros.

Cet abaissement des taux à leurs plus bas, et ce pour toutes les maturités, a contribué à la dépréciation de l'euro face au dollar. Celui-ci a terminé l'année à 1,21 dollar contre 1,38 dollar fin 2013, soit une dépréciation de 12,3 %.

... / ...

... / ...

Allemagne : un leader au ralenti

L'Allemagne est toujours apparue comme le pilier de la zone euro, même si son attrait a été légèrement écorné par un deuxième et un troisième trimestre décevants, consécutifs à un premier trimestre très dynamique. La croissance sur l'ensemble de l'année 2014 devrait ressortir à 1,4 % environ, contre 0,1 % en 2013 et 0,4 % en 2012. La consommation privée, la consommation publique et la demande extérieure nette contribuent positivement à la croissance. L'investissement a, en revanche, marqué un recul sensible aux deuxième et troisième trimestres, après un premier trimestre qui l'avait vu bondir à son plus fort rythme depuis 2011. Faisant office de valeur refuge en Europe, et sous l'effet de l'expansion monétaire conduite par la BCE, l'Allemagne a vu ses taux d'intérêt chuter. Le taux des emprunts d'État à dix ans a terminé l'année 2014 à 0,54 % contre 1,93 % un an plus tôt.

Le mouvement généralisé de désinflation en zone euro n'épargne pas l'Allemagne, les prix s'inscrivant seulement en hausse de 0,2 % sur un an en décembre, tandis que l'inflation annuelle moyenne s'élève à 0,9 % par rapport à 2013. Après déjà des excédents budgétaires publics de 0,1 % du PIB en 2012 et 2013, l'Allemagne devrait réaliser la performance d'enregistrer un nouvel excédent de 0,2 % en 2014, si bien que la dette publique devrait fondre à 74,5 % du PIB, contre 76,9 % fin 2013. L'excédent courant reste à des niveaux très élevés et représente près de 80 % de celui de la zone euro dans son ensemble. Il devrait atteindre 206 milliards d'euros environ en 2014 contre 194 milliards d'euros en 2013.

France : du décalage au décrochage

L'activité en France a connu une stricte stagnation au cours du premier semestre 2014. Sur plus longue période, le niveau du PIB n'est supérieur que de 1,4 % à son niveau atteint lors de son pic antérieur au premier trimestre 2008.

La croissance du PIB a, certes, quelque peu augmenté au troisième trimestre (1,1 % l'an par rapport au trimestre précédent). Si elle est un peu supérieure à celle observée dans l'ensemble de la zone euro au cours de ce trimestre (+0,6 % l'an et +0,3 % l'an en Allemagne), elle lui est inférieure une fois mesurée en glissement sur un an (0,4 % en France contre 0,8 % en zone euro et 1,2 % en Allemagne).

L'acquis de croissance pour l'année 2014 au terme du troisième trimestre ressort désormais à 0,4 % en France. Il est de 0,8 % en zone euro et de 1,4 % en Allemagne.

Le modeste redressement au troisième trimestre ne doit pas faire illusion. Il tient pour l'essentiel à des éléments circonstanciels (contribution très positive des stocks à la croissance et accroissement des dépenses de consommation publique) et si le climat des affaires s'est un peu amélioré en novembre, il reste déprimé, notamment dans le secteur de la construction.

Les signes de redémarrage restent ténus jusqu'à présent. Pas plus que ne se manifestent des signes d'une rechute de l'activité.

Parmi les postes de la demande interne, seule la consommation des ménages a connu une orientation légèrement haussière, orientation qui pourrait se prolonger pour peu que des comportements déflationnistes ne soient pas adoptés face au ralentissement des prix qui s'opère.

Dans ce contexte, l'inertie relative des salaires dans le secteur marchand par rapport à l'activité, au chômage, aux prix comme à la productivité occasionne un nouvel effritement des marges des entreprises que ne compense pas intégralement l'introduction du CICE.

... / ...

... / ...

Cet effritement risque de retarder à nouveau le redressement de l'investissement productif qui demeure, avec le déficit de compétitivité extérieure et le recul du secteur de la construction, le principal chaînon manquant de la croissance de l'économie. L'économie française est ainsi encore très éloignée du mode « reprise ». D'autant que la rechute de l'emploi salarié marchand, d'une part, et la tonalité encore médiocre des enquêtes de conjoncture, d'autre part, laissent présager une fin d'année plutôt décevante, le tout sur fond de nouveau ralentissement des prix.

Italie : toujours en récession

La croissance n'a toujours pas été au rendez-vous en Italie en 2014. Le début d'année avait été marqué par une période d'enthousiasme visible dans les indicateurs de confiance qui saluaient l'arrivée au pouvoir de Matteo Renzi. Cependant, cette période d'optimisme a été brève et la récession s'est poursuivie en 2014. Le rythme de contraction du PIB s'est toutefois réduit par rapport à 2013 (-0,4 % contre -1,9 % en 2013).

La demande interne a été atone. La consommation privée a connu une progression modique sur les trois premiers trimestres de l'année tandis que la consommation publique se contractait. Une des explications des piètres performances de l'économie en 2014 réside dans la contraction de l'investissement de 1,7 % sur les trois premiers trimestres de 2014. La demande externe a joué le rôle d'un moteur de l'activité par défaut. Une situation qui trouve son origine dans la contraction des importations (-12,5 % depuis 2011 alors que les exportations ont augmenté de 6,0 %).

Le taux de chômage a continué d'augmenter pour atteindre 12,8 % de la population active au troisième trimestre. L'inflation a conservé un niveau faible, légèrement positive lors des deux premiers trimestres de 2014. Les prix se sont, cependant contractés au troisième trimestre et cette baisse devrait se poursuivre au quatrième trimestre sous l'effet du recul du prix du pétrole.

Sur le plan des finances publiques, l'Italie fait figure de bon élève européen selon le critère du déficit avec un déficit estimé à 3,0 % du PIB en 2014 selon la Commission Européenne. En revanche le niveau d'endettement de l'Italie augmenterait en 2014 de 4,3 points de PIB, pour atteindre 132,2 % de PIB, un des plus élevés de la zone euro.

