

SCENARIOECO

Société Générale

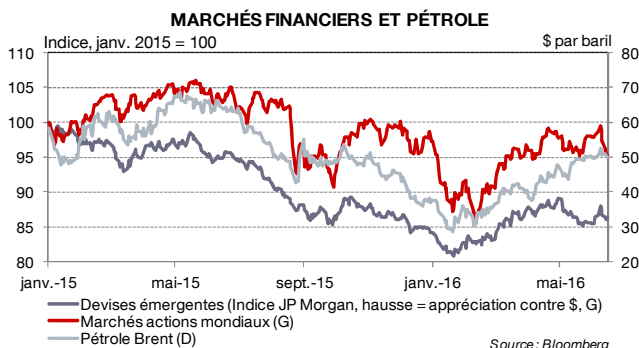
Département des études économiques et sectorielles

CROISSANCE ETALE, AVANT LA VAGUE DE RISQUES POLITIQUES

Les perspectives de croissance mondiale demeurent atones, malgré de moindres anticipations de resserrement monétaire de la Fed et une reprise modérée du prix du pétrole. Sur le reste de 2016, la croissance continuerait de pâtir des incertitudes sur l'activité aux États-Unis et du ralentissement chinois. La reprise se consoliderait en zone euro sans parvenir à soutenir l'inflation. Et pour ne rien arranger, les risques politiques abondent.

CROISSANCE MONDIALE EN MANQUE D'ALLANT

Après un début d'année chahuté, les marchés financiers et de matières premières ont bénéficié d'une accalmie entre mars et début juin. Le prix du pétrole a effacé en partie sa chute de fin 2015 et début 2016, surtout grâce à un repli de la production dans certains pays. Surtout, les marchés actions mondiaux se sont globalement stabilisés sur la période, de même que les devises des principaux pays émergents. Les primes de risque sur les dettes de ces pays ont également reflué.



Paradoxalement, les investisseurs ont été rassurés par des signes supplémentaires de fragilité de la croissance américaine. En effet, la perspective d'un resserrement supplémentaire de la politique monétaire par la Réserve Fédérale s'est davantage éloignée. D'ailleurs, les taux d'intérêt en dollar demeurent proches de leurs points bas de février et en zone euro, les taux d'intérêt des pays « cœur » atteignent de nouveaux points bas.

Pour autant, le contexte économique reste fragile. D'une part, l'activité mondiale est directement pénalisée par la modestie de la croissance américaine. Nous anticipons un raffermissement de celle-ci sur le reste de l'année 2016 et en 2017, après un trou d'air aux 4^e trimestre 2015 et 1^{er} trimestre 2016. Toutefois, elle n'accélérerait pas au-delà d'un rythme annuel de 2 %. En effet, le secteur industriel pâtirait encore de la chute de

l'investissement dans le secteur des hydrocarbures et d'une compétitivité-prix dégradée en raison de la force du dollar. Dans ce contexte, la Réserve Fédérale serait contrainte de procéder au resserrement monétaire à un rythme extrêmement lent.

D'autre part, la croissance chinoise continuerait de ralentir malgré l'arrêt des sorties de capitaux. Le soutien des autorités monétaires et budgétaires limiterait certes l'ampleur de ce ralentissement, mais au prix d'un surcroît de déséquilibres internes.

Enfin, si la hausse du prix du baril de pétrole vers 50\$ donne de l'air aux pays producteurs, elle ne les dédouane pas de continuer à ajuster leurs économies à une rente durablement réduite. De plus, les prix d'autres matières premières ne se sont pas tous autant redressés. Cet ajustement continuerait ainsi de peser sur l'activité cette année. En 2017, la majeure partie de cet ajustement devrait être achevée. La croissance des pays émergents se renforcerait donc, contribuant à la reprise de l'activité mondiale et, partant, du commerce international.

En zone euro en revanche, l'élan conjoncturel est déjà meilleur, la reprise se consolidant grâce à une consommation toujours soutenue. Le soutien des politiques monétaire et budgétaire est également notable. La capacité d'accélération supplémentaire de l'activité resterait toutefois limitée, notamment car le pouvoir d'achat des ménages décelerait en 2017.

DES ALEAS TOUJOURS IMPORTANTS, AU PREMIER RANG DESQUELS LES RISQUES POLITIQUES...

La croissance mondiale resterait contrainte par une propension à épargner du secteur privé toujours forte dans de nombreux pays, notamment développés. L'importance de l'endettement et la volatilité de l'activité ces dernières années, surtout en zone euro, continueraient de décourager l'investissement.

La préférence pour l'épargne répondrait aussi à l'ampleur des risques sur les perspectives d'activité, qui restent nombreux : volatilité du prix du pétrole et des marchés financiers, ralentissement de l'économie chinoise... Plus encore, le risque politique se renforce et se diffuse, constituant un poids supplémentaire sur la confiance et la croissance mondiale.

