

SCENARIOECO

Société Générale

Département des études économiques et sectorielles

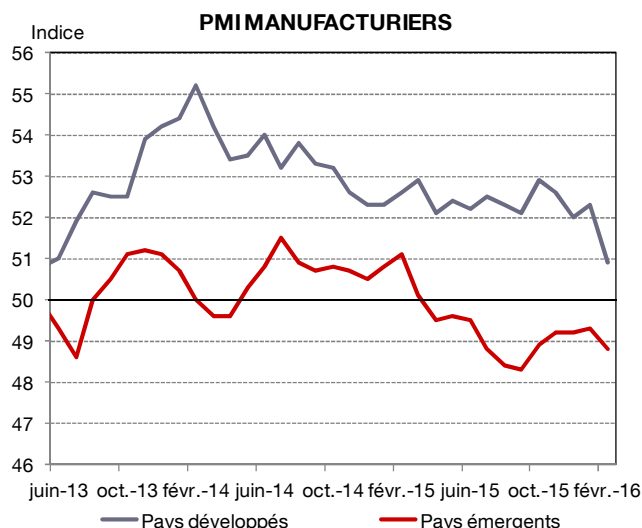
CROISSANCE AFFAIBLIE, TAUX D'INTERET BAS... JUSQU'OU ?

Le ralentissement de la croissance des pays émergents en 2015 laisse la place à une modération dans les pays développés. La croissance mondiale n'accélérerait donc pas en 2016. Ainsi, les banques centrales restent à la manœuvre et accentuent l'environnement de taux ultra-bas, posant la question de ses effets sur l'activité et les agents financiers. Cette question se pose d'autant plus que s'amplifie un phénomène inédit : les taux d'intérêt négatifs.

NOUVELLE DEGRADATION DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE ET D'INFLATION MONDIALES...

Le trou d'air enregistré par la croissance mondiale en 2015 devrait se prolonger cette année, reportant à 2017 la perspective d'une accélération de l'activité.

En effet, alors que la faiblesse des pays émergents était connue et s'est confirmée depuis début 2016, les économies développées apparaissent plus fragiles qu'attendu. Ces dernières font face, d'une part, à l'atonie du commerce international et, d'autre part, à l'incertitude persistante sur les perspectives d'activité, qui renforce la propension à épargner des ménages et des entreprises. Or, cette épargne diffère le stimulus résultant de la faiblesse prolongée des prix du pétrole.

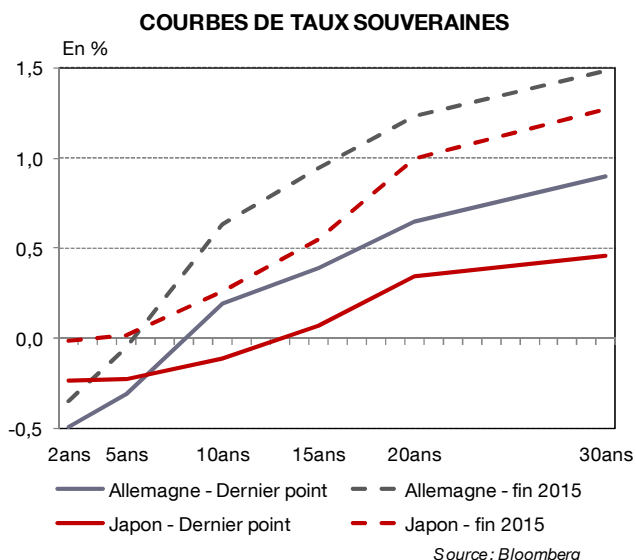


En conséquence, nous avons de nouveau abaissé nos prévisions de croissance et d'inflation pour la plupart des grandes économies mondiales. Ainsi, la croissance dans les pays développés faiblirait légèrement cette année, dans le sillage des Etats-Unis. Du côté des

économies émergentes, la croissance cesserait de se dégrader, mais ceci résulterait surtout de récessions touchant leur point bas en Russie et au Brésil, plutôt que d'une accélération de l'activité dans les autres pays.

... ALIMENTANT LA BAISSÉ GÉNÉRALISÉE DES TAUX

Face à la nouvelle dégradation des perspectives d'activité, la BCE a à nouveau réduit le taux d'intérêt sur sa facilité de dépôt en mars, à -0,40 %. En parallèle, la Banque du Japon (BoJ) a adopté en janvier un système de taux négatif (de -0,10 %) sur une partie des liquidités excédentaires des banques déposées auprès d'elle.



La baisse des taux d'intérêt de court terme a poussé les investisseurs à acheter des titres de maturité de plus en plus longue, afin de capter des rendements supérieurs. Toutefois, cette stratégie alimente un décalage vers le bas des courbes de taux, à la fois en Europe et au Japon, mais aussi aux Etats-Unis malgré l'orientation différente de la politique monétaire de la Fed. Ce

phénomène, conjugué aux achats d'actifs des banques centrales, a atteint une telle ampleur que les taux d'intérêt sont désormais négatifs sur une grande partie des courbes de taux allemandes et japonaises.

Dans ce cadre, selon nos estimations, 19 % de l'encours des obligations souveraines et d'entreprises dans le monde portaient un taux négatif le 23 mars. Ce qui était encore une anomalie il y a quelques mois devient donc la norme.

LES TAUX NEGATIFS, SYMPTOMES DES DIFFICULTES DURABLES DE L'ECONOMIE MONDIALE

La diffusion des taux d'intérêt négatifs est un indicateur de l'importance des difficultés de l'économie mondiale à apurer les excès d'endettement passés.

En effet, le processus de désendettement dans certains pays et l'attentisme dans les autres alimente l'abondance de l'épargne ainsi que son corollaire, l'atonie prolongée de l'investissement. Or, ces éléments pèsent sur le taux d'intérêt réel d'équilibre. Dans une partie des pays développés, ce taux réel d'équilibre est donc susceptible d'être inférieur à zéro, ce qui limite l'efficacité des politiques monétaires conventionnelles, étant donnée la faiblesse de l'inflation. De fait, si les banques centrales ne sont pas capables de réduire les taux d'intérêt effectifs vers le taux d'équilibre, alors les conditions de crédit sont trop resserrées pour permettre à l'activité de se redresser vers son potentiel.

Cette situation fournit le cadre général conduisant les banques centrales à adopter des taux directeurs négatifs, en parallèle du *Quantitative Easing*, afin de :

- Réduire les taux d'intérêt réels en l'absence d'inflation.
- Décourager la rétention de liquidités et encourager le crédit.
- Peser sur les taux de change afin de soutenir l'inflation importée et les exports.

DES EFFETS MODESTES SUR L'ECONOMIE, UN POIDS IMPORTANT SUR LES ACTEURS FINANCIERS

L'effet des taux négatifs sur l'activité est toutefois limité par des problèmes de transmission *via* le canal du crédit bancaire. Ainsi, la faiblesse générale des taux d'intérêt comprime la marge d'intérêt des banques, surtout si celles-ci ne sont pas en mesure de répercuter les taux négatifs sur les dépôts de la clientèle. Plus généralement, l'aplatissement des courbes de taux réduit la rentabilité de l'activité de transformation de maturité des banques. Cette activité est par ailleurs structurellement affectée par l'évolution récente de la régulation, qui exige que les banques fassent mieux coïncider les maturités de leur actif et de leur passif. Enfin, l'effet incitatif pour les banques à utiliser la liquidité abondante est limité par le coût du crédit en

termes de capital ainsi que par le poids encore élevé des créances douteuses dans les bilans de certaines banques de la périphérie de la zone euro. Tous ces éléments pèsent sur l'offre de crédit et expliquent en partie la faible efficacité générale des politiques monétaires, d'autant que la demande de crédit est aussi freinée par l'incertitude sur les perspectives économiques et le poids des dettes passées.

Sur les marchés financiers, la faiblesse des taux d'intérêt sur les titres de courte maturité et de faible risque incite les investisseurs à accroître leur exposition aux actifs plus risqués et moins liquides. Si cet effet est en partie souhaité par les banques centrales, il peut entraîner des déséquilibres entre l'actif et le passif, notamment pour les fonds d'investissement. Concernant l'assurance vie et les fonds de pension à prestations définies, les niveaux actuels de taux d'intérêt, s'ils duraient trop longtemps, poseraient la question de la soutenabilité de leurs modèles économiques, qui reposent sur une rémunération suffisante de l'épargne à long terme. Ces acteurs sont aussi plus fortement exposés au risque de remontée des taux d'intérêt, même si celui-ci est encore très éloigné en Europe.

Ainsi, plus la diffusion des taux négatifs sera importante, plus ces risques, à la fois pour les investisseurs et pour les banques, augmenteront. La question de la limite basse de ces taux négatifs se pose donc. Or, cette limite est probablement proche, en particulier en Europe. D'ailleurs, M. Draghi a reconnu, à l'issue de la réunion de politique monétaire de mars de la BCE, que cette dernière était de plus en plus consciente des problèmes soulevés par les taux négatifs.

LES RISQUES BAISSIERS SUR L'ACTIVITE RESTENT PREDOMINANTS

Finalement, les perspectives économiques mondiales sont plus que jamais confrontées à des risques importants, à la fois à court et à long terme.

À court terme en particulier, les moteurs de la croissance mondiale demeurent fragiles et peuvent être résumés à deux éléments : des politiques monétaires accommodantes (avec les risques de long terme évoqués ci-dessus) et la faiblesse des prix du pétrole. Cette dernière demeure un facteur positif pour l'économie mondiale, même si elle pénalise les producteurs d'énergie et que ses effets sur la consommation et l'investissement sont modérés par l'importance de la propension à épargner.

Or, si les prévisions du prix du pétrole ont de nouveau été revues en baisse par la plupart des analystes au cours des derniers mois, ce prix reste aussi soumis aux aléas géopolitiques. Cela pose donc la question de la capacité de l'économie mondiale à absorber tout choc haussier sur les prix du pétrole.