Espagne : la reprise derrière l'austérité

L'Espagne est la bonne surprise de la zone euro en 2014. Le pays a tourné la page de la récession entamée en 2009. L'embellie observée au premier trimestre avec une croissance du PIB de 1,4 % l'an s'est confirmée avec une croissance de 2,0 % l'an aux deuxième et troisième trimestres. Le niveau du PIB est toutefois encore inférieur de 6,5 % à son point haut de début 2008. Cette performance de l'économie ibérique trouve son origine dans la croissance de la demande interne. La consommation privée a augmenté à des rythmes élevés tandis que l'investissement des entreprises a accéléré après une croissance faible au premier trimestre.

Le redémarrage du secteur de la construction semble se confirmer avec la progression de l'investissement résidentiel au troisième trimestre après vingt-sept trimestres de recul. Enfin, l'activité à l'exportation a été dynamique. Après une légère contraction de 0,1 % l'an au premier trimestre, les exportations en volume ont rebondi.

... / ...

... / ...

Le marché du travail s'améliore sur fond de performances macroéconomiques meilleures. Le taux de chômage est orienté à la baisse, même s'il demeure à un niveau très élevé (24,2 % au troisième trimestre). Les finances publiques s'améliorent, mais le déficit budgétaire demeure un des plus élevés de la zone euro. Il atteindrait 6,1 % en 2014 selon notre estimation.

Les économies émergentes ont déçu

Le ralentissement de croissance a concerné quasiment toutes les économies émergentes en 2014, mais son ampleur est toutefois disparate entre les régions et les pays.

Asie émergente : une croissance toujours solide, les marchés des changes « secoués »

Même si son rythme d'expansion fléchit un peu, l'Asie émergente, sous l'impulsion de la Chine, reste le principal pôle de croissance dans l'économie mondiale. La croissance du PIB des dix principaux pays de la zone que nous suivons a accéléré aux deuxième et troisième trimestres. Sur l'ensemble de l'année 2014, la zone pourrait enregistrer une croissance de 6 %, légèrement inférieure aux 6,1 % en 2013. La Chine, en particulier atteindrait une croissance en dessous de l'objectif de 7,5 % fixé par les autorités.

Les exportations ont joué un rôle moteur dans la croissance de la quasi-totalité des pays de la région, notamment en Chine. Celles-ci ont bénéficié d'une demande mondiale plus vigoureuse. Sur le plan domestique, la consommation confirme sa progression bien que le rythme se soit modéré dans la majorité des pays. Le point de préoccupation réside dans l'évolution des dépenses d'investissement des entreprises. Ces dernières ont ralenti en Chine, en Corée du Sud et en Indonésie. Elles se sont contractées en Inde.

Engagées dans un processus de resserrement des conditions monétaires jusque début 2014 afin d'assurer la stabilité financière, les autorités sont de nouveau prêtes à agir afin de soutenir l'activité. Leurs marges de manœuvre sont relativement élevées avec la poursuite du ralentissement de l'inflation (y compris en Inde et en Indonésie) et le calme confirmé sur les marchés immobiliers (Chine, Taiwan, Singapour).

De premiers assouplissements monétaires ont été opérés en 2014 à travers des mesures non conventionnelles ou des baisses des taux directeurs (Chine, Inde, ou Corée du Sud). Le mouvement de relèvement des taux directeurs a été interrompu en Indonésie et en Malaisie.

La vulnérabilité des économies émergentes d'Asie est restée sous contrôle en 2014 malgré quelques points d'alerte. D'une part, bien qu'elle se soit modérée, la croissance des crédits bancaires demeure élevée en Chine ou dans les pays de l'ASEAN. D'autre part, l'état des finances publiques s'est dégradé, notamment en Malaisie et en Inde. Sur le plan externe, l'excédent courant de la région s'est orienté à la hausse avec la reprise des exportations mais aussi et surtout avec la baisse des cours des matières premières. En revanche, les balances courantes indienne et indonésienne demeurent largement déficitaires.

Le maintien des excédents courants à des niveaux élevés dans les pays exportateurs a soutenu leur devise. Celles-ci se sont raffermies contre la plupart des monnaies des économies développées au cours de l'été. Avec l'annonce en octobre d'un expansionnisme monétaire encore accru au Japon, le mouvement d'appréciation des devises asiatiques contre le yen s'est accentué. Le yuan chinois et le won coréen sont les premières devises concernées.

... / ...

... / ...

Cette réévaluation de la plupart des monnaies régionales contre le yen suscite des interrogations quant à l'évolution future des flux commerciaux et financiers au sein de la région.

Le risque de « guerre des monnaies » n'est pas à écarter. De fait, les autorités sont déjà intervenues pour limiter l'appréciation de leurs devises contre le yen. Au cours de ces dernières semaines de 2014, elles sont même parvenues à faire baisser leurs devises contre le dollar, à l'exception du yuan.

Amérique latine : maillons faibles

En Amérique latine, l'activité économique a peiné à se redresser depuis le point haut observé avant l'été 2013. Elle a même rechuté au cours de l'été. Le Brésil est entré en récession avec une nette contraction de l'activité au deuxième trimestre 2014. L'Argentine, le Chili et le Venezuela ont également connu un fléchissement de leur activité sur fond d'inflation non maîtrisée. En revanche, le Mexique et la Colombie ont enregistré une croissance plutôt soutenue de leur PIB.

L'absence de reprise de l'activité latino-américaine en 2014 provient principalement de la demande domestique. Les pressions inflationnistes sont restées élevées et ont pesé sur le pouvoir d'achat du revenu des ménages.

Parallèlement, les tensions sur la liquidité bancaire sont persistantes et peu propices à l'investissement. Sur le plan extérieur, les exportations ont bénéficié du regain de compétitivité permise par la poursuite de la dépréciation des devises. Cet impact positif a été atténué par celui de la baisse des cours de matières premières.