... QUI AFFECTENT DE PLUS EN PLUS LES PAYS DEVELOPPES

Le risque (ou tout du moins l'incertitude) politique semble concerner de façon croissante les pays développés, alors qu'il avait affecté plus fortement les pays émergents au cours des dernières décennies, en raison d'institutions souvent moins solides. De fait, des situations de blocage institutionnel, d'adoption de mesures populistes, de montée des extrêmes ou de fragmentation des paysages politiques se répandent : référendum grec sur l'austérité de 2015, impossibilité de former un gouvernement en Espagne suite aux élections de décembre dernier, blocages successifs sur le budget et la dette publique aux États-Unis entre 2011 et 2013, panne du renforcement institutionnel de la zone euro...

Or, dans ce contexte déjà difficile, les échéances politiques majeures abondent à court terme (référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'UE, nouvelles élections législatives en Espagne). Au-delà, des scrutins importants interviendront dans plusieurs grands pays développés fin 2016 et en 2017. Ce sera notamment le cas aux États-Unis, en Italie, en France et en Allemagne, des pays marqués par l'émergence de partis ou de candidats isolationnistes ou eurosceptiques.

PROCHAINES ÉCHÉANCES ÉLECTORALES

Pays	Date	Scrutin
Royaume-Uni	23/06/16	Référendum <i>Brexit</i>
Espagne	26/06/16	Élections législatives
Italie	oct. 16	Référendum sur la révision de la Constitution
États-Unis	08/11/16	Élections générales
Pays-Bas	T1-17	Élections législatives
France	avr-mai 17	Élection présidentielle
France	juin 17	Élections législatives
Allemagne	sept. 17	Élections Fédérales

Source : SG

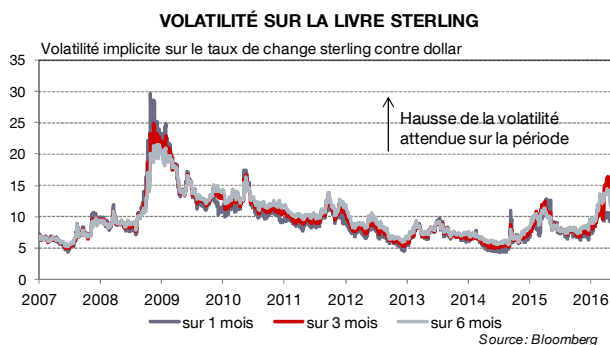
L'IMPACT ECONOMIQUE DU RISQUE POLITIQUE : AU-DELA DE LA VOLATILITE DES MARCHES

L'impact de ces risques politiques accrus sur la croissance est selon nous notable et passe principalement par deux canaux, qui peuvent se renforcer mutuellement.

En premier lieu, cet impact passe par une volatilité accrue des marchés financiers, ainsi qu'une plus grande prudence des investisseurs internationaux. Certes, il

semble actuellement peu probable que ces élections débouchent sur l'arrivée au pouvoir de partis populistes. Toutefois, les investisseurs doivent intégrer dans les prix de marché la possibilité d'une rupture majeure de la politique économique et du cadre de régulation. Sur le plan mondial, le retour de politiques isolationnistes, par exemple aux États-Unis, pourrait affecter un grand nombre de pays en déclenchant un recul de la mondialisation.

Les investisseurs sont donc incités à réduire leur exposition aux pays les plus soumis au risque politique et, plus généralement, à réduire les investissements directs étrangers susceptibles d'être affectés par des politiques isolationnistes. De plus, par nature, il est difficile pour les investisseurs de probabiliser le risque politique et de quantifier les conséquences de sa réalisation sur leur activité. Des changements de direction soudains des marchés sont donc probables, surtout autour de la date d'un scrutin, et durcissent les conditions de financement de l'économie. Ainsi, à l'approche du référendum britannique du 23 juin prochain, les investisseurs ont commencé à anticiper un fort bond de la volatilité de la livre sterling, vers des niveaux proches de ceux enregistrés en 2008-2009. Les prix d'autres actifs financiers ont également enregistré récemment des corrections notables.



En parallèle, l'incertitude sur l'orientation de la politique économique inhérente à des périodes de montée des extrêmes et de fragmentation des paysages politiques incite les ménages et les entreprises à la prudence, pesant ainsi sur leur investissement. Cet effet, qui peut être observé au Royaume-Uni en amont du référendum sur le *Brexit*, est particulièrement important pour les pays où la dépense publique et les prélèvements obligatoires représentent une part importante du PIB, comme c'est le cas dans la plupart des pays européens.

Dans ce cadre, même si notre scénario central ne retient pas comme hypothèse des bouleversements politiques majeurs, il fait l'objet de risques baissiers tout en étant d'ores et déjà affecté par la seule présence de ce risque politique. Une raison de plus, pour la plupart des grandes banques centrales, et notamment la BCE, de maintenir leur accommodation monétaire.