PREVISIONS ÉCONOMIQUES

	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2015		PIB - 2015 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat ²	Taux de change courant	Taux de change courant
PIB en volume (taux de croissance, en %)¹								
Pays industrialisés	1,0	1,7	1,8	1,7	1,8	38,8	56,8	44 768
États-Unis	1,5	2,4	2,4	2,0	2,0	16,0	22,5	17 765
Japon	1,4	-0,1	0,5	0,9	0,6	4,4	6,0	4 633
Zone euro	-0,2	0,9	1,5	1,5	1,6	12,0	17,3	13 645
Allemagne	0,4	1,6	1,4	1,5	1,7	3,5	5,0	3 936
France	0,7	0,2	1,2	1,3	1,6	2,4	3,7	2 868
Italie	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0	2,0	2,8	2 160
Espagne	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1	1,4	1,8	1 428
Royaume-Uni	2,2	2,9	2,2	2,0	1,8	2,4	3,8	3 061
Pays émergents	4,7	4,4	3,8	4,1	4,8	61,2	43,2	33 368
Asie	6,4	6,3	6,0	5,9	5,9	33,3	22,6	17 963
Chine	7,7	7,3	6,9	6,5	6,3	16,7	13,4	10 771
Inde	6,6	7,2	7,6	7,5	7,5	6,8	2,7	2 066
Afrique	4,8	4,7	3,2	3,5	4,0	4,0	2,7	1 416
Amérique Latine	3,0	1,1	-1,0	-0,5	2,8	8,6	7,5	6 120
Brésil	3,0	0,1	-3,8	-3,2	1,0	3,0	3,0	2 329
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	2,6	2,2	2,3	2,7	3,1	4,6	3,4	2 644
Russie	1,3	0,6	-3,8	-1,0	1,0	3,3	2,4	1 802
Proche et Moyen-Orient	2,0	2,3	2,5	2,6	3,2	7,4	4,6	3 423
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,3	3,4	3,1	3,2	3,7	100		
Monde - Pondération taux de change courants	2,5	2,8	2,7	2,7	3,1		100	78 136
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	112	100	53	38	45			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	1,5	1,6	0,1	1,4	2,0			
Japon (IPC national)	0,4	2,7	0,8	0,7	2,2			
Zone euro	1,4	0,4	0,0	0,4	1,6			
Allemagne (IPCH)	1,6	0,8	0,1	0,5	1,9			
France (IPC)	0,9	0,5	0,0	0,3	1,5			
Italie (IPCH)	1,3	0,2	0,0	0,6	1,4			
Espagne (IPCH)	1,4	-0,1	-0,5	0,3	1,6			
Royaume-Uni (IPCH)	2,6	1,5	0,0	0,8	1,7			

	24/03/2016	juin 2016	déc 2016	déc 2017	2015	2016 (p)	2017 (p)
Taux d'intérêt							
États-Unis							
Taux objectif des Fed funds	0,25-0,5	0,5-0,75	0,75-1	1,5-1,75	0,15	0,55	1,30
Emprunts d'État à 10 ans	1,9	2,0	2,2	2,8	2,1	2,0	2,5
Japon							
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,10	-0,08	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	-0,1	0,0	0,1	0,5	0,4	0,1	0,3
Royaume-Uni							
Bank rate	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50	0,50	0,60
Emprunts d'État à 10 ans	1,5	1,7	1,8	2,3	1,8	1,7	2,1
Zone euro							
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00
Emprunts d'État à 10 ans							
Allemagne	0,2	0,4	0,5	1,0	0,5	0,4	0,8
France	0,5	0,6	0,8	1,3	0,8	0,7	1,0
Italie	1,3	1,7	1,8	2,3	1,7	1,7	2,1
Espagne	1,5	1,7	1,9	2,3	1,7	1,8	2,1
Cours de change							
EUR / USD	1,12	1,10	1,05	1,10	1,11	1,08	1,08
EUR / GBP	0,79	0,82	0,75	0,70	0,73	0,78	0,71
EUR / JPY	125	127	126	138	134	127	134
GBP / USD	1,41	1,34	1,40	1,57	1,53	1,39	1,52
USD / JPY	113	115	120	125	121	118	125

¹ Les données annuelles sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés et peuvent donc différer des statistiques annuelles officielles.

² Les Parités de Pouvoir d'Achat sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays. Le poids du PIB des différents pays dans le PIB mondial, exprimé en PPA, est basé sur les dernières estimations de la Banque Mondiale.

Prévisions Économiques.....	3
Zone euro : une expansion monétaire sans fin ?	5
Allemagne : la consommation, faute d'exports	6
France : une embellie bien poussive.....	7
Italie : une reprise en demi-teinte.....	8
Espagne : blocage politique et croissance ralentie	9
Royaume-Uni : l'incertitude pesante d'un <i>Brexit</i>	10
États-Unis : ralentissement plutôt que récession	11
Japon : une autre munition pour la politique monétaire	12
Chine : les temps sont durs	13
Inde : championne de la croissance	14
Brésil : encore un premier semestre difficile en vue	15
Russie : désinflation à la rescousse.....	16
Prévisions zone euro.....	17
Prévisions hors zone euro.....	20

ZONE EURO : UNE EXPANSION MONETAIRE SANS FIN ?

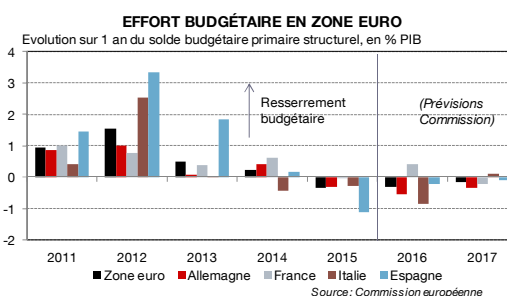
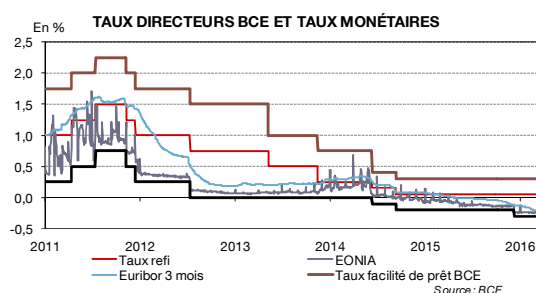
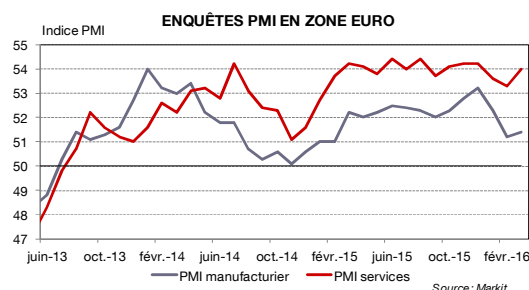
La croissance a accéléré à 1,5 % en 2015, mais ne devrait pas se renforcer davantage, malgré un léger assouplissement budgétaire et un soutien encore accru à l'activité de la BCE. En effet, ménages et entreprises maintiendraient une forte propension à épargner alors que les perspectives à l'export seraient atones. L'inflation resterait ainsi proche de 0 % cette année.

La croissance s'est renforcée en 2015, grâce à la consommation et à un redressement de l'investissement, y compris en Espagne et en Italie. Elle a également résisté au 4^{ème} trimestre, demeurant à 0,3 % T/T. Néanmoins, début 2016, les enquêtes PMI ont suggéré une légère perte de dynamisme de l'activité. De plus, les prix à la consommation sont repartis à la baisse sur un an (-0,2 % en février) à la suite du nouveau repli des prix du pétrole.

Face à ces risques sur l'activité et l'inflation, la BCE a renforcé son assouplissement monétaire en mars. Ses achats d'actifs ont été portés de 60 à 80 Mds EUR par mois et incluront désormais des obligations d'entreprises. Les trois taux directeurs ont été réduits, celui sur la facilité de dépôt s'affichant ainsi à -0,40 %. Enfin, de nouvelles opérations de refinancement à 4 ans (TLTRO) ont été lancées avec un coût nul pour les banques (voire négatif sous certaines conditions de production de crédit).

Si la politique monétaire ne devrait pas suffire, à elle seule, à changer la donne pour la zone euro, ces mesures devraient néanmoins permettre à l'investissement de poursuivre sa modeste reprise en 2016-2017 malgré le moindre dynamisme attendu des exports. La consommation bénéficierait encore du faible prix du pétrole, du redressement progressif de l'emploi et d'un léger assouplissement budgétaire, sans toutefois accélérer davantage.

Dans ce cadre, la BCE opérerait désormais pour l'attentisme, tout en laissant la porte ouverte à de nouvelles actions. Si des mesures supplémentaires devaient être prises, celles-ci prendraient la forme de politiques non-conventionnelles, plutôt que de baisses additionnelles des taux d'intérêt en territoire négatif.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	-0,2	0,9	1,5	1,5	1,6
Consommation des ménages	-0,6	0,8	1,7	1,7	1,5
Investissement total	-2,5	1,4	2,6	2,5	2,5
Exportations	2,2	4,1	4,9	3,4	4,2
Importations	1,4	4,5	5,6	4,3	4,5
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,4	0,8	2,0	1,6	0,6
Taux de chômage	12,0	11,6	10,9	10,1	9,7
Taux d'épargne	12,3	12,7	12,8	12,7	11,9
Taux d'inflation	1,4	0,4	0,0	0,4	1,6
Solde public (en % du PIB)	-3,0	-2,6	-2,2	-2,0	-1,7
Solde courant (en % du PIB)	1,9	2,4	3,0	3,1	3,0

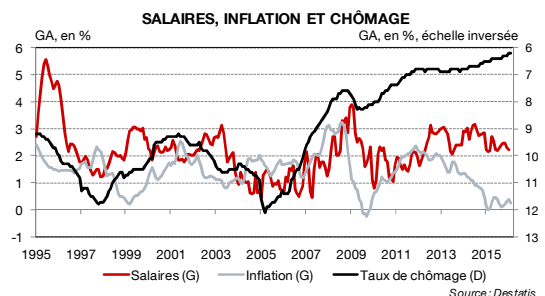
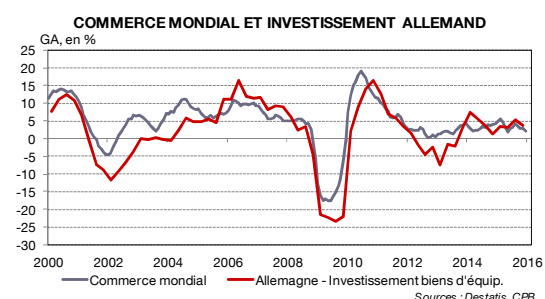
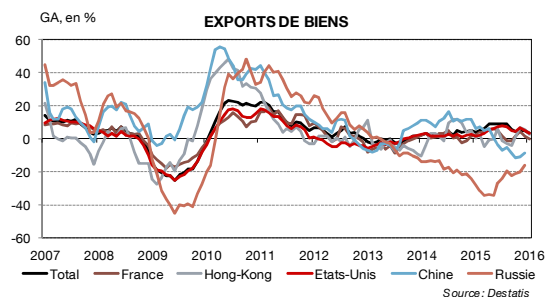
ALLEMAGNE : LA CONSOMMATION, FAUTE D'EXPORTS

La croissance a été freinée par le fléchissement de la demande extérieure fin 2015. En 2016, l'atonie des exports continuerait de peser sur l'activité. La croissance resterait toutefois bien orientée grâce à la vigueur de la consommation, résultant du dynamisme du pouvoir d'achat des ménages, ainsi qu'à la dépense publique liée à l'afflux de migrants. Un renforcement du commerce international permettrait à la croissance d'accélérer davantage en 2017.