Au total, malgré le manque de dynamisme des importations en lien avec la faiblesse de la demande domestique, les déséquilibres extérieurs persistent. Le déficit de la balance courante de la zone demeure massif, mettant sous pression les devises de la région.

Au Brésil, les marges de manœuvre des autorités sont étroites. Dans un contexte de croissance molle avec des échéances électorales programmées, les comptes publics ont pris une trajectoire plus expansionniste en 2014. Or, ceux-ci sont déjà déficitaires. Parallèlement, les besoins de soutien à l'activité réelle en perte de vitesse en présence des tensions inflationnistes ont laissé peu de champ d'action aux banquiers centraux. La Banque centrale brésilienne a poursuivi le durcissement de sa politique monétaire, en augmentant le SELIC de 175 points de bases au total en 2014. La Banque centrale chilienne a, en revanche, procédé à des baisses des taux directeurs. Le cycle de resserrement monétaire a été entamé en Colombie et au Mexique.

Europe émergente : alerte sur la Russie

La conjoncture économique s'est avérée fort disparate à travers les treize pays d'Europe émergente suivis par Coe-Rexecode. L'année 2014 a été marquée par la crise financière violente frappant la Russie et l'Ukraine, tandis que les dix pays membres de l'UE (les « EU-10 ») ont vu leur croissance repartir à la hausse après plusieurs années de stagnation et de consolidation budgétaire. La Turquie, quant à elle, s'est remise peu à peu d'un deuxième trimestre difficile.

L'économie russe, qui avait déjà ralenti en 2013 (croissance de 1,7 %), a subi de plein fouet dès l'été l'impact de la chute du cours du pétrole et des sanctions économiques liées à son implication dans la crise ukrainienne.

... / ...

... / ...

Le rouble s'est déprécié de 42 % sur l'année face au dollar, accompagné d'une envolée de l'inflation (estimée à 11,4 % sur l'année) et induisant une intervention massive de la Banque de Russie qui a porté ses taux à 17 %. La croissance russe en 2014 devrait rester positive à environ 0,5 %, mais le PIB a entamé un mouvement baissier dès novembre qui devrait se traduire en une profonde récession en 2015.

Pour les EU-10, importateurs nets de pétrole, la chute du cours du baril de Brent a entraîné une chute de l'inflation, voire un passage en désinflation.

Ces pays ont adopté des politiques monétaires accommodantes pour trois raisons : contrer le risque de déflation, s'aligner encore plus sur la BCE pour éviter une appréciation relative de leur devise, et stimuler l'activité face à la faiblesse de la demande en zone euro. Combinées à la hausse des salaires réels, elles ont été favorables à la consommation et à l'investissement, et ont stimulé la croissance.

La Pologne et la Hongrie devraient notamment afficher une croissance supérieure à 3 % en 2014. La Turquie, un temps montrée du doigt par Morgan Stanley comme l'un des « Fragile Five » émergents, a surmonté les pressions sur sa devise et vu son PIB rebondir au troisième trimestre après la chute du deuxième trimestre. Elle est, cependant, restée quelque peu lestée par sa politique monétaire restrictive (contrainte par les tensions sur la livre turque) et menacée par son déficit courant. Sa croissance devrait être de l'ordre de 2,6 % en 2014.

3) Les changes

Les marchés financiers en 2014 : le retour de la volatilité

Sur les marchés financiers mondiaux, l'année 2014 a été marquée le retour de l'aversion pour le risque. Après une première partie de l'année relativement calme, la volatilité s'est réorientée à la hausse au cours de la seconde partie de l'année. Le spread EMBI+ a ainsi progressé de 114 points de base depuis le point bas atteint début juillet, retrouvant ses plus hauts niveaux inscrits à l'été 2012. Il a terminé l'année en hausse de 53 points de base par rapport à la même période en 2013. La montée des risques géopolitiques, en particulier la crise russo-ukrainienne avec des conséquences à la fois politique et économique, le déséquilibre sur le marché du pétrole, des tensions désinflationnistes et les écarts importants de croissance sont autant de facteurs d'instabilité qui ont pesé sur les marchés.

Shanghai et New York en vedette

Les marchés boursiers ont plutôt bien résisté en 2014. À l'exception de quelques mouvements baissiers observés au long de l'année, l'indice boursier mondial en dollars des 42 principales places a terminé l'année en hausse, respectivement de 3,4 % par rapport à 2013 (+10,5 % en moyenne). La progression est, toutefois, moins marquée que celle observée en 2013. Elle était enregistrée à +16,8 % en fin d'année et à 13,7 % en moyenne annuelle.

Les marchés boursiers ont évolué de manière disparate, reflétant des divergences de croissance et de perspectives à court et moyen terme entre les zones et à l'intérieur d'une zone. L'indice agrégé en dollars des places boursières des pays développés a progressé de 3 % par rapport à fin 2013 (+13,1 % en moyenne annuelle). Les places boursières américaines ont surperformé. Le S&P a progressé de 11,4 % par rapport à fin 2013 (17,6 % en moyenne annuelle), tandis que le Dow Jones est en hausse de 7,5 % fin 2014 (+12 % en moyenne annuelle).

... / ...

... / ...

En revanche, les mouvements sont plus erratiques en Europe développée. En hausse jusqu'en août, les indices boursiers européens ont chuté, puis se sont réorientés à la hausse en octobre et en décembre.

L'indice Euro Stoxx 50 en dollars termine l'année en recul de 8,2 % par rapport à fin 2013 mais en hausse de 4,3 % en euros. Le CAC 40 a terminé l'année en recul de 12,4 % en dollars et de -0,5 % en euros. Le DAX a reculé de 9,6 % en dollars, mais progressé de 2,7 % en euros.

Le recul est nettement plus marqué sur les marchés boursiers des pays d'Europe du sud que sont la Grèce et le Portugal.