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	1,9	1,7	1,8	38,7	56,6	41 277
États-Unis	1,5	2,4	2,4	1,8	2,0	16,0	22,3	17 947
Japon	1,4	-0,1	0,6	1,0	1,3	4,4	5,9	4 125
Zone euro	-0,3	0,9	1,6	1,6	1,6	12,0	17,2	11 543
Allemagne	0,4	1,6	1,4	1,7	1,7	3,4	5,0	3 354
France	0,6	0,7	1,2	1,5	1,5	2,4	3,6	2 425
Italie	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0	2,0	2,8	1 815
Espagne	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1	1,4	1,8	1 200
Royaume-Uni	2,2	2,9	2,3	1,9	1,7	2,4	3,9	2 850
Pays émergents	4,7	4,4	3,8	4,0	4,5	61,3	43,4	30 774
Asie	6,4	6,3	6,0	5,8	5,8	33,1	22,6	17 974
Chine	7,7	7,3	6,9	6,5	6,3	16,5	13,4	10 771
Inde	6,6	7,2	7,6	7,3	7,3	6,8	2,6	2 063
Afrique	4,8	4,7	2,9	3,1	3,7	4,0	2,6	1 227
Amérique Latine	3,0	1,2	-0,4	-0,1	2,1	8,6	7,6	4 965
Brésil	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,0	3,0	3,1	1 791
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	2,6	2,2	2,4	2,6	3,0	4,6	3,4	2 217
Russie	1,3	0,7	-3,7	0,0	1,0	3,5	2,6	1 331
Proche et Moyen-Orient	1,9	2,2	2,7	2,4	2,9	7,4	4,6	3 060
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,2	3,3	3,1	3,1	3,5	100		
Monde - Pondération taux de change courants	2,5	2,8	2,7	2,7	3,0		100	72 051
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	112	100	53	43	51			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	1,5	1,6	0,1	1,2	2,0			
Japon (IPC national)	0,4	2,7	0,8	0,6	0,8			
Zone euro	1,4	0,4	0,0	0,3	1,5			
Allemagne (IPCH)	1,6	0,8	0,1	0,5	1,7			
France (IPC)	0,9	0,5	0,0	0,3	1,5			
Italie (IPCH)	1,3	0,2	0,1	0,1	1,3			
Espagne (IPCH)	1,4	-0,1	-0,5	-0,3	1,2			
Royaume-Uni (IPCH)	2,6	1,5	0,0	0,8	1,7			
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.								
	14/06/2016	déc 2016	juin 2017	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	1-1,25	1,25-1,5	0,15	0,40	1,05	
Emprunts d'État à 10 ans	1,6	2,1	2,4	2,6	2,1	1,9	2,4	
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	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,0	0,2	
Royaume-Uni								
Bank rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
Emprunts d'État à 10 ans	1,3	1,7	1,8	2,0	1,8	1,6	1,8	
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	0,0	0,3	0,5	0,7	0,5	0,2	0,5	
France	0,4	0,6	0,8	1,0	0,8	0,5	0,8	
Italie	1,5	1,6	1,8	2,0	1,7	1,5	1,9	
Espagne	1,6	1,6	1,8	2,0	1,7	1,6	1,9	
Cours de change								
EUR / USD	1,12	1,07	1,07	1,10	1,11	1,11	1,08	
EUR / GBP	0,79	0,75	0,73	0,73	0,73	0,77	0,73	
EUR / JPY	119	123	126	132	134	124	128	
GBP / USD	1,41	1,43	1,47	1,51	1,53	1,44	1,47	
USD / JPY	106	115	118	120	121	112	119	

Prévisions Économiques.....	3
Zone euro : se contenter de peu.....	5
Allemagne : accélération sans emballement	6
France : pourvu que ça dure... ..	7
Italie : flexibilité budgétaire maximale en 2016	8
Espagne : dérapage budgétaire contrôlé ?	9
Royaume-Uni : en attendant le referendum.....	10
États-Unis : la Fed reprend la main	11
Japon : stimulus budgétaire a la rescousse	12
Chine : nouveaux signes de ralentissement	13
Inde : hausse du risque inflationniste	14
Brésil : stabilisation en vue ?	15
Russie : retour à la case départ	16
Prévisions zone euro.....	17
Prévisions hors zone euro.....	20

ZONE EURO : SE CONTENTER DE PEU

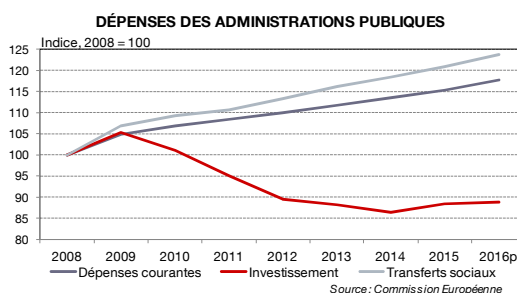
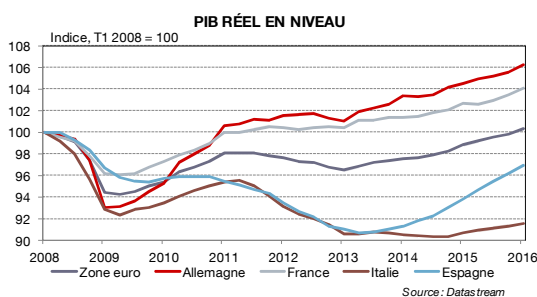
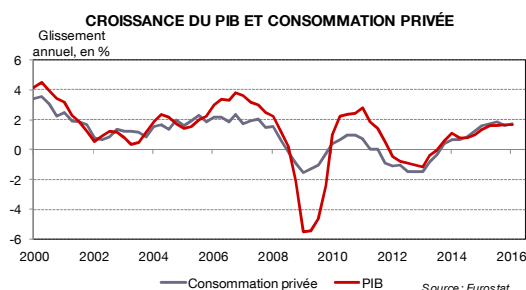
La politique d'expansion monétaire, le léger relâchement de la contrainte budgétaire et les prix toujours bas de l'énergie permettraient à la croissance de se consolider légèrement au-dessus de 1,5 % en 2016. L'activité resterait insuffisamment dynamique pour alimenter une remontée rapide de l'inflation sous-jacente. Les taux d'intérêt resteraient donc très bas.