La croissance allemande est restée solide en 2015, mais a néanmoins ralenti, à 1,4 % après 1,6 %. Pourtant, le repli des prix de l'énergie et le dynamisme du marché du travail ont alimenté une accélération marquée de la consommation. Mais cet effet a été plus que compensé par le ralentissement de l'investissement et par une moindre contribution du commerce extérieur.

Dans les trimestres à venir, la première économie d'Europe resterait confrontée au défi de la faible croissance mondiale. Si l'Allemagne a bénéficié par le passé de sa forte dépendance au commerce international lorsque celui-ci augmentait plus vite que le PIB mondial, cela n'est désormais plus le cas. Par conséquent, les investissements en biens d'équipement marqueraient le pas au premier semestre 2016. Par la suite, le raffermissement de la demande extérieure, ainsi que la forte capacité d'autofinancement des entreprises, permettraient à l'investissement d'accélérer à nouveau.

La consommation privée resterait le moteur principal de la croissance en 2016 et au-delà. En effet, le revenu disponible réel des ménages serait toujours soutenu par la faiblesse de l'inflation cette année, ainsi que par le maintien de salaires dynamiques. En parallèle, la consommation publique continuerait de croître solidement, en lien avec les dépenses d'accueil des réfugiés. Ces dépenses pourraient dépasser 0,5 % du PIB en 2016, mais elles n'empêcheraient pas l'Allemagne d'enregistrer un nouvel excédent budgétaire. Au total, la croissance du PIB se renforcerait marginalement cette année, puis de façon plus notable en 2017.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	0,4	1,6	1,4	1,5	1,7
Consommation des ménages	0,8	1,0	1,9	2,0	1,7
Investissement biens d'équipement	-2,0	4,4	3,9	1,5	3,7
Investissement construction	-1,1	2,9	-0,2	2,2	2,0
Exportations	1,8	3,9	4,8	2,6	4,3
Importations	3,2	3,7	5,4	4,2	5,0
Contribution des stocks à la croissance	0,6	-0,4	-0,5	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,2	1,4	2,1	2,2	1,9
Taux de chômage	6,9	6,7	6,4	6,2	6,1
Taux d'épargne	9,1	9,5	9,7	9,8	9,9
Taux d'inflation	1,6	0,8	0,1	0,5	1,9
Solde public (en % du PIB)	-0,1	0,3	0,5	0,2	0,3
Solde courant (en % du PIB)	6,8	7,4	8,6	7,8	7,7

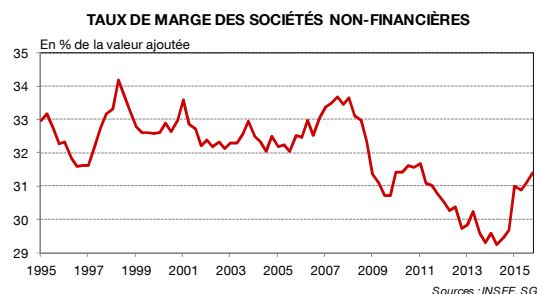
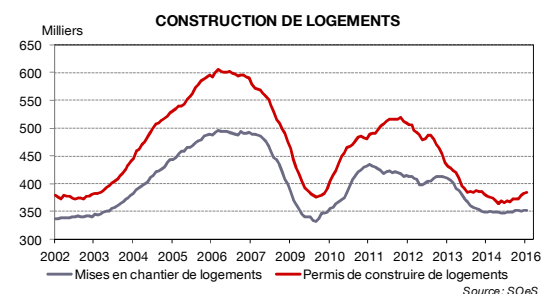
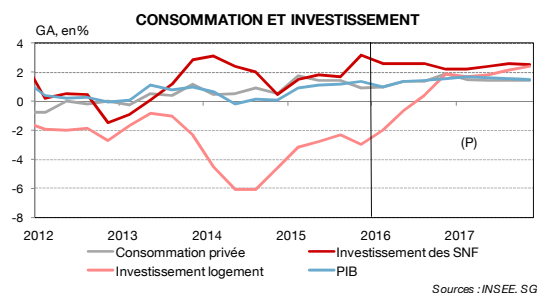
FRANCE : UNE EMBELLIE BIEN POUSSIVE

L'accélération tant attendue de la croissance a bien eu lieu en 2015. Cette amélioration est toutefois modeste au regard de l'importance des facteurs de soutien à l'activité : taux d'intérêt bas, dépréciation de l'euro, chute du prix du pétrole... En 2016 et 2017, l'activité croîtrait légèrement plus vite, de près de 1,5 %, grâce à l'investissement. La faible croissance pèserait sur les recettes fiscales et donc sur le rythme de réduction du déficit budgétaire.

Avec une modeste croissance de 1,2 % en 2015, le PIB a enregistré sa plus forte hausse depuis 2011. Notamment, l'activité a résisté au 4^{ème} trimestre, progressant de 0,3 % T/T. Sur ce trimestre, le dynamisme de l'investissement des entreprises et la nouvelle forte contribution des stocks ont compensé le repli de la consommation des ménages ayant résulté des attentats de novembre et de la douceur de l'hiver.

Début 2016, la croissance se maintiendrait autour de son rythme récent, avant d'accélérer modestement. Certes, le dynamisme des exports serait modéré par l'atonie de la demande externe. Néanmoins, la demande intérieure se renforcerait. La consommation privée demeurerait le socle de la croissance grâce à une nouvelle hausse notable du pouvoir d'achat des ménages. En effet, nous n'anticipons pas de rebond rapide des prix du pétrole. L'inflation resterait ainsi autour de 0% une grande partie de 2016. L'accélération de la croissance proviendrait d'un renforcement de l'investissement. Notamment, l'investissement en logements se redresserait légèrement après quatre années de repli, en ligne avec la remontée récente des permis de construire.

La perspective d'une accélération de la croissance sensiblement au-delà de 1,5 % semble néanmoins limitée. Malgré l'amélioration de leurs marges et les mesures gouvernementales de soutien (sur-amortissement de certains investissements jusqu'à fin 2016) les entreprises n'accéléraient que peu leur investissement. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production existantes reste faible. L'atonie de la demande externe et le manque structurel de compétitivité limiteraient également les perspectives à l'export.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	0,7	0,2	1,2	1,3	1,6
Consommation des ménages	0,5	0,6	1,4	1,4	1,4
Investissement des entreprises	0,8	2,0	2,0	2,5	2,4
Investissement des ménages	-1,5	-5,3	-2,8	-0,1	2,0
Exportations	1,8	2,4	6,1	4,8	4,6
Importations	1,8	3,9	6,7	5,3	4,7
Contribution des stocks à la croissance	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,1	1,1	1,8	1,9	1,5
Taux de chômage (France métropolitaine)	9,9	9,9	10,0	9,9	9,8
Taux d'épargne	14,7	15,1	15,4	15,8	15,9
Taux d'inflation	0,9	0,5	0,0	0,3	1,5
Solde public (en % du PIB)	-4,1	-3,9	-3,5	-3,4	-3,2
Solde courant (en % du PIB)	-0,8	-0,9	-0,2	0,0	-0,1

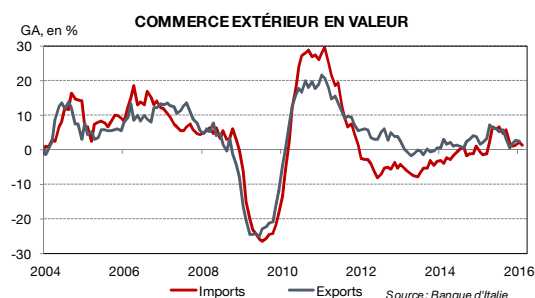
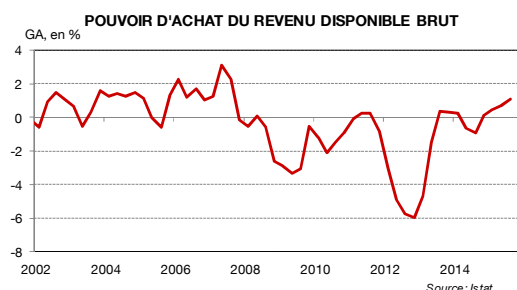
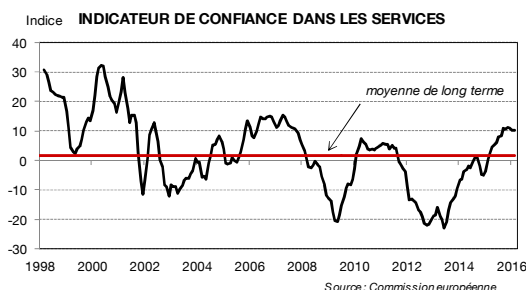
ITALIE : UNE REPRISE EN DEMI-TEINTE

Malgré un début d'année chahuté sur les marchés, les performances récentes de l'économie italienne ne remettent pas en cause le scénario de légère accélération de la croissance en 2016, soutenue par les moteurs internes. Les risques sont néanmoins orientés à la baisse, en lien avec la fragilité du secteur bancaire et l'atonie de la demande mondiale.

Après trois années de récession, l'économie italienne a renoué avec la croissance en 2015, stimulée par les moteurs internes. Avec 0,6 % de croissance en 2015 et 1,1 % attendu en 2016, les performances de l'Italie restent toutefois en deçà de la moyenne de la zone euro (1,5 %) du fait de faiblesses structurelles persistantes. Si la croissance a déçu au T4, pénalisée par un fort déstockage, les indicateurs de confiance restent bien orientés.

La consommation des ménages devrait accélérer en 2016, soutenue par le regain de pouvoir d'achat du revenu disponible. D'une part, les créations d'emploi se poursuivraient, favorisées par la prolongation des exonérations de cotisations sociales sur les embauches en CDI. D'autre part, l'inflation resterait contenue par la faiblesse des prix de l'énergie et la pression fiscale serait allégée (suppression de la taxe sur les résidences principales, hausse du seuil d'imposition des retraités). Cette consommation plus dynamique se ferait donc au prix d'un léger creusement du déficit public, qui devra être corrigé en 2017.