Londres (FT100 en dollars) a également terminé l'année en baisse de 7,8 %. Au Japon, après le pessimisme en début d'année, la bourse de Tokyo s'est envolée en fin d'année, le mouvement s'étant accentué depuis l'annonce du prolongement avec amplification de la politique monétaire ultra expansionniste de la Banque du Japon, preuve d'une certaine confiance envers la politique économique du gouvernement Abe. Depuis le point bas atteint au printemps, le Nikkei a progressé de 25,4 % et le Topix de 24,2 %. Ils terminent toutefois l'année en baisse de 6,5 % et 5,7 % en dollars respectivement par rapport à fin 2013 du fait de la vive dépréciation du yen contre le dollar.

Après avoir sous-performées en début d'année par rapport aux places boursières développées, les places boursières des pays émergents se sont redressées entre mars et août en lien avec la baisse temporaire de l'aversion pour le risque. Le mouvement s'est toutefois inversé depuis septembre dans le sillage de l'amplification de la crise russo-ukrainienne.

La Bourse de Moscou a perdu plus de 68 % entre fin 2013 et fin 2014. A l'inverse, la Bourse de Shanghai s'est envolée. La baisse des prix de l'immobilier a provoqué une ruée massive vers les actions depuis l'été. L'indice composite a progressé de 59,4 % par rapport au point bas inscrit en mai, terminant l'année 2014 en hausse de 14,2 % par rapport à fin 2013.

Les taux longs au plus bas

En 2014, les politiques monétaires sont restées très expansionnistes dans les pays développés. Néanmoins, d'importantes divergences ont été observées. Aux États-Unis, la politique à taux zéro a été maintenue. Après avoir porté la taille de son bilan à plus de 4 000 milliards de dollars, la Fed a mis fin, en octobre, au programme d'achats d'actifs tout en prônant un discours prudent. Au Japon en revanche, la Banque du Japon a annoncé la poursuite, avec amplification, de la politique de « Quantitative et Qualitative Easing ». L'objectif de base monétaire est porté désormais à 73 % du PIB fin 2015 contre 55 % fin 2014. En zone euro, la BCE a été l'institution monétaire la plus active des pays développés en 2014 avec deux baisses de taux de refinancement de 20 points de base à 0,05 %, la mise en place de nombreuses mesures non conventionnelles (TLTRO, rachats de covered et d'ABS) et un renforcement de sa politique de « forward guidance ».

Les interventions monétaires ont été plus nombreuses dans les pays émergents en 2014. Les pays assortis de déficits extérieurs (Inde, Indonésie, Turquie, Afrique du sud ou encore Brésil) et la Russie dont la crise avec l'Ukraine s'est intensifiée, ont durci leur politique monétaire jusqu'au début de l'été afin d'enrayer la chute de leur devises, à nouveau secouées en début d'année, et contrer les risques inflationnistes via la hausse des prix à l'importation.

Le ralentissement de l'activité réelle a poussé les autorités locales à interrompre le mouvement de durcissement monétaire au cours de la seconde partie de l'année.

... / ...

... / ...

Des mesures d'assouplissement, conventionnelles ou non conventionnelles, ont été introduites en Chine, en Corée du sud ou encore au Chili et en Pologne. La Banque centrale brésilienne a continué, en revanche, de monter ses taux directeurs malgré une activité réelle en contraction.

Alors que l'économie est frappée de plein fouet par la crise de change du rouble, la Banque de Russie a relevé en urgence son taux directeur de 750 points de base en décembre, le portant à 17 %, un niveau historique depuis la crise financière de 1998. Du côté des marchés obligataires, l'année 2014 a été marquée, contre toute attente, par la baisse quasi généralisée des taux longs à des niveaux historiquement bas. L'ampleur est toutefois disparate.

La baisse paraît modérée aux États-Unis (89 points de base pour le taux à dix ans) et au Japon (42 points de base) au regard du vif repli observé dans la zone euro. En Allemagne notamment, le rendement du Bund à dix ans a reculé de 138 points de base, atteignant ses plus bas historiques. Le recul des taux longs est encore plus marqué en France (161 points de base), en Italie (222 points de base) ou encore en Espagne (255 points de base). En conséquence, l'écart positif entre le taux à dix ans américain et le taux à dix ans allemand a continué d'augmenter.

Au sein de la zone euro, l'écart entre le taux allemand et le taux français est de 29 points de base fin 2014 contre 50 points de base fin 2013. Ceux entre le taux allemand, d'une part, et les taux italien et espagnol, d'autre part, se sont encore réduits.

La grille de changes « secouée »

Les marchés des changes ont connu d'importantes variations en 2014. L'un des faits marquants a été incontestablement le renforcement du dollar contre quasiment toutes les devises et la baisse de l'euro et du yen. La devise américaine a profité des anticipations d'une remontée des taux de la Fed alors qu'à l'inverse, la politique monétaire expansionniste s'est amplifiée au Japon et a été pré-annoncée en zone euro. Le renforcement du dollar contre toutes devises reflète également le dynamisme de l'économie américaine et l'écart de croissance qui s'agrandit vis-à-vis des autres pays développés.

Au total, en termes de change effectif nominal, le dollar s'est apprécié de près de 9 % entre décembre 2014 et décembre 2013.

Après s'être légèrement apprécié en début d'année, l'euro a fini par se déprécier à partir du mois de mai. Ce mouvement a été le résultat, entre autres, de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, d'un repli des taux longs plus marqué qu'outre Atlantique, ainsi que des déceptions sur la croissance européenne. Depuis son point haut inscrit début mai, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar s'est déprécié de 13,3 %.

La parité EUR/USD est même descendue au tout début de l'année 2015 sous le seuil des 1 euro pour 1,20 dollar qu'elle avait momentanément « tutoyé » à l'été 2012. En termes de change effectif nominal, l'euro a terminé l'année 2014 en baisse de 5 %. Le yen, qui avait baissé jusqu'à 105 yens pour un dollar au tout début de l'année, s'est stabilisé par la suite avant d'entamer une nouvelle phase de dépréciation à partir de l'automne. La rechute de l'activité en récession et surtout l'annonce du prolongement du « Quantitative and Qualitative Easing » de la Banque du Japon jusqu'à fin 2015 au moins ont provoqué de nouveaux mouvements baissiers de la devise.