La reprise en zone euro est demeurée tirée par la consommation et l'investissement au 1^{er} trimestre 2016 et a accéléré à 0,6 % T/T, après 0,4 %. Les effets positifs de la baisse du prix du pétrole, du relâchement budgétaire et de l'assouplissement monétaire ont donc plus que compensé l'atonie de la demande extérieure.

Ces moteurs internes de l'activité continueraient de jouer à court terme. Toutefois, la croissance resterait modeste et n'accélérait pas davantage. La remontée attendue des prix à la consommation l'an prochain (du fait du redressement progressif du prix du pétrole) ne serait pas accompagnée d'un redressement des salaires et limiterait donc les gains de pouvoir d'achat. Le taux d'épargne des ménages comme des entreprises resterait, en parallèle, élevé face à l'importance des incertitudes politiques dans la région et à la lenteur de la dégrue du chômage.

Dans ce cadre, la BCE a maintenu un discours accommodant, laissant la porte ouverte à de nouvelles actions. Toutefois, au regard de l'ampleur des mesures déjà prises, ses outils semblent presque épuisés. Une poursuite des achats d'actifs au-delà de mars 2017 serait l'option la plus probable, sans être en mesure de changer notablement les perspectives d'inflation.

Face à l'imparfaite traction de la politique monétaire, la politique budgétaire resterait en soutien, mais de façon limitée. Certes, la Commission européenne a confirmé sa lecture souple des règles budgétaires, donnant notamment quelques marges de manœuvre à l'Espagne et l'Italie. Pour autant, cet assouplissement budgétaire serait temporaire et resterait réparti de façon peu efficace entre pays et entre postes budgétaires, faute de pilotage central clair de cet outil au niveau européen. L'investissement public, notamment, demeurerait atone.



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

ALLEMAGNE : ACCELERATION SANS EMBALLEMENT

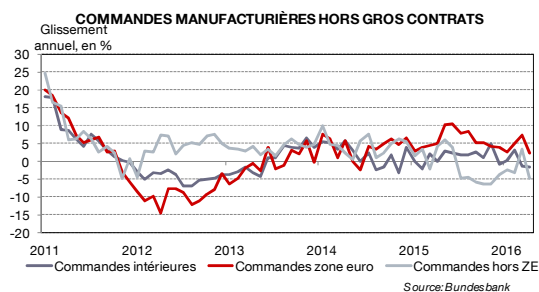
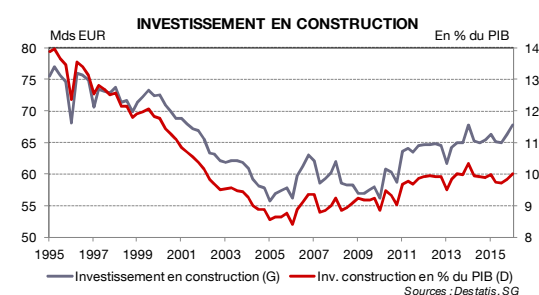
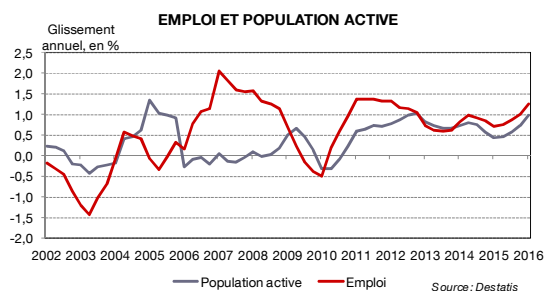
Après un léger fléchissement fin 2015, la croissance a rebondi au 1^{er} trimestre 2016, sous l'effet d'une accélération de la demande intérieure. Cette dernière resterait dynamique sur le reste de l'année, grâce à la forte progression du pouvoir d'achat des ménages ainsi qu'au bas niveau des taux d'intérêt, qui soutiendraient la construction. En 2017, la croissance resterait solide et reposerait davantage sur un commerce international mieux orienté.

La croissance allemande a nettement accéléré au 1^{er} trimestre, atteignant 0,7 % T/T après 0,3 %. Elle a bénéficié d'un bond de l'investissement en construction lié à la douceur de l'hiver, mais l'investissement en biens d'équipements a lui aussi été dynamique, tout comme la consommation.

Si un ralentissement de la croissance est probable au 2^e trimestre en raison d'un contrecoup sur l'investissement en construction, l'activité resterait bien orientée sur le reste de 2016, tirée par la demande intérieure. En particulier, le revenu disponible des ménages bénéficierait du dynamisme continu des salaires et de l'emploi. De plus, l'inflation demeurerait très basse cette année et par conséquent la consommation privée resterait le premier moteur de la croissance.