Mais la reprise de la demande intérieure se heurte aux difficultés des entreprises italiennes (taux de marge dégradé, faible productivité) et du système bancaire qui pâtit d'un taux élevé de créances douteuses. L'investissement total s'est ainsi effondré de 30 % depuis 2008 et peine à repartir malgré la détente des conditions financières. Il devrait néanmoins bénéficier d'une amélioration dans le secteur de la construction et de mesures fiscales avantageuses pour les entreprises (sur-amortissement de 140 %). Le commerce extérieur italien resterait contenu par l'atonie de la demande mondiale. Au final, la croissance serait insuffisante pour faire reculer significativement le taux de chômage et la dette publique.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0
Consommation des ménages	-2,4	0,6	0,9	1,3	1,0
Investissement en biens d'équipement	-3,1	-1,9	0,6	0,5	1,1
Investissement en construction	-8,0	-4,8	-0,9	2,0	1,8
Exportations	0,9	2,9	4,1	3,4	3,7
Importations	-2,2	3,0	5,8	3,6	3,5
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,1	0,5	-0,2	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,0	-0,1	1,4	1,6	1,2
Taux de chômage	12,1	12,6	11,9	11,3	11,2
Taux d'épargne	11,3	11,0	11,4	11,7	11,9
Taux d'inflation	1,3	0,2	0,0	0,6	1,4
Solde public (en % du PIB)	-2,9	-3,0	-2,6	-2,7	-2,2
Solde courant (en % du PIB)	0,9	1,9	2,1	2,4	1,8

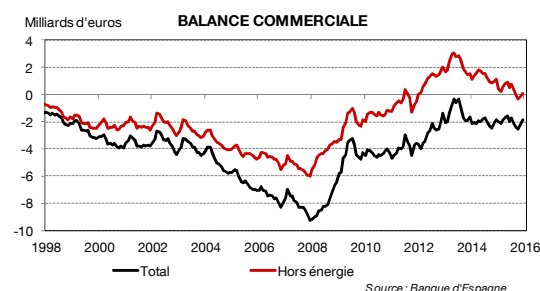
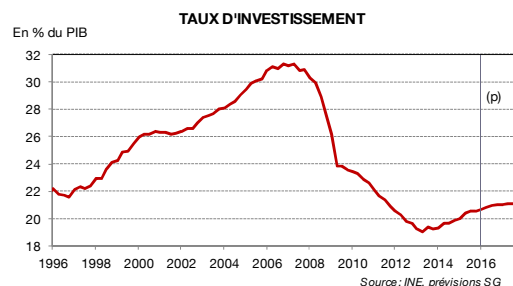
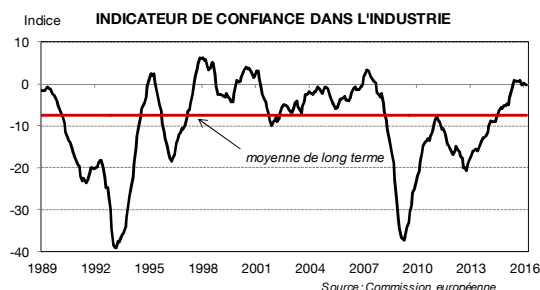
ESPAGNE : BLOCAGE POLITIQUE ET CROISSANCE RALENTIE

L'Espagne a enregistré en 2015 sa meilleure performance depuis 2007 avec 3,2 % de croissance, soit deux fois plus que la moyenne de la zone euro. L'économie devrait cependant ralentir en 2016 et 2017, du fait d'une décélération des exportations et d'une dynamique interne qui pâtirait notamment des incertitudes politiques.

Les élections générales du 20 décembre 2015 ont marqué la défiance des électeurs face aux partis traditionnels et ouvert une nouvelle ère d'incertitudes sur la scène politique espagnole, susceptibles de peser sur la confiance des agents. Les entreprises pourraient reporter certains projets d'investissement et ralentir le rythme des créations d'emplois. L'impact sur l'investissement serait modéré par la bonne santé financière des entreprises espagnoles et la nécessité de reconstituer le stock de capital. Celles-ci continuent en effet de bénéficier de conditions de financement avantageuses, de l'amélioration passée de leur compétitivité et d'un taux de marge élevé.

Les ménages espagnols ont bénéficié en 2015 du dynamisme du marché du travail et d'une légère hausse des rémunérations, mais le pouvoir d'achat du revenu disponible est encore inférieur de 9 % au niveau d'avant crise. Il progresserait de 3 % en 2016 grâce à la modération persistante des prix de l'énergie et soutiendrait la consommation des ménages. Le taux de chômage poursuivrait sa décrue pour atteindre 18% de la population active en 2017, soit 8 points de moins qu'à son pic de 2013.

Le dynamisme de la demande interne a généré une forte hausse des importations, dont le rythme est désormais supérieur à celui des exportations. L'Espagne retrouve ainsi une contribution négative du commerce extérieur et sa balance commerciale hors énergie se dégrade. Nous anticipons donc une contraction du solde courant à l'horizon 2017, en lien avec la remontée des prix du pétrole. Enfin, l'absence de majorité au parlement empêche le vote d'un correctif budgétaire demandé par la Commission européenne et le déficit public resterait supérieur à 3 % jusqu'en 2017, tandis que le ratio de dette publique continuerait d'augmenter.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1
Consommation des ménages	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,2
Investissement total	-2,5	3,5	6,4	4,7	3,6
Exportations	4,3	5,1	5,4	4,5	4,3
Importations	-0,3	6,4	7,5	5,5	4,8
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,8	0,6	2,6	3,1	1,8
Taux de chômage	26,1	24,5	22,1	19,8	18,2
Taux d'épargne	10,0	9,6	9,3	9,5	9,2
Taux d'inflation	1,4	-0,1	-0,5	0,3	1,6
Solde public (en % du PIB)	-7,0	-5,9	-4,8	-3,8	-3,0
Solde courant (en % du PIB)	1,5	1,0	1,5	1,5	0,9

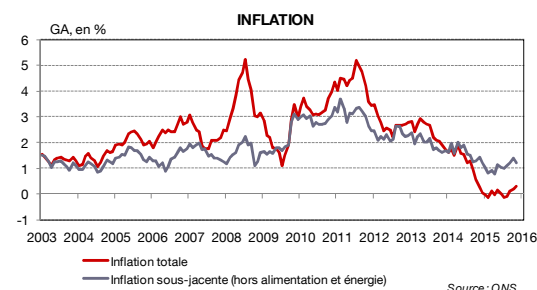
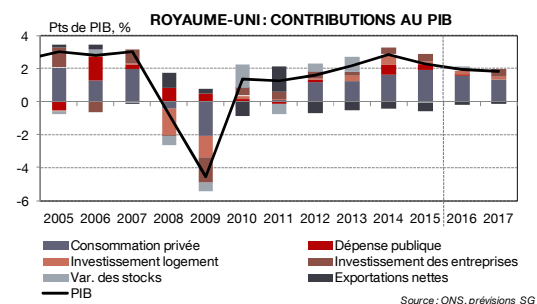
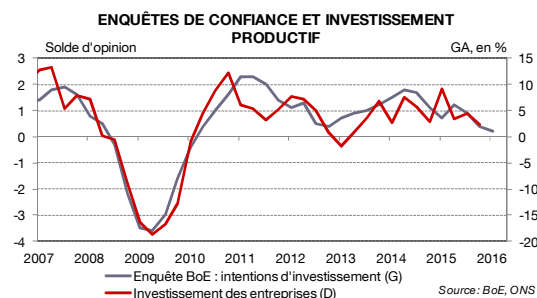
ROYAUME-UNI : L'INCERTITUDE PESANTE D'UN BREXIT

L'activité devrait progressivement ralentir mais resterait proche des 2 % ces deux prochaines années. L'incertitude liée au risque de *Brexit* pénaliserait à court terme l'investissement et la consolidation budgétaire pèserait sur la croissance en 2016 et 2017. La faible remontée de l'inflation et les risques sur l'activité amèneraient la Banque d'Angleterre à retarder la normalisation de sa politique monétaire à 2017.

L'activité a légèrement accéléré au 4^{ème} trimestre 2015 (+0,5 % T/T après +0,4 %), mais l'investissement des entreprises s'est fortement contracté (-2,1 % T/T), traduisant la dégradation de l'environnement extérieur et du climat des affaires fin 2015. La faiblesse de l'investissement devrait se prolonger au 1^{er} semestre 2016 sous l'effet de l'incertitude liée au *Brexit*, illustrée par la remontée des CDS souverains et des *spreads* de crédit, mais surtout par l'accroissement de la dépréciation de la livre (-7 % contre euro et -6 % contre dollar) depuis le début de l'année. Contre le dollar, celle-ci a même atteint ses plus bas niveaux depuis 2009. Notre scénario retient l'hypothèse d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'UE, ce qui induirait un rebond de l'investissement après le référendum du 23 juin prochain.

La demande intérieure devrait décélérer ces deux prochaines années, à mesure que l'*output gap* se referme. La consommation des ménages et leur pouvoir d'achat ralentiraient avec la remontée progressive de l'inflation et la décélération de l'emploi, tandis que leur taux d'épargne (à 4,5 % au T3-15) se redresserait légèrement. Les dépenses de fonctionnement et d'investissement publiques seraient de leur côté affectées par la consolidation budgétaire en cours, qui accélérerait progressivement. Au final, la croissance s'établirait à 2 % en 2016 et 1,8 % en 2017, après 2,2 % en 2015.