En termes de change effectif nominal, le yen s'est déprécié de près de 10,4 % par rapport à fin 2013.

... / ...

... / ...

À l'exception de quelques hésitations connues notamment cet été avant les résultats du référendum sur l'indépendance de l'Ecosse, la livre sterling a poursuivi son mouvement d'appréciation contre l'euro en 2014. Elle a terminé l'année en hausse de 7 %. Vis-à-vis du dollar en revanche, le renforcement de la devise s'est interrompu. Depuis son point haut atteint en juillet, la parité GBP/USD a perdu près de 9 % fin décembre. Au total, en termes de change effectif nominal, la livre sterling s'est appréciée de 3,7 % par rapport à fin 2013.

L'année 2014 a été marquée aussi par le bouleversement de la grille de changes des pays émergents.

Les devises asiatiques dont les comptes courants étaient excédentaires se sont appréciées, en particulier contre le yen japonais. Le yuan chinois et le won coréen ont été les plus touchés.

Les autorités locales sont intervenues cette année pour limiter l'appréciation de leur devise contre le yen notamment et protéger la compétitivité des exportateurs nationaux. En Chine notamment, entre la mi-janvier et le 21 mars 2014, afin de contrecarrer les paris sur une appréciation à sens unique du yuan et pour décourager les entrées de capitaux de court terme, la Banque Populaire de Chine a « piloté » une dépréciation du yuan de près de 3 % vis-à-vis du dollar, ramenant son taux de change à son niveau de l'été 2013. Au total, le yuan s'est apprécié de 6,2 % en termes de change effectif nominal par rapport à fin 2013. Dans la péninsule coréenne, plusieurs interventions sur les marchés des changes ont été opérées.

La Banque de Corée a, par ailleurs, procédé à des baisses des taux directeurs cet été. Ces décisions ont contribué à interrompre le mouvement d'appréciation du won à l'œuvre depuis le début de l'année. Après les secousses de l'été 2013, les devises des pays dont les comptes courants étaient déficitaires (roupie indienne, roupie indonésienne, livre turque, réal brésilien, rand sud-africain) se sont stabilisées, voire ressaisies en début d'année. Elles sont toutefois restées sous pression et ont renoué avec un mouvement de dépréciation à partir de l'été en raison de l'aversion croissante pour le risque, des anticipations de la remontée des taux aux États-Unis et de la persistance des fragilités structurelles (inflation élevée, déficits jumeaux, faible taux d'investissement).

Enfin en Russie, même si sa balance courante est excédentaire, le rouble a été chahuté puis fortement « attaqué » en fin d'année. Pénalisé par la baisse des cours du pétrole, des fuites de capitaux liées à l'amplification de la crise avec l'Ukraine et des perspectives de croissance incertaines qui en résultent et malgré des relèvements exceptionnels de taux directeurs, la monnaie russe a terminé l'année perdant 42 % de sa valeur vis-à-vis du dollar par rapport à fin 2013.

4) Les matières premières

La chute du Brent

Malgré la recrudescence des tensions géopolitiques dans plusieurs régions du monde, les prix des produits de base en dollars et aussi en euros ont chuté en 2014 pour la troisième année consécutive.

La baisse des prix s'est même accélérée, notamment au cours de la seconde partie de l'année. À la fin de l'année et en dollars, l'indice Coe-Rexecode des prix de l'ensemble des matières premières a reculé de plus de 36 % par rapport à la fin 2013. Le recul était ressorti à 3,5 % en 2013.

En euros, l'indice s'est replié de 27,4 % par rapport à la fin 2013 contre 7,7 % en 2013.

... / ...

... / ...

Hors métaux précieux et pétrole, la baisse de l'indice Coe-Rexecode des prix de produits de base est moins marquée en dollars (-6,5 % par rapport à fin 2013). L'indice a même enregistré une hausse en euros, de 6,2 % à la fin de 2014 par rapport à la même période en 2013. Les prix des produits de base hors énergie et métaux précieux ont interrompu leur chute, se ressaisissant même courant octobre.

Les familles de produits de base ont connu toutefois des trajectoires divergentes.

La baisse la plus spectaculaire a été celle des cours du pétrole. Le baril du Brent, qui s'était tendu à 115 dollars en juin, est tombé à 57,3 dollars fin 2014, soit une chute de plus de 50 %. Par rapport à fin 2013, le recul est ressorti à 48,6 %. Il s'explique par une demande plus modérée en lien avec le ralentissement de l'économie chinoise notamment. Mais la baisse des prix du pétrole provient surtout d'une offre de plus en plus abondante liée, d'une part, aux investissements antérieurement opérés (en particulier aux États-Unis avec le développement du gaz et du pétrole de schiste) et, d'autre part, à l'accélération de la production mondiale de pétrole brut (l'Arabie saoudite ayant refusé fin novembre de réduire sa production pour ne pas perdre des parts de marché).

Les prix des matières premières à usage industriel a également connu une forte baisse en 2014.

Entre fin 2013 et fin 2014, l'indice Coe-Rexecode a baissé de 18 % en dollar (-7 % en euros). En particulier, les cours en dollars du bois ont chuté de 100 % au cours de la même période. Ceux du caoutchouc et du coton ont baissé de 35 % et 22 % respectivement. Du côté des métaux communs, l'indice des prix a baissé de 11,2 % entre fin 2014 et fin 2013, reflétant principalement la chute des cours des produits ferreux (-20,5 %), du plomb (-16 %), du cuivre (-14 %) et de l'étain (-13,5 %). Les prix du nickel, de l'aluminium et du zinc ont enregistré, en revanche, une hausse entre fin 2013 et fin 2014.

Enfin, les frets maritimes sur cargaison sèches ont chuté de près de 60 % depuis le point haut atteint en décembre 2013.