Pour les mêmes raisons, l'investissement en construction reviendrait sur une tendance de nette hausse dès le 3^e trimestre. Ainsi, les permis de construire de logements sont déjà revenus vers leurs plus hauts niveaux depuis 1999. L'investissement en biens d'équipement demeurerait bien orienté, tout en étant marginalement moins dynamique qu'en 2015 au regard de l'atonie du commerce international. De fait, les exportations allemandes devraient ralentir quelque peu en 2016, pénalisées par la faiblesse de la demande hors zone euro (65 % des exportations).

En 2017, le redressement du commerce international devrait permettre aux exportations de retrouver de la vigueur. Ces exports plus dynamiques compenseraient le modeste ralentissement de la consommation privée et publique.



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

FRANCE : POURVU QUE ÇA DURE...

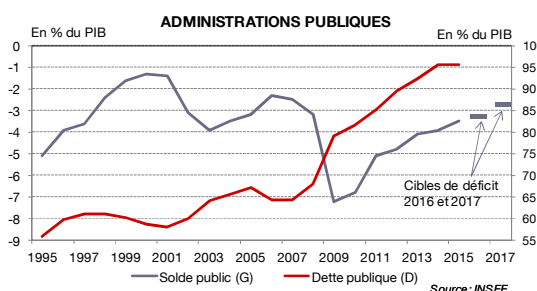
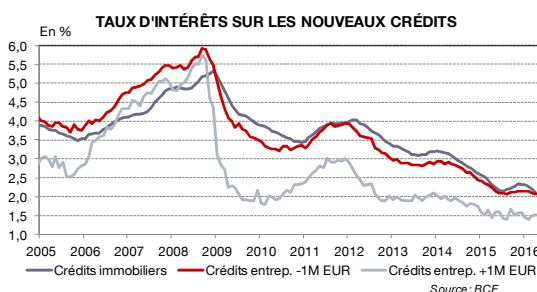
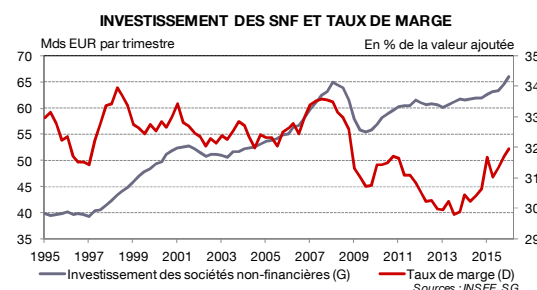
Le renforcement de la croissance est réel et concerne désormais tous les pans de l'activité. Le PIB devrait enregistrer une hausse voisine de 1,5 % en 2016. Toutefois, certains facteurs de cette embellie joueraient moins à partir de 2017. Le potentiel d'accélération supplémentaire de l'activité semble donc limité et la baisse du taux de chômage serait lente.

Le dynamisme de l'économie française a surpris favorablement au 1^{er} trimestre, la croissance ayant accéléré à 0,6 % T/T. Cette dernière a bénéficié d'un redressement de la consommation, mais aussi d'un bond de l'investissement des sociétés non-financières, qui est en hausse de 5,3 % sur un an. Enfin, l'investissement des ménages a augmenté pour la 1^{ère} fois depuis 2013, confirmant le début d'une reprise du marché immobilier.

Toutefois, la croissance marquerait le pas au T2 en raison d'un retour de l'investissement des entreprises sur une tendance plus soutenable et des probables effets des mouvements sociaux et des intempéries. Au-delà des à-coups trimestriels, la croissance française resterait néanmoins soutenue cette année par la demande intérieure. Cette dernière bénéficierait toujours du bas niveau des prix du pétrole, des faibles taux d'intérêt et d'un certain relâchement de la contrainte budgétaire.

En particulier, l'investissement resterait bien orienté et soutiendrait la croissance plus nettement qu'au cours des dernières années. Il bénéficierait de la meilleure santé financière des entreprises et du redressement de la construction, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt. La consommation demeurerait le socle de la croissance car le maintien d'une inflation basse en 2016 et la reprise de l'emploi soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages. De plus, les salaires nominaux cesseraient de ralentir, avant d'accélérer l'an prochain, en particulier dans la fonction publique. En contrepartie, les importations resteraient plus dynamiques que les exportations.

En 2017, la hausse progressive de l'inflation pèserait sur le pouvoir d'achat. De plus, la consolidation budgétaire devra reprendre après les élections et la croissance n'accélérait donc pas.