En février dernier, la Banque d'Angleterre (*BoE*) a de nouveau révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation, repoussant une nouvelle fois la perspective de normalisation de sa politique monétaire. Avec la remontée poussive de l'inflation (0,3 % en février) et les nombreux risques baissiers sur l'activité, nous prévoyons que la *BoE* repousse sa première hausse de taux au 2nd semestre 2017.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	2,2	2,9	2,2	2,0	1,8
Consommation des ménages	1,9	2,5	2,9	2,4	2,0
Investissement des entreprises	2,3	4,7	4,7	1,2	4,6
Investissement construction	8,9	14,0	3,4	4,8	3,9
Exportations	1,2	1,2	5,0	2,6	3,5
Importations	2,8	2,4	6,2	3,0	3,3
Contribution des stocks à la croissance	0,9	0,0	-0,1	0,1	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,7	0,6	3,3	3,0	2,5
Taux de chômage (BIT)	7,5	6,1	5,3	5,0	5,1
Taux d'épargne	6,3	5,4	4,5	4,9	5,2
Taux d'inflation (IPCH)	2,6	1,5	0,0	0,8	1,7
Solde public (en % du PIB)	-5,7	-5,7	-4,5	-3,2	-2,6
Solde courant (en % du PIB)	-4,5	-5,1	-4,3	-4,2	-4,0

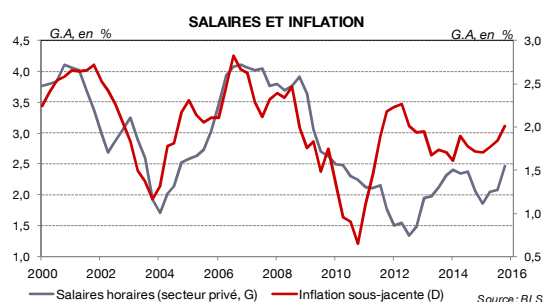
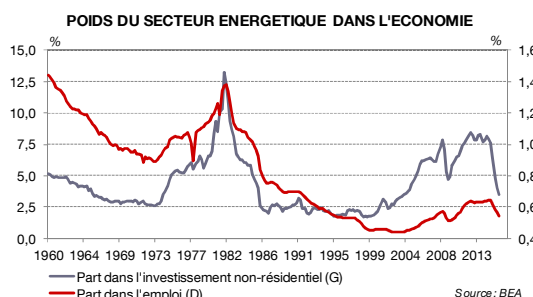
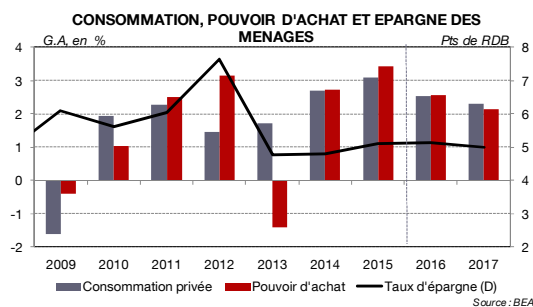
ÉTATS-UNIS : RALENTISSEMENT PLUTOT QUE RECESSION

Les risques sur l'économie américaine se sont accrus depuis fin 2015. Pour autant, ils demeurent essentiellement liés à des facteurs financiers ou externes. Le maintien de fondamentaux internes solides conduit à privilégier un scénario de ralentissement plutôt qu'une récession. Dans ce contexte, la Réserve Fédérale marquerait une pause de quelques mois, avant de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire à un rythme très graduel.

L'activité a ralenti au 4^{ème} trimestre 2015 (+1 % en rythme annualisé, après 2 %), pénalisée par le commerce extérieur, les stocks et l'investissement des entreprises. Depuis fin 2015, la dégradation de l'environnement externe, le resserrement des conditions financières, l'impact de la baisse du prix du pétrole sur les producteurs américains et les risques de contagion associés alimentent les craintes d'une récession. Pour autant, les fondamentaux internes restent solides et les indicateurs disponibles (consommation privée, emploi et enquêtes de confiance) suggèrent un léger rebond de l'activité au T1-2016, même si la croissance du PIB resterait inférieure à 2 % en rythme annualisé.

En dépit d'un ralentissement, le pouvoir d'achat des ménages resterait soutenu par la baisse du prix de l'énergie et une accélération des salaires, reflet - tardif - de la baisse continue du chômage. L'ajustement dans le secteur de l'énergie continuerait de peser sur l'investissement, mais moins qu'en 2015 compte tenu de l'ajustement déjà opéré. L'effet net de la baisse du prix du pétrole sur le PIB serait neutre à légèrement positif, le surcroît de consommation induit contrebalançant l'effet négatif sur l'investissement. Le commerce extérieur continuerait de peser sur l'activité, sous l'effet de l'appréciation du dollar et de l'atonie de la demande externe. Au final, l'activité ralentirait en 2016 et 2017 pour croître de près de 2 %, un rythme plus proche de son potentiel.

Compte tenu de la dominance des risques à la baisse sur l'activité, la Fed ne reprendrait son cycle de hausse de taux qu'en juin 2016, à un rythme toutefois très graduel (2 hausses de taux de 25 pb sur l'année, à l'instar des prévisions des membres du FOMC issues de leur réunion de mars). Ce mouvement interviendrait en corollaire du redressement de l'inflation et des salaires, tandis que le taux de chômage resterait à des niveaux compatibles avec le plein emploi, en-dessous de 5%.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	1,5	2,4	2,4	2,0	2,0
Consommation des ménages	1,7	2,7	3,1	2,5	2,3
Investissement hors logements	3,0	6,2	2,9	2,3	3,5
Investissement en logements	9,5	1,8	8,7	8,3	4,3
Exportations	2,8	3,4	1,1	2,2	3,9
Importations	1,1	3,8	4,9	3,3	4,1
Contribution des stocks à la croissance	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,4	2,7	3,4	2,6	2,1
Taux de chômage (BIT)	7,4	6,2	5,3	4,8	4,7
Taux d'épargne	4,8	4,8	5,1	5,1	5,0
Taux d'inflation	1,5	1,6	0,1	1,4	2,0
Solde public (en % du PIB)	-5,4	-5,0	-4,4	-4,0	-3,7
Solde courant (en % du PIB)	-2,3	-2,2	-2,6	-2,8	-3,1

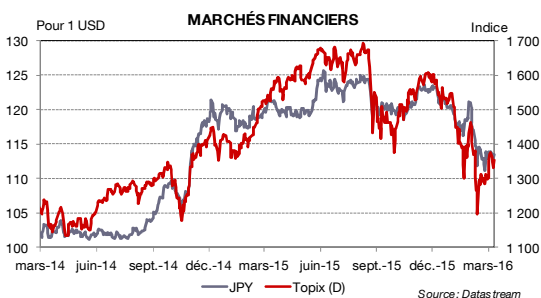
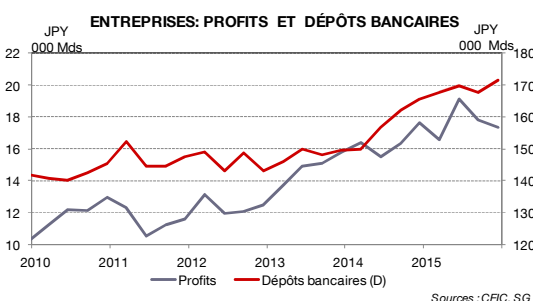
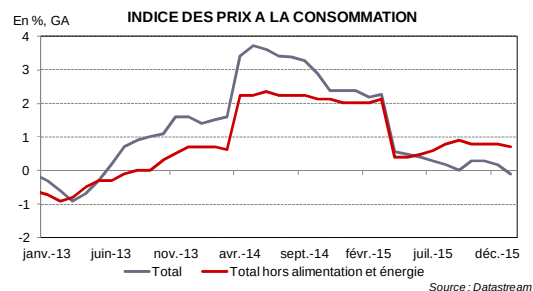
JAPON : UNE AUTRE ARME POUR LA POLITIQUE MONETAIRE

La croissance devrait accélérer à 0,9 % en 2016 avant de ralentir à 0,6 % en 2017, en raison de la seconde hausse de TVA. L'activité reste atone et l'inflation demeure faible, appelant à davantage d'assouplissement de la politique économique. Etant donné l'efficacité relativement limitée de la politique monétaire à ce stade, la priorité pourrait être donnée à la politique budgétaire.

Le PIB réel s'est contracté de 0,3 % T/T au T4-15 en raison d'une baisse de la consommation des ménages consécutive à un hiver plus clément que les années précédentes. Au final, la croissance a atteint 0,5 % en 2015. Début 2016, les indicateurs d'activité ne se sont pas redressés et l'inflation a davantage ralenti.

Les risques baissiers pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation ont conduit la Banque du Japon (BoJ) à mettre en place un taux d'intérêt négatif (-0,1 %) sur les dépôts des banques en février. La BoJ a également repoussé à la « première moitié de l'année fiscale 2017 » son objectif de stabilité des prix de 2 %. L'introduction d'un assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) avec un taux d'intérêt directeur négatif ne semble pas efficace à ce stade, le yen s'appréciant par rapport au dollar.

Dans ce contexte, l'économie devrait accélérer de 0,9% en 2016, soutenue par un fort rebond de la consommation privée en anticipation de la hausse de la TVA prévue en avril 2017. Les exportations s'amélioreraient également avec la reprise progressive de la demande mondiale. En outre, un assouplissement de la politique économique est probable. Le QQE pourrait être notamment renforcé. Sur le plan budgétaire, la deuxième hausse de la TVA (prévue à l'origine pour octobre 2015) pourrait être à nouveau repoussée et des mesures de relance budgétaire pourraient être mises en place. Toutefois, ces deux dernières options renforceraient les inquiétudes liées à la soutenabilité de la dette publique, déjà à un niveau très élevé (230 % du PIB).



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	1,4	-0,1	0,5	0,9	0,6
Consommation des ménages	1,7	-1,0	-1,2	0,9	-0,1
Investissement biens d'équipement	-0,3	2,8	1,5	0,7	3,7
Investissement construction	8,4	-5,0	-2,7	7,1	-0,7
Exportations	1,1	8,3	2,7	3,2	4,1
Importations	3,0	7,2	0,2	1,3	2,4
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,5	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible net	0,7	-0,3	1,0	-0,3	-0,1
Taux de chômage	4,0	3,6	3,4	3,2	3,1
Taux d'épargne	0,3	0,8	3,0	1,9	2,1
Taux d'inflation (IPC)	0,4	2,7	0,8	0,7	2,2
Solde public (en % du PIB)	-8,5	-7,7	-6,7	-5,7	-5,0
Solde courant (en % du PIB)	0,8	0,6	3,3	3,5	3,5

CHINE : LES TEMPS SONT DURS

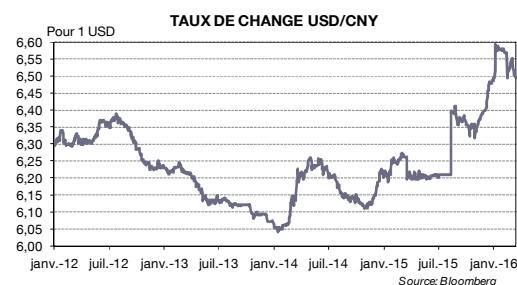
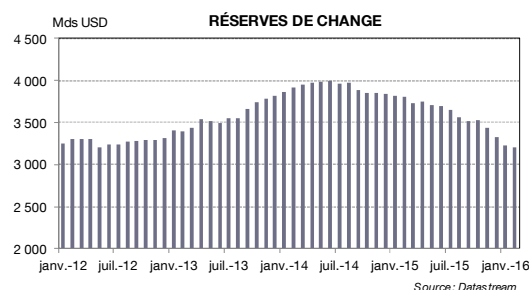
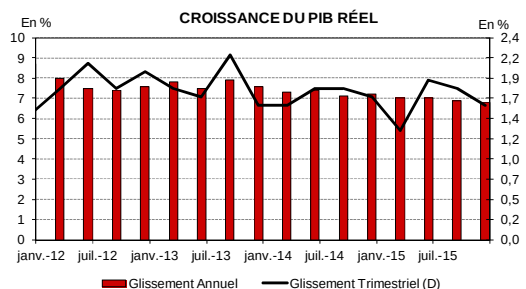
Après s'être établie à 6,9 % en 2015, la croissance économique devrait continuer à baisser progressivement pour atteindre 6,5 % en 2016 et 6,3 % en 2017. Le *policy-mix* devrait rester accommodant, au risque d'aggraver les déséquilibres au sein de l'économie. Les sorties de capitaux soutenues empêchent la politique monétaire de jouer pleinement son rôle de soutien à l'économie.