En fort rebond au cours des cinq premiers mois de l'année, retrouvant leur plus haut inscrit en début 2013, les prix des produits agricole à usage alimentaire ont baissé entre juin et septembre. Ils se sont redressés depuis octobre et ont terminé l'année en hausse de 0,4 % par rapport à la même période en 2013 (+14,1 % en euros). Cette hausse reflète surtout celle des prix du café (+37,7 %) et des prix de la viande de bœuf (+18,8 %). En revanche, les prix du soja et de l'huile de palme notamment ont chuté respectivement de 22,5 % et 18,3 % par rapport à fin 2013.

Jusqu'à l'été, le cours de l'or est resté relativement « insensible » aux tensions géopolitiques. Rivés autour de la ligne des 1 300 dollars/once jusqu'à fin août, il a toutefois baissé jusqu'à atteindre les 1 150 dollars/once début novembre. Il s'est redressé depuis et a dépassé de 0,1 % le niveau inscrit fin 2013. Il reste toutefois inférieur de 33 % au record atteint début octobre 2012.

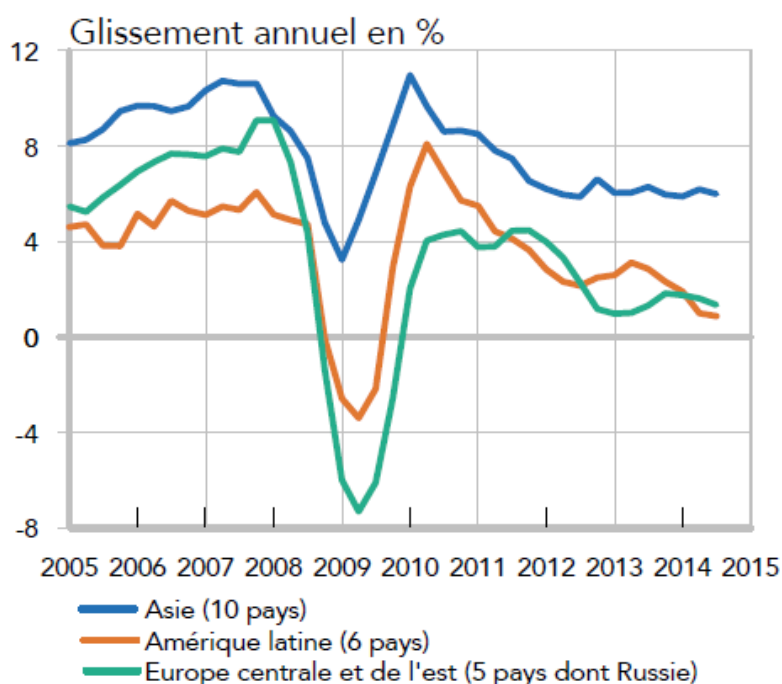
08 janvier 2015 © imsepp

Retrouvez-nous sur nos pages



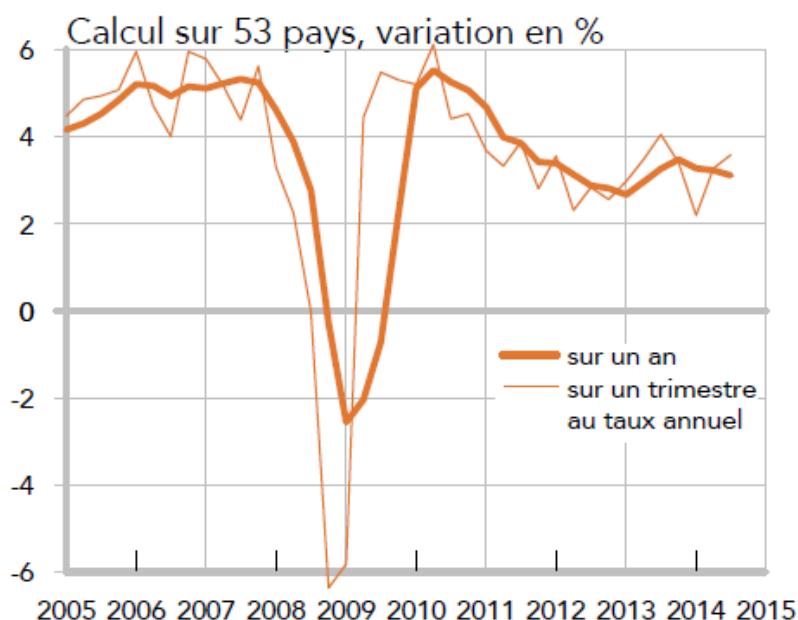
Pour illustrer notre propos :