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

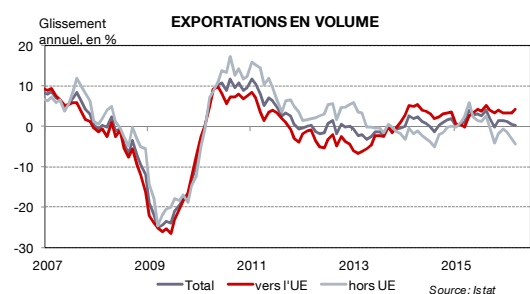
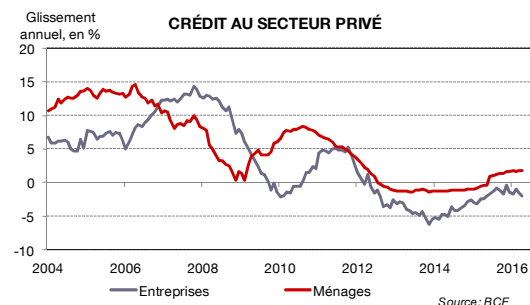
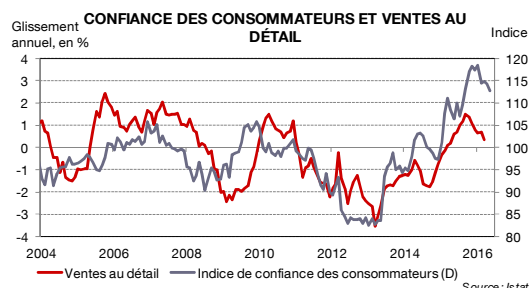
ITALIE : FLEXIBILITE BUDGETAIRE MAXIMALE EN 2016

La reprise modérée de l'économie italienne se poursuivrait avec une croissance du PIB autour de 1 %. La demande intérieure serait le principal moteur de croissance en 2016 grâce à l'embellie du marché du travail et au soutien budgétaire, tandis que la demande externe prendrait le relais en 2017 avec la reprise de la demande en provenance des pays émergents.

Les chiffres du T1 confirment la reprise de la demande intérieure en Italie avec une croissance du PIB de 0,3 % T/T. L'investissement en biens d'équipement tout comme la consommation des ménages se sont bien tenus, tandis que le commerce extérieur s'est fortement contracté.

Sur le reste de l'année 2016, la croissance continuerait d'être soutenue par la demande intérieure. La consommation des ménages bénéficierait d'une très faible inflation, d'une légère progression des revenus nominaux et de baisses d'impôts. L'investissement serait soutenu par des conditions monétaires très favorables, des mesures fiscales en faveur des entreprises et un climat des affaires bien orienté. La demande externe, en revanche, pâtirait du ralentissement des exportations vers les pays émergents et les États-Unis. Enfin, la Commission européenne a validé un stimulus budgétaire notable pour l'économie italienne, qui ne serait probablement pas reconduit l'année suivante.

Les moteurs de la croissance pourraient donc s'inverser en 2017, avec une demande intérieure qui subirait en plus les conséquences de la remontée des prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. La demande externe serait cependant plus dynamique du fait d'une légère accélération de la croissance mondiale. La principale incertitude reste la capacité du secteur bancaire à soutenir l'investissement par une reprise du crédit. La difficulté des banques italiennes à se défaire de leur stock important de créances douteuses pourrait peser de façon prolongée sur le financement des entreprises.



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	1,2	1,1
Investissement en construction	-8,0	-4,8	-0,9	1,2	1,8
Exportations	0,9	2,9	4,1	0,7	3,7
Importations	-2,2	3,0	5,8	1,5	3,5
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,1	0,5	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,8	-0,1	0,7	1,9	1,2
Taux de chômage	12,1	12,6	11,9	11,4	11,0
Taux d'épargne	11,0	10,5	10,4	10,8	11,0
Taux d'inflation	1,3	0,2	0,1	0,1	1,3
Solde public (en % du PIB)	-2,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,2
Solde courant (en % du PIB)	0,9	1,9	2,2	2,2	1,5

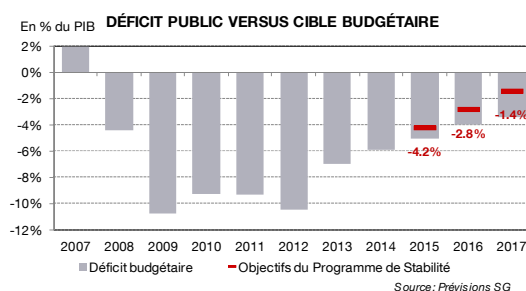
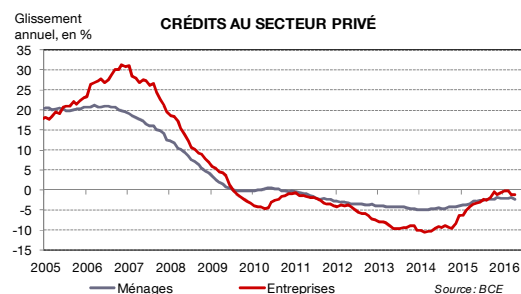
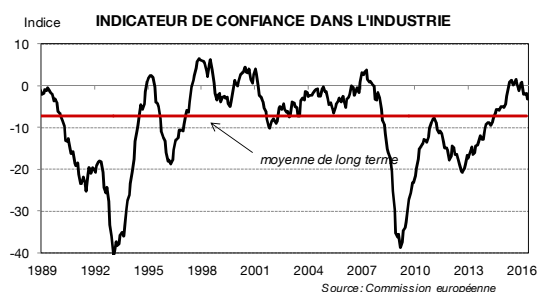
ESPAGNE : DERAPAGE BUDGETAIRE CONTROLE ?

La croissance ralentirait en Espagne dès 2016 du fait des incertitudes politiques et de vents arrière moins favorables. L'économie continuerait néanmoins à croître à un rythme supérieur à la moyenne de la zone euro jusqu'en 2017, soutenue par une demande intérieure robuste. Toutefois, les objectifs de déficit budgétaire seraient largement dépassés.