Le rééquilibrage de l'économie continue : la consommation reste le premier moteur de la croissance et les services représentent désormais plus de la moitié de la production totale. Début 2016, l'investissement et les ventes de voitures ont encore baissé et l'indice des directeurs d'achat a continué à se contracter.

Les sorties de capitaux ont diminué en février 2016, sur fond de contrôle des capitaux plus strict et de stabilisation du RMB. Par conséquent, les réserves de change ont continué de baisser, mais à un rythme mensuel plus modéré (28 Mds USD contre 100 Mds USD en moyenne sur les trois derniers mois). Malgré les efforts récents de communication de la PBoC, qui a précisé qu'elle n'avait aucunement l'intention de déprécier le RMB, sa politique de change reste floue puisqu'elle prévoit de fixer le taux de change du RMB en se « référant » plutôt qu'en « s'arrimant » à un panier de devises. Afin de compenser le resserrement des conditions de liquidités dû à la diminution des réserves de change, la PBoC a abaissé le taux des réserves obligatoires de 50 pb en mars 2016. Toutefois, des conditions monétaires accommodantes pourraient amplifier les capacités excédentaires des industries lourdes (charbon, acier, etc.) et le niveau déjà élevé d'endettement de l'économie (240 % du PIB).

La politique budgétaire devrait devenir plus expansionniste au cours des deux prochaines années. Le déficit budgétaire et la dette publique devraient atteindre respectivement 2,6 % et 48 % du PIB. L'expansion budgétaire devrait se traduire par une hausse des dépenses sociales et une baisse des impôts et non par l'adoption d'un programme de relance semblable à celui de 2009.

Dans ce cadre, la croissance devrait ralentir à 6,5 % en 2016, puis 6,3 % en 2017, en deçà de l'objectif de croissance des autorités de 6,5-7 %. L'inflation resterait faible, à moins de 2 % en 2016-2017, en raison des surcapacités excédentaires et de la faiblesse du prix du pétrole.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	7,7	7,3	6,9	6,5	6,3
Consommation (contrib, en pts de PIB)	4,2	4,1	4,6	4,6	4,7
Investissement (contrib, en pts de PIB)	3,6	2,6	2,3	2,0	1,7
Commerce extérieur (contrib, en pts de PIB)	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	0,0
Taux d'inflation	2,6	2,0	1,4	1,5	1,7
Solde public (en % du PIB)	-1,1	-1,2	-1,9	-2,4	-2,6
Dette publique (en % du PIB)	39,4	41,1	43,2	46,0	48,3
Dette externe (en % du PIB)	9,0	8,7	8,5	8,3	8,1
Solde courant (en % du PIB)	1,6	2,1	3,1	2,8	2,0

INDE : CHAMPIONNE DE LA CROISSANCE

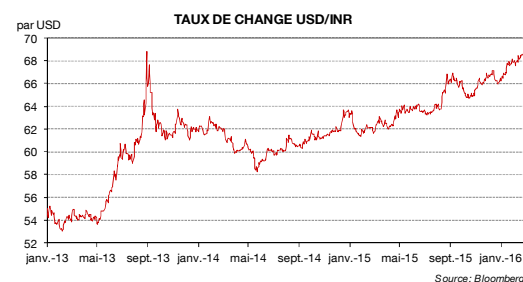
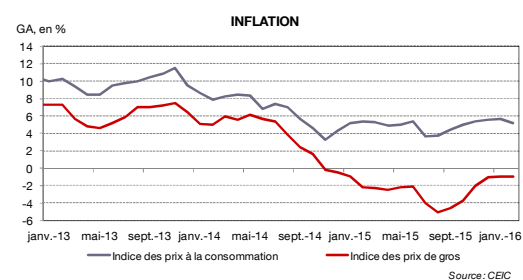
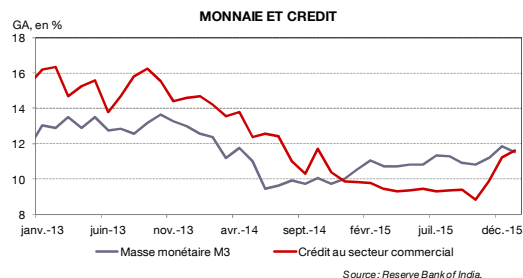
La croissance économique a atteint 7,6 % en 2015, un record parmi les grandes économies. Elle devrait se stabiliser à 7,5 % au cours des deux prochaines années. La consolidation budgétaire et la baisse de l'inflation ouvriraient la voie à un assouplissement monétaire.

Le PIB réel a progressé de 7,6 % sur l'année fiscale 2015 (se clôturant le 31 mars 2016). La croissance reste principalement tirée par la consommation des ménages. Du côté de l'offre, les services ont été le moteur de la croissance, tandis que le secteur industriel a pâti de la faiblesse du commerce mondial. Les exportations sont en recul depuis 14 mois consécutifs et la production industrielle a diminué de 2 % en glissement annuel en janvier, (contre une hausse de 4 % en GA un an plus tôt). Le crédit a en revanche fortement progressé, soutenu par la politique monétaire accommodante mise en place début 2015.

La hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint 5,7 % en janvier, un record depuis 17 mois, alimentée par la hausse des prix alimentaires. Elle reste toutefois inférieure à l'objectif d'inflation de la RBI de 6 % pour 2016, mais pourrait légèrement dépasser l'objectif de 5 % pour 2017, en raison des effets différés des mesures d'assouplissement quantitatif et de la dépréciation de la roupie indienne. En revanche, l'IPC sous-jacent (hors prix de l'alimentation et de l'énergie) reste contenu, soulignant l'absence de pressions inflationnistes.

Le budget présenté début mars confirme la consolidation budgétaire engagée par le gouvernement. L'objectif de déficit du gouvernement central est fixé à 3,5 % du PIB pour 2017 (contre 3,9 % pour 2016). Le budget comprend des mesures majeures pour les zones rurales et pour la recapitalisation des banques publiques (4 Mds EUR soit 0,2 % du PIB ont été alloués à cette dernière). La politique budgétaire plus restrictive prévue dans le budget donne une certaine marge de manœuvre pour une baisse des taux d'intérêt ou du taux de réserves obligatoires.

Dans ce contexte, la croissance du PIB devrait se stabiliser à 7,5 %. La consommation des ménages et l'investissement devraient rester les principaux moteurs de la croissance. Par ailleurs, les exportations devraient augmenter parallèlement à la reprise de la demande mondiale.



En %, moyenne annuelle	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	6,6	7,2	7,6	7,5	7,5
Consommation privée	6,8	6,2	7,6	8,3	8,6
Formation Brute de Capital Fixe	3,4	4,9	5,3	7,9	8,1
Exportations	7,8	1,7	-6,3	2,6	3,5
Importations	-8,2	0,8	-6,3	3,6	4,8
Taux d'inflation	9,4	6,0	6,0	5,3	5,3
Solde public (en % du PIB)	-7,6	-7,0	-7,2	-7,0	-6,7
Dettes publiques (en % du PIB)	65,8	66,1	66,3	65,7	64,8
Dettes externes (en % du PIB)	23,8	23,2	24,0	23,6	23,3
Solde courant (en % du PIB)	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5	-2,0

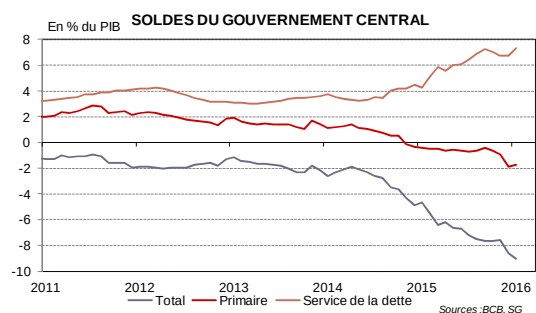
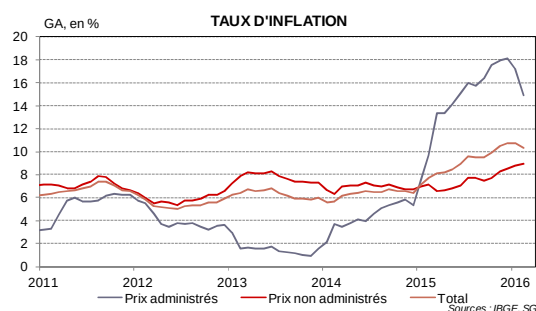
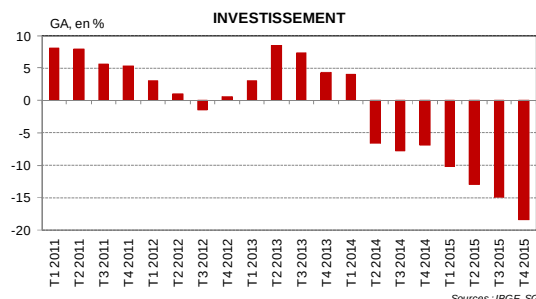
BRESIL : ENCORE UN PREMIER SEMESTRE DIFFICILE EN VUE

L'activité économique devrait continuer de se contracter jusqu'à mi-2016 au moins, face aux difficultés rencontrées aux niveaux national et international. La décélération progressive de l'inflation devrait permettre un modeste redressement de la consommation à partir du S2-16.

Le contexte économique reste celui d'une forte récession. Le PIB a diminué de 5,6 % en glissement annuel au T4-15, et s'est contracté de 3,8 % sur l'ensemble 2015. Le point le plus inquiétant de cette mauvaise conjoncture concerne la dynamique de l'investissement. L'investissement s'est contracté pour le septième trimestre consécutif (-18,5 % en GA au T4-15), détériorant davantage la croissance potentielle. L'activité devrait rester morose en raison des incertitudes politiques croissantes, de la poursuite de la détérioration du marché du travail et du désendettement en cours du secteur privé. Dans ce contexte, les exportations devraient rester le seul soutien de l'économie cette année, grâce à la dépréciation du réal.