PIB des 3 zones émergentes



Source : calcul Coe-Rexecode à partir des comptes nationaux

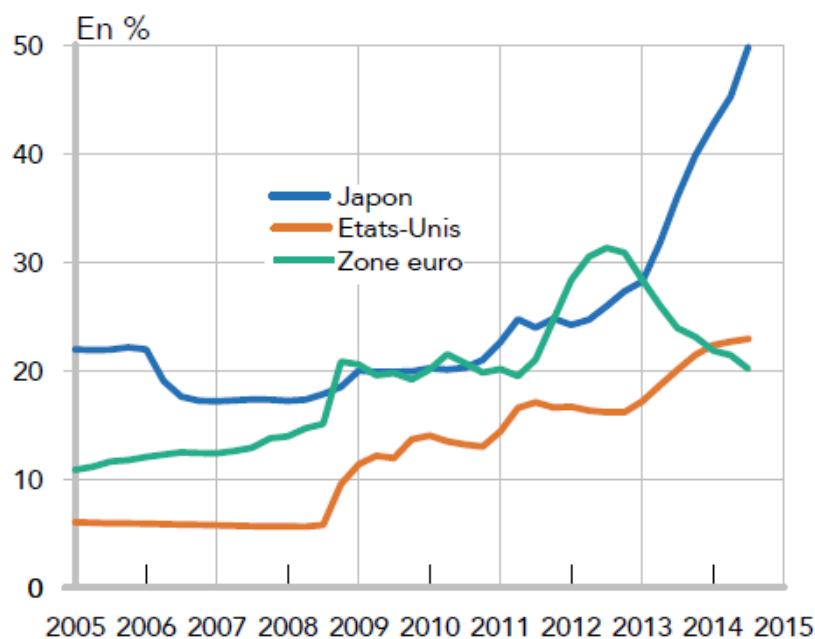
PIB mondial



Source : Systèmes nationaux
de comptabilité nationale
Agrégation Coe-Rexecode

© Coe-Rexecode

Base monétaire en % du PIB



Source : Banques centrales nationales, Calcul Coe-Rexecode

Prix à la consommation

variation (%)	2011	2012	2013	2014*
Etats-Unis	3,1	2,1	1,5	1,7
Canada	2,9	1,5	1,0	2,0
Japon	-0,3	0,0	0,4	2,8
Royaume Uni	5,2	3,2	3,1	1,6
Zone euro	2,7	2,5	1,4	0,5
Allemagne	2,1	2,0	1,5	0,9
France	2,1	2,0	0,9	0,5
Italie	2,8	3,0	1,2	0,2
Espagne	3,2	2,4	1,4	-0,1
Pays-Bas	2,3	2,4	2,5	0,3
Belgique	3,5	2,8	1,1	0,6
Brésil	6,6	5,4	6,2	6,3
Chine	5,4	2,6	2,6	2,0
Inde	8,9	9,3	10,9	6,4
Russie	8,5	5,1	6,8	10,0

Source : Offices nationaux de statistique ;

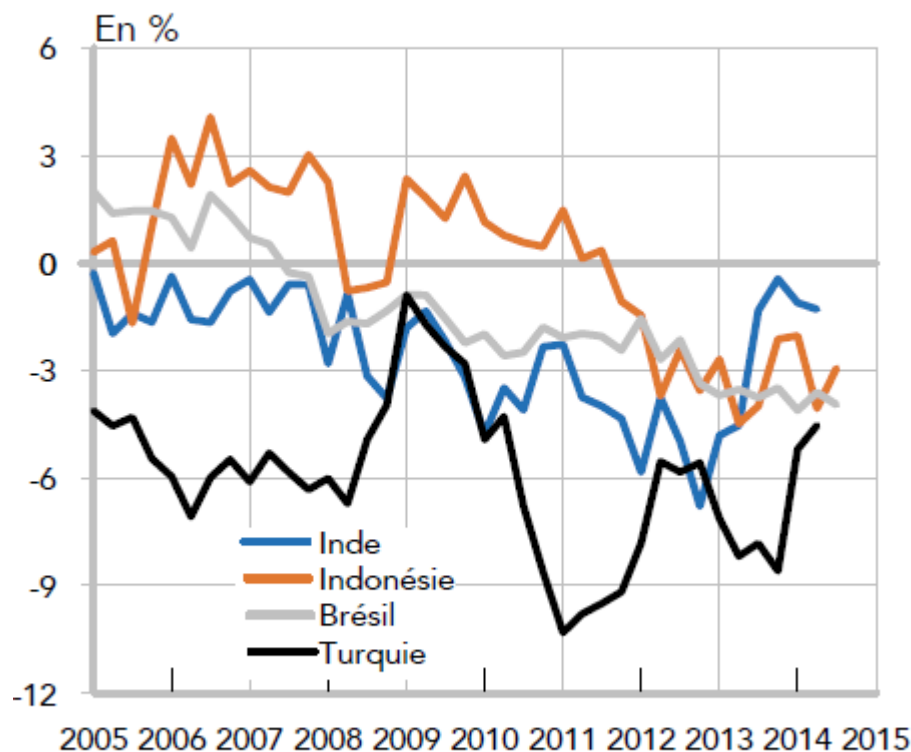
* estimations Coe-Rexecode pour 2014

Comptes des administrations publiques (% du PIB)

en % du PIB	Excédent/déficit budgétaire				Dettes publiques			
	2011	2012	2013	2014e	2011	2012	2013	2014e
Etats-Unis	-10,7	-9,0	-5,7	-5,1	83,7	87,8	89,6	90,1
Japon	-8,8	-8,7	-8,8	-7,9	229,7	236,6	243,0	247,2
Royaume-Uni	-7,6	-8,3	-5,8	-5,1	80,1	83,8	86,8	87,7
Zone euro (18 pays)	-4,1	-3,7	-3,1	-2,7	88,2	92,8	95,1	96,1
Allemagne	-0,8	0,1	0,1	0,2	77,8	79,0	76,7	74,2
France	-5,1	-4,9	-4,1	-4,3	84,5	88,8	91,7	95,0
Italie	-3,5	-3,0	-2,8	-2,8	116,4	122,2	127,9	129,9
Espagne	-9,4	-10,3	-6,8	-6,1	69,2	84,4	92,1	97,4
Pays-Bas	-4,0	-3,7	-2,3	-2,6	61,3	66,7	68,9	69,2
Belgique	-3,7	-4,1	-2,9	-2,5	102,1	104,0	104,5	101,5
Portugal*	-7,4	-5,5	-4,9	-4,9	111,1	124,8	128,0	127,7
Grèce*	-10,1	-8,6	-12,2	-1,6	171,3	156,9	174,9	175,5
Irlande*	-12,6	-8,0	-5,7	-3,7	111,1	121,7	123,3	110,5

Source : Offices nationaux de statistique ; estimations Coe-Rexecode pour 2014
e : estimation, * Estimations de la Commission Européenne

Balances courantes (en % du PIB)