L'économie espagnole continue de surperformer le reste de la zone euro, avec 0,8 % de croissance au T1. Cependant, les derniers indicateurs confirment son ralentissement graduel. La confiance des industriels se dégrade depuis quelques mois avec une baisse des perspectives de production futures et des carnets de commandes à l'exportation moins remplis. La confiance des consommateurs se redresse légèrement au T2 mais sans effacer la baisse subie depuis janvier du fait des incertitudes politiques.

La croissance devrait donc ralentir à mesure que se dissiperaient les facteurs qui ont soutenu l'économie en 2015 : baisse des prix du pétrole, dépréciation de l'euro, modération des coûts de financement et politique budgétaire expansionniste. Mais le socle de demande intérieure resterait robuste. Il reposerait sur une meilleure santé financière des entreprises, capables d'autofinancer leur investissement, et sur le dynamisme des créations d'emploi.

En l'absence de véritable gouvernement, l'orientation budgétaire reste incertaine mais elle ne serait plus un facteur de soutien en 2017. Le non-respect des cibles de déficit public fait peser un risque d'ajustement plus drastique en cas de bataille avec la Commission, qui s'ajoute au risque politique qui persistera si l'Espagne n'est pas en mesure de former un gouvernement stable à l'issue des élections du 26 juin prochain. Les taux souverains espagnols pourraient alors se tendre, ce qui différerait la stabilisation de la dette publique et entamerait la confiance des investisseurs étrangers.



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	3,0	2,1
Investissement total	-2,5	3,5	6,4	3,4	3,4
Exportations	4,3	5,1	5,4	3,1	4,5
Importations	-0,3	6,4	7,5	4,1	4,7
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	2,9	3,5	1,8
Taux de chômage	26,1	24,5	22,1	19,8	18,1
Taux d'épargne	10,0	9,6	9,6	10,0	9,7
Taux d'inflation	1,4	-0,1	-0,5	-0,3	1,2
Solde public (en % du PIB)	-7,0	-5,9	-5,1	-4,0	-3,4
Solde courant (en % du PIB)	1,5	1,0	1,4	1,3	0,8

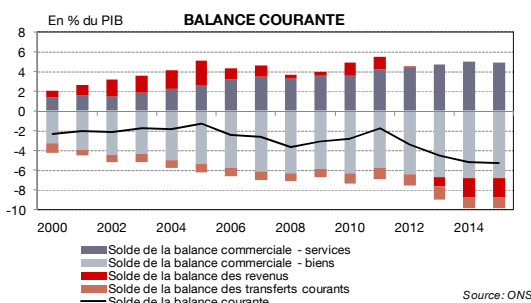
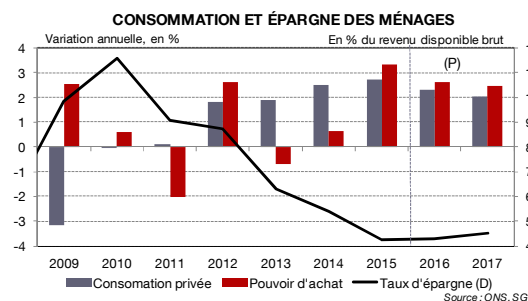
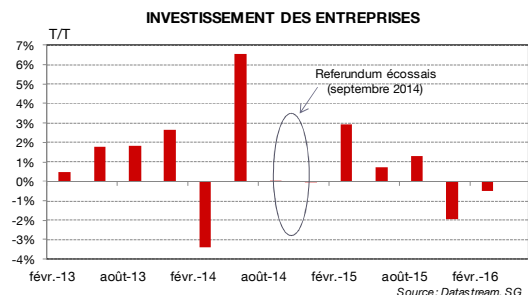
ROYAUME-UNI : EN ATTENDANT LE REFERENDUM

L'activité ralentirait à court terme sous l'effet de l'incertitude liée au referendum du 23 juin, qui pèserait sur l'investissement. Notre scénario central retient l'hypothèse d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'UE. Sous cette hypothèse, la croissance du PIB resterait proche de 2 % en 2016-2017 mais ralentirait légèrement. Avec la remontée graduelle de l'inflation, le début de la hausse du taux directeur de la Banque d'Angleterre n'est pas attendu avant 2018.

L'activité a décéléré au 1^{er} trimestre 2016 (0,4 % T/T après 0,6 %), pénalisée notamment par la contraction de l'investissement et des échanges extérieurs. Avec la persistance de sondages serrés et d'un pourcentage important d'indécis, l'incertitude générée par le référendum du 23 juin prochain devrait prolonger ce ralentissement au 2^e trimestre 2016. À ce titre, la volatilité du taux de change de la livre sterling a fortement augmenté sur la période récente. Notre scénario central retient l'hypothèse d'un maintien du Royaume-Uni au sein de l'UE, ce qui induirait un rebond de l'activité après le référendum et une correction des pertes subies sur les marchés financiers ces derniers mois.