L'inflation a commencé à ralentir modestement en février, atteignant 10,4 % en GA. Le ralentissement de la hausse des prix administrés (15 % en GA contre 17,2 % en janvier) a en effet contrebalancé la hausse des prix des services et des biens marchands. L'inflation devrait progressivement diminuer jusqu'à 7,5 % au fur et à mesure de la dissipation de l'effet de base des augmentations passées des prix administrés (qui représentent 25 % de l'indice des prix à la consommation). Dans ce contexte, la BCB pourrait commencer à réduire son taux directeur, actuellement à 14,25 %, au cours du S2-16. Ceci permettrait ainsi une modeste reprise du crédit et de la consommation.

Le gouvernement central a affiché en janvier un excédent primaire (5,6 % du PIB mensuel), le premier depuis avril 2015, grâce notamment aux recettes ponctuelles issues des ventes d'actifs publics de l'an passé. Malgré cette amélioration, le déficit global s'est accentué pour atteindre 9,1 % du PIB en janvier, en raison de la hausse du service de la dette (7,3 % du PIB). Au-delà de ces recettes non récurrentes, la tendance actuelle des comptes budgétaires ne devrait pas sensiblement s'améliorer dans les prochains mois du fait de la contraction des recettes budgétaires alors que la crise politique devrait limiter l'envergure de la réforme de consolidation budgétaire en discussion.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	3,0	0,1	-3,8	-3,2	1,0
Consommation des ménages	2,6	1,1	-4,0	-3,7	0,7
Consommation publique	2,0	2,0	-1,0	-1,2	0,0
Investissement	5,2	-7,0	-14,1	-14,0	2,5
Exportations	2,1	-1,1	6,1	3,2	4,0
Importations	7,6	-1,0	-14,3	-10,0	2,0
Taux d'inflation (IPCA)	6,2	6,4	9,5	7,5	5,0
Solde public (en % du PIB)	-3,3	-6,2	-10,3	-9,2	-8,4
Solde courant (en % du PIB)	-3,6	-4,5	-3,3	-2,5	-2,0

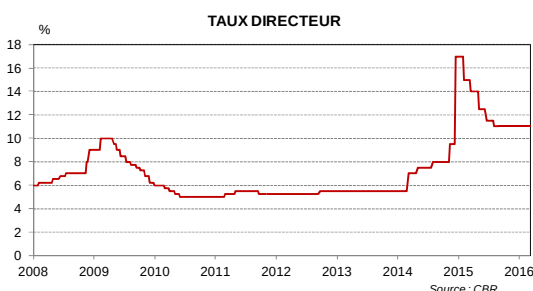
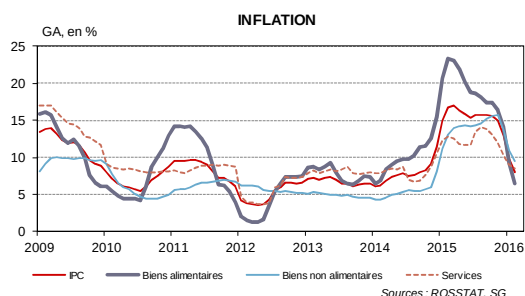
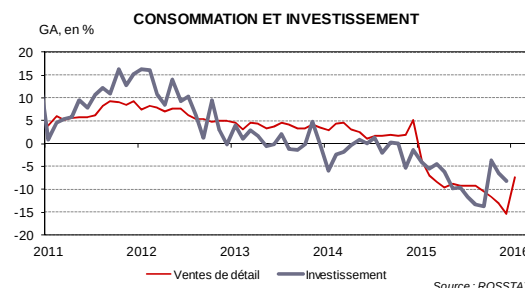
RUSSIE : DESINFLATION A LA RESCOUSSE

L'activité montre des signes de stabilisation alors que les prix du pétrole semblent cesser leur spirale baissière et que le taux de change du rouble est moins volatile. Ceci contribue à la baisse de l'inflation qui devrait à terme améliorer la situation des ménages. En attendant, 2016 serait encore une année de récession avant le retour de la croissance en 2017.

Après être passée par une année 2015 avec le pire choc de consommation qu'ait connu le pays en 25 ans, l'économie montre quelques signes de stabilisation. En effet, la poussée inflationniste successive à la dépréciation massive du rouble a fortement pesé sur les revenus réels des ménages. Néanmoins, le reflux rapide de l'inflation depuis la fin 2015 est une bonne surprise. Le taux d'inflation est passé d'un plus haut à 15 % en GA en octobre dernier à 8 % en février. Ceci malgré une volatilité encore très élevée du taux de change. La faiblesse de la demande et les effets de base de la forte dépréciation du début 2015 semblent avoir joué un rôle important dans cette dynamique désinflationniste. Ceci nous a amené à revoir à la baisse de manière marquée notre prévision d'inflation pour 2016. Cette tendance serait renforcée par la stabilisation attendue des prix du pétrole pour le reste de l'année suivie par un redressement très graduel en 2017.

Dans ce contexte, la consommation, principal moteur de la croissance en Russie se stabiliserait vers la fin de l'année avant de se redresser. L'investissement pourrait surprendre à la hausse en 2017 après avoir affiché trois années consécutives de contraction. La politique budgétaire resterait restrictive dans la mesure où la faiblesse des prix du pétrole met les comptes fiscaux sous pression et que les autorités ne semblent pas prêtes à recourir à l'endettement.

La politique monétaire pourrait soutenir l'activité en cas de reflux confirmé de l'inflation. Pour cela, il faudra s'assurer de la stabilité du change. Dans cette perspective, la Banque Centrale a mis en place une série de mesures visant à limiter la dollarisation du secteur bancaire rentrant en vigueur en avril. La modération des perspectives de hausse de taux de la Fed est aussi de nature à diminuer la pression sur le rouble, ce qui pourrait encourager un début de desserrement des taux russes dans les mois à venir.



En % et en moyenne annuelle	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	1,3	0,6	-3,8	-1,0	1,0
Consommation des ménages	6,8	1,5	-9,0	-5,0	1,0
Consommation publique	-0,2	1,0	-1,0	0,0	0,0
Investissement total	6,0	-4,0	-10,0	-3,0	1,0
Exportations	4,6	-0,1	1,0	2,0	3,0
Importations	3,8	-7,9	-20,0	-10,0	3,0
Taux d'inflation	5,0	6,5	15,7	8,0	7,0
Dettes externe (en % du PIB)	32,0	32,0	40,0	38,0	36,0
Solde public (en % du PIB)	0,0	-0,1	-3,5	-4,0	-4,0
Dettes publique (en % du PIB)	12,0	13,0	14,0	16,0	18,0

PREVISIONS ZONE EURO

ZONE EURO

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	-0,2	0,9	1,5	1,5	1,6
Demande intérieure totale	-0,7	1,0	1,7	1,8	1,6
Consommation privée	-0,6	0,8	1,7	1,7	1,5
Consommation publique	0,2	0,8	1,3	1,5	1,3
Investissement total	-2,5	1,4	2,6	2,5	2,5
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,4	0,0	-0,1	-0,2	0,1
Exportations de biens et services	2,2	4,1	4,9	3,4	4,2
Importations de biens et services	1,4	4,5	5,6	4,3	4,5
Prix à la consommation	1,4	0,4	0,0	0,4	1,6
Glissement annuel en fin de période	0,8	-0,2	0,2	1,2	1,6
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,4	0,8	2,0	1,6	0,6
Taux de chômage	12,0	11,6	10,9	10,1	9,7

(Comptes nationaux corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables CVS-CJO)

PRODUIT INTÉRIEUR BRUT

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Allemagne	0,4	1,6	1,4	1,5	1,7
Autriche	0,3	0,5	0,8	1,2	1,8
Belgique	0,0	1,4	1,4	1,4	1,6
Chypre	-5,9	-2,5	1,5	1,5	2,0
Espagne	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1
Finlande	-1,1	-0,4	0,0	0,3	1,3
France	0,7	0,2	1,2	1,3	1,6
Grèce	-3,1	0,7	-0,3	-1,6	1,8
Irlande	1,4	5,2	6,9	4,7	4,1
Italie	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0
Luxembourg	4,4	4,1	4,8	3,5	3,1
Malte	4,0	4,1	5,1	4,0	3,0
Pays-Bas	-0,4	1,0	1,9	1,8	2,1
Portugal	-1,1	0,9	1,5	1,6	1,4
Slovaquie	1,4	2,5	3,4	3,1	3,0
Slovénie	-1,0	2,9	2,6	2,0	2,5

FRANCE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	0,7	0,2	1,2	1,3	1,6
Demande intérieure (y.c. stocks)	0,8	0,7	1,4	1,5	1,6
Consommation privée	0,5	0,6	1,4	1,4	1,4
Consommation publique	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7
Investissement des entreprises	0,8	2,0	2,0	2,5	2,4
Investissement logement	-1,5	-5,3	-2,8	-0,1	2,0
Investissement des administrations	0,2	-6,9	-3,0	1,5	0,9
Contribution des stocks à la croissance	0,2	0,2	0,3	0,1	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,0	-0,5	-0,3	-0,2	0,0
Exportations de biens et services	1,8	2,4	6,1	4,8	4,6
Importations de biens et services	1,8	3,9	6,7	5,3	4,7
Prix à la consommation (IPC)	0,9	0,5	0,0	0,3	1,5
Glissement annuel en fin de période	0,7	0,1	0,2	0,9	0,9
Emploi	-0,6	-0,1	0,1	0,5	0,6
Taux de chômage (BIT)	9,9	9,9	10,0	9,9	9,8
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	-0,1	1,1	1,8	1,9	1,5
Taux d'épargne	14,7	15,1	15,4	15,8	15,9