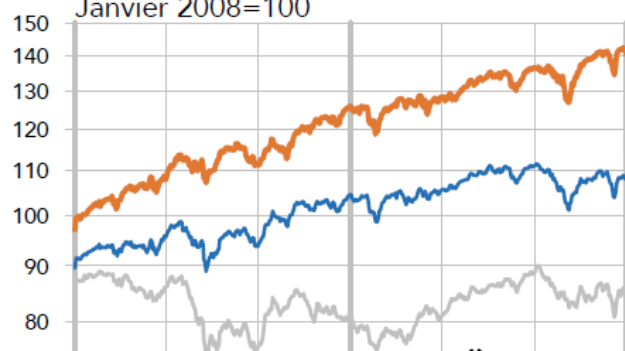


Source : calcul Coe-Rexecode

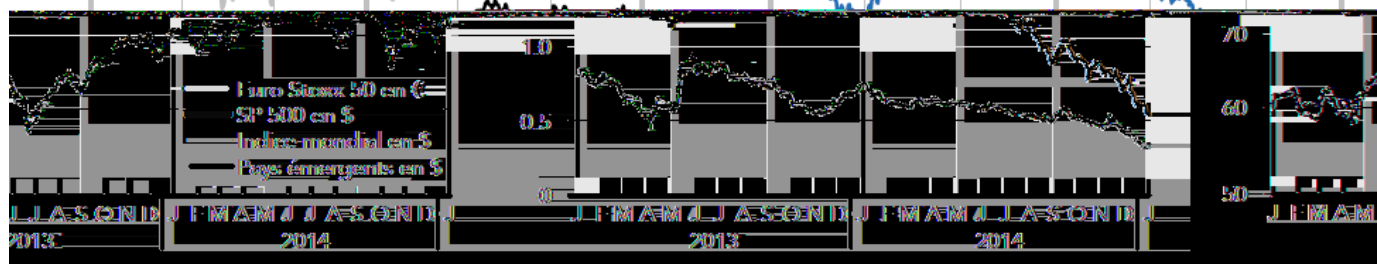
© Coe-Rexecode

Cours des actions en monnaie nationale

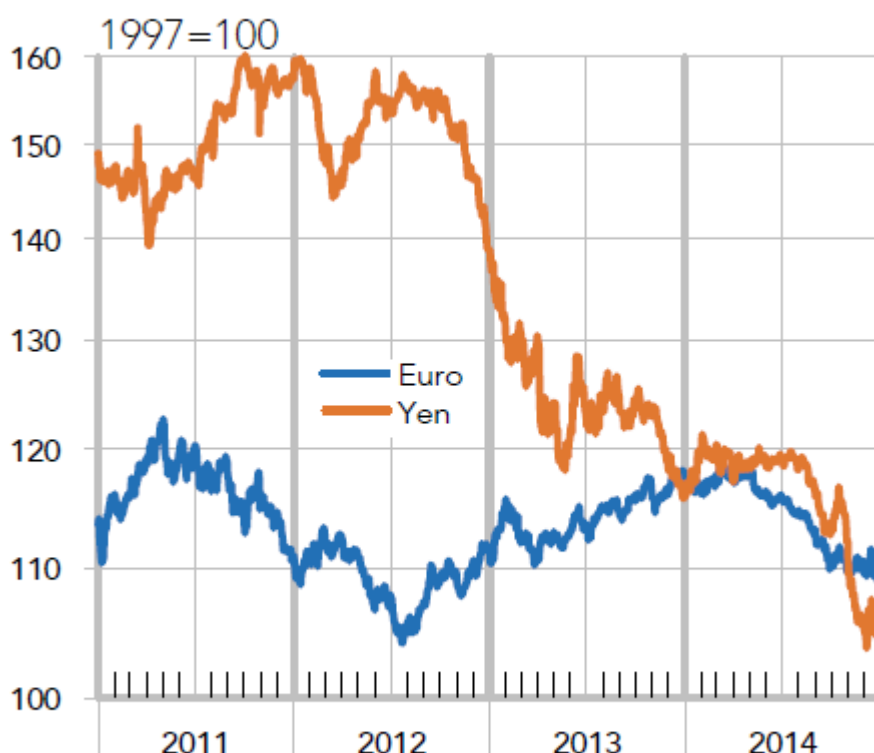
Janvier 2008=100



Taux des obligations d'Etat à 10 ans



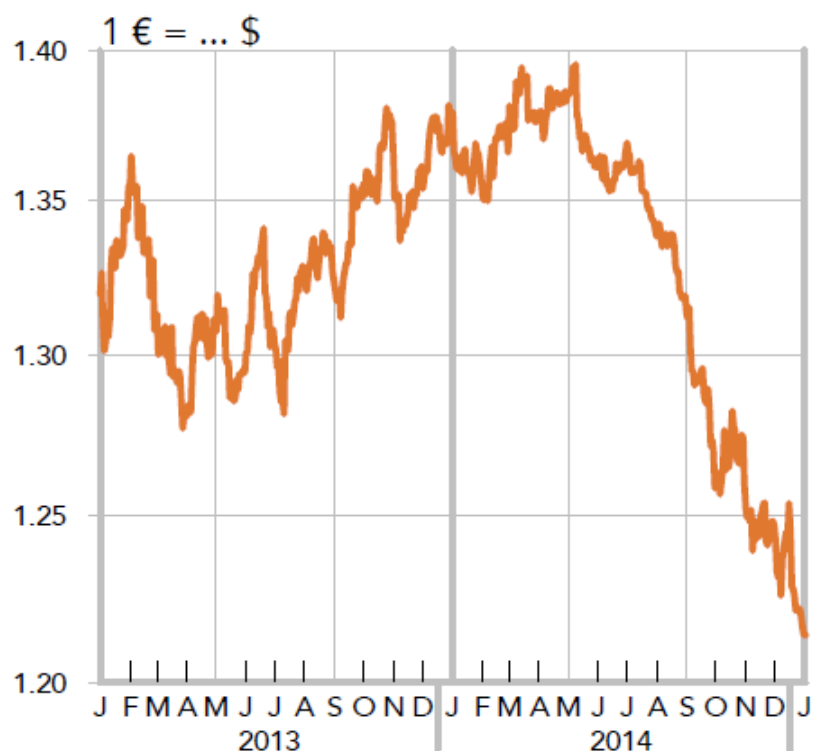
Taux de change effectif nominal



Source : calcul Coe-Rexecode

© Coe-Rexecode

Marché des changes : euro / dollar



Cours du pétrole brut (Brent)