Dans ce scénario, l'investissement des entreprises rebondirait en 2017, tandis que la consommation des ménages et leur pouvoir d'achat ralentiraient avec la décélération de l'emploi et la faible progression des salaires. En conséquence, le taux d'épargne des ménages – qui a atteint un plus bas à 3,8 % au T4-15 – se redresserait légèrement. La consolidation budgétaire, qui devrait s'intensifier à partir de 2017, pèserait sur les dépenses de fonctionnement et d'investissement publiques. Enfin, la contribution de l'extérieur au PIB resterait nettement négative en 2016 avant de se redresser en 2017 avec l'accélération des échanges commerciaux.

La Banque d'Angleterre (*BoE*) a de nouveau révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation en mai dernier, repoussant une nouvelle fois la perspective d'un début de normalisation de sa politique monétaire. Compte tenu de la remontée poussive de l'inflation (0,3 % en avril) et des risques baissiers sur l'activité, la BoE n'opérerait sa première hausse de taux que début 2018.



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

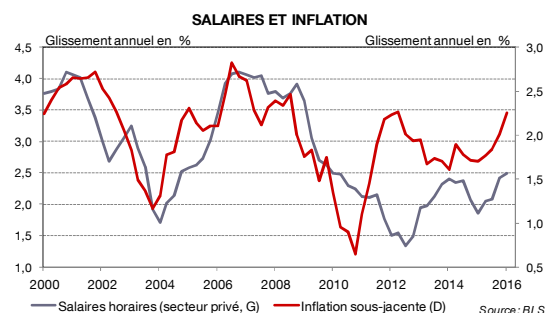
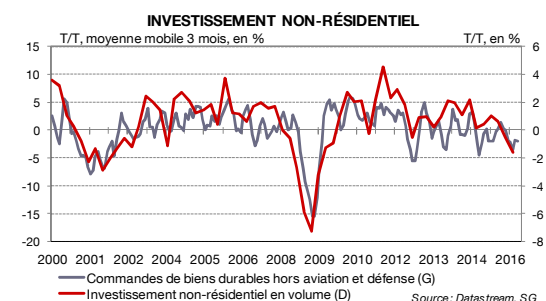
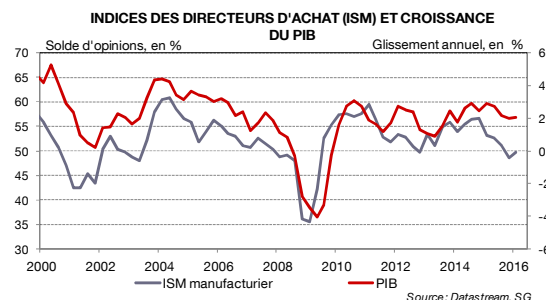
ÉTATS-UNIS : LA FED REPREND LA MAIN

La croissance a de nouveau affiché une faible performance début 2016, pénalisée par la poursuite de l'ajustement dans le secteur énergétique et la persistance de facteurs externes défavorables. L'activité devrait se raffermir dans les trimestres à venir avec l'estompement de ces effets et le maintien de fondamentaux internes solides. Pour autant, la Fed ne poursuivrait la hausse de son taux directeur qu'après l'été.

L'activité a de nouveau ralenti au T1-16 (0,7 % en rythme annualisé, après 1,4 % au T4), pénalisée par le commerce extérieur, les stocks et l'investissement dans le secteur énergétique. La croissance devrait toutefois se raffermir dans les trimestres à venir, grâce à une stabilisation de l'environnement externe, une moindre dégradation du secteur de l'énergie et la détente des conditions financières depuis la mi-février. Le net ralentissement récent des créations d'emploi est certes inquiétant, mais la majorité des autres indicateurs reste bien orientés, confirmant le maintien d'une demande interne assez porteuse.

Le pouvoir d'achat des ménages se maintiendrait avec la relative bonne tenue du marché du travail et l'accélération progressive des salaires, mais l'effet positif de la baisse du prix de l'énergie s'estomperait. Le repli de l'investissement dans le secteur de l'énergie se poursuivrait mais pèserait de moins en moins compte tenu de l'ajustement déjà opéré. La croissance resterait donc proche de 2 % en rythme annualisé, en deçà de sa moyenne de long terme mais suffisante pour soutenir quelque peu l'inflation.

Dans ce cadre, l'accélération des salaires se confirmerait. Cependant, le ralentissement récent des créations d'emploi devrait inciter la Réserve Fédérale à la prudence à court terme. Celle-ci ne reprendrait la hausse de ses taux (de 25 points de base) qu'en décembre, même si une hausse en septembre reste possible. La normalisation de la politique monétaire continuerait ensuite à un rythme plus rapide, mais toujours graduel compte tenu des risques sous-jacents.



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

JAPON : STIMULUS BUDGETAIRE A LA RESCOUSSE

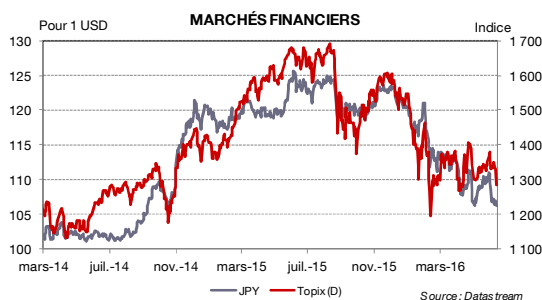