ALLEMAGNE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	0,4	1,6	1,4	1,5	1,7
Demande intérieure (y.c. stocks)	1,0	1,3	1,4	2,2	2,0
Consommation privée	0,8	1,0	1,9	2,0	1,7
Consommation publique	0,8	1,7	2,4	2,6	1,8
Investissement en biens d'équipement	-2,0	4,4	3,9	1,5	3,7
Investissement en construction	-1,1	2,9	-0,2	2,2	2,0
Investissement des administrations	2,2	0,0	1,2	3,0	3,0
Contribution des stocks à la croissance	0,6	-0,4	-0,5	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	-0,5	0,3	0,1	-0,4	0,1
Exportations de biens et services	1,8	3,9	4,8	2,6	4,3
Importations de biens et services	3,2	3,7	5,4	4,2	5,0
Prix à la consommation (IPCH)	1,6	0,8	0,1	0,5	1,9
Glissement annuel en fin de période	1,3	0,0	0,2	1,6	1,7
Emploi	0,6	0,9	0,8	0,9	0,8
Taux de chômage	6,9	6,7	6,4	6,2	6,1
Taux de chômage (BIT)	5,2	5,0	4,7	4,5	4,3
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	0,2	1,4	2,1	2,2	1,9
Taux d'épargne nette	9,1	9,5	9,7	9,8	9,9

ITALIE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0
Demande intérieure (y.c. stocks)	-2,6	-0,3	1,0	1,0	0,8
Consommation privée	-2,4	0,6	0,9	1,3	1,0
Consommation publique	-0,3	-1,0	-0,7	0,9	0,4
Investissement en biens d'équipement	-3,1	-1,9	0,6	0,5	1,1
Investissement en construction	-8,0	-4,8	-0,9	2,0	1,8
Investissement total	-6,6	-3,3	0,6	1,6	1,3
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,1	0,5	-0,2	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,2
Exportations de biens et services	0,9	2,9	4,1	3,4	3,7
Importations de biens et services	-2,2	3,0	5,8	3,6	3,5
Prix à la consommation (CPI)	1,3	0,2	0,0	0,6	1,4
Glissement annuel en fin de période	0,7	-0,1	0,1	1,1	1,4
Emploi	-1,5	0,4	0,9	1,0	0,6
Taux de chômage	12,1	12,6	11,9	11,3	11,2
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	-1,0	-0,1	1,4	1,6	1,2
Taux d'épargne brute	11,3	11,0	11,4	11,7	11,9

ESPAGNE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1
Demande intérieure (y.c. stocks)	-3,1	1,6	3,8	2,9	2,2
Consommation privée	-3,1	1,2	3,1	2,8	2,2
Consommation publique	-2,8	0,0	2,7	1,0	0,7
Investissement total	-2,5	3,5	6,4	4,7	3,6
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	0,0
Exportations de biens et services	4,3	5,1	5,4	4,5	4,3
Importations de biens et services	-0,3	6,4	7,5	5,5	4,8
Prix à la consommation (CPI)	1,4	-0,1	-0,5	0,3	1,6
Glissement annuel en fin de période	0,2	-1,0	0,0	1,4	1,5
Emploi	-2,8	1,1	2,9	2,6	2,1
Taux de chômage	26,1	24,5	22,1	19,8	18,2
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	-1,8	0,6	2,6	3,1	1,8
Taux d'épargne	10,0	9,6	9,3	9,5	9,2

(Comptes nationaux corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables CVS-CJO)

PREVISIONS HORS ZONE EURO

ÉTATS-UNIS

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	1,5	2,4	2,4	2,0	2,0
Demande intérieure (y.c. stocks)	1,3	2,5	3,0	2,2	2,1
Consommation privée	1,7	2,7	3,1	2,5	2,3
Consommation publique	-2,9	-0,6	0,7	0,6	0,1
Investissement résidentiel	9,5	1,8	8,7	8,3	4,3
Investissement non-résidentiel	3,0	6,2	2,9	2,3	3,5
Contribution des stocks à la croissance	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,2	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2
Exportations de biens et services	2,8	3,4	1,1	2,2	3,9
Importations de biens et services	1,1	3,8	4,9	3,3	4,1
Prix à la consommation (CPI)	1,5	1,6	0,1	1,4	2,0
Glissement annuel en fin de période	1,2	1,4	2,0	1,7	2,0
Emploi	1,6	1,9	2,0	1,7	1,3
Taux de chômage	7,4	6,2	5,3	4,8	4,7
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,4	2,7	3,4	2,6	2,1
Taux d'épargne	4,8	4,8	5,1	5,1	5,0

ROYAUME-UNI

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	2,2	2,9	2,2	2,0	1,8
Demande intérieure (y.c. stocks)	2,6	3,2	2,7	2,1	1,8
Consommation privée	1,9	2,5	2,9	2,4	2,0
Dépenses publiques	-0,2	2,8	1,7	0,4	-0,1
Investissement logement	8,9	14,0	3,4	4,8	3,9
Investissement des entreprises	2,3	4,7	4,7	1,2	4,6
Investissement fixe total	2,6	7,3	4,2	1,9	3,7
Contribution des stocks à la croissance	0,9	0,0	-0,1	0,1	0,0
Contribution du commerce extérieur	-0,5	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1
Exportations de biens et services	1,2	1,2	5,0	2,6	3,5
Importations de biens et services	2,8	2,4	6,2	3,0	3,3
Prix à la consommation (IPCH)	2,6	1,5	0,0	0,8	1,7
Glissement annuel en fin de période	2,0	0,5	0,2	1,4	2,0
Emploi	1,2	1,7	1,9	1,1	0,8
Taux de chômage (BIT)	7,5	6,1	5,3	5,0	5,1
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,7	0,6	3,3	3,0	2,5
Taux d'épargne	6,3	5,4	4,5	4,9	5,2

JAPON

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	1,4	-0,1	0,5	0,9	0,6
Demande intérieure (y.c. stocks)	1,6	-0,1	0,0	0,5	0,3
Consommation privée	1,7	-1,0	-1,2	0,9	-0,1
Dépenses publiques	2,9	0,1	0,6	-0,9	-0,6
Investissement logement	8,4	-5,0	-2,7	7,1	-0,7
Investissement en biens d'équipement	-0,3	2,8	1,5	0,7	3,7
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,5	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Exportations de biens et services	1,1	8,3	2,7	3,2	4,1
Importations de biens et services	3,0	7,2	0,2	1,3	2,4
Prix à la consommation (IPC)	0,4	2,7	0,8	0,7	2,2
Glissement annuel en fin de période	1,6	2,4	0,2	1,0	2,4
Emploi	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2
Taux de chômage	4,0	3,6	3,4	3,2	3,1
Pouvoir d'achat du revenu disponible net	0,7	-0,3	1,0	-0,3	-0,1
Taux d'épargne	0,3	0,8	3,0	1,9	2,1

CHINE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	7,7	7,3	6,9	6,5	6,3
Consommation (contrib. pts de PIB)	4,2	4,1	4,6	4,6	4,7
Investissement (contrib. pts de PIB)	3,6	2,6	2,3	2,0	1,7
Commerce extérieur (contrib. pts de PIB)	-0,1	0,5	-0,1	-0,1	0,0
Prix à la consommation	2,6	2,0	1,4	1,5	1,7
Solde public (en % du PIB)	-1,1	-1,2	-1,9	-2,4	-2,6
Dette publique (en % du PIB)	39,4	41,1	43,2	46,0	48,3
Dette externe (en % du PIB)	9,0	8,7	8,5	8,3	8,1
Balance courante (en % du PIB)	1,6	2,1	3,1	2,8	2,0

INDE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	6,6	7,2	7,6	7,5	7,5
Consommation privée	6,8	6,2	7,6	8,3	8,6
Formation Brute de Capital Fixe	3,4	4,9	5,3	7,9	8,1
Exportations	7,8	1,7	-6,3	2,6	3,5
Importations	-8,2	0,8	-6,3	3,6	4,8
Prix à la consommation	9,4	6,0	6,0	5,3	5,3
Solde public (en % du PIB)	-7,6	-7,0	-7,2	-7,0	-6,7
Dette publique (en % du PIB)	65,8	66,1	66,3	65,7	64,8
Dette externe (en % du PIB)	23,8	23,2	24,0	23,6	23,3
Solde courant (en % du PIB)	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5	-2,0

(L'année fiscale commence le 1er avril)

BRÉSIL

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	3,0	0,1	-3,8	-3,2	1,0
Consommation privée	2,6	1,1	-4,0	-3,7	0,7
Consommation publique	2,0	2,0	-1,0	-1,2	0,0
Formation brute de capital fixe	5,2	-7,0	-14,1	-14,0	2,5
Exportations de biens et services	2,1	-1,1	6,1	3,2	4,0
Importations de biens et services	7,6	-1,0	-14,3	-10,0	2,0
Prix à la consommation (IPCA)	6,2	6,4	9,5	7,5	5,0
Solde public (en % du PIB)	-3,3	-6,2	-10,3	-9,2	-8,4
Solde courant (en % du PIB)	-3,6	-4,5	-3,3	-2,5	-2,0

RUSSIE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	1,3	0,6	-3,8	-1,0	1,0
Consommation des ménages	6,8	1,5	-9,0	-5,0	1,0
Consommation publique	-0,2	1,0	-1,0	0,0	0,0
Investissement total	6,0	-4,0	-10,0	-3,0	1,0
Exportations	4,6	-0,1	1,0	2,0	3,0
Importations	3,8	-7,9	-20,0	-10,0	3,0
Prix à la consommation (CPI)	5,0	6,5	15,7	8,0	7,0
Dette externe (en % du PIB)	32,0	32,0	40,0	38,0	36,0
Solde public (en % du PIB)	0,0	-0,1	-3,5	-4,0	-4,0
Dette publique (en % du PIB)	12,0	13,0	14,0	16,0	18,0

ETUDES ECONOMIQUES

CONTACTS

Olivier GARNIER

Chef économiste du Groupe
+33 1 42 14 88 16
olivier.garnier@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Clémentine GALLÈS

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 57 75
clementine.galles@socgen.com

François LETONDU

Macroéconomie / Zone euro
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Aurélien DUTHOIT

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
aurélien.duthoit@socgen.com

Juan-Carlos DIAZ-MENDOZA

Amérique Latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Marc FRISO

Afrique Subsaharienne
+33 1 42 14 74 49
marc.friso@socgen.com

Régis GALLAND

Bassin Méditerranéen et Asie Centrale
+33 1 58 98 72 37
regis.galland@socgen.com

Emmanuel PERRY

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 09 95
emmanuel.perry@socgen.com

Sopanha SA

Asie
+33 1 58 98 76 31
sopanha.sa@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'Ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Amine TAZI

Analyse macrofinancière / États-Unis et Royaume-Uni
+33 1 58 98 62 89
amine.tazi@socgen.com

Simon TORTEL

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 79 50
simon.tortel@socgen.com

Isabelle AIT EL HOCINE

Assistante
+33 1 42 14 55 56
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

Simon TORTEL

Édition
+33 1 58 98 79 50
simon.tortel@socgen.com

Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18
www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques
Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.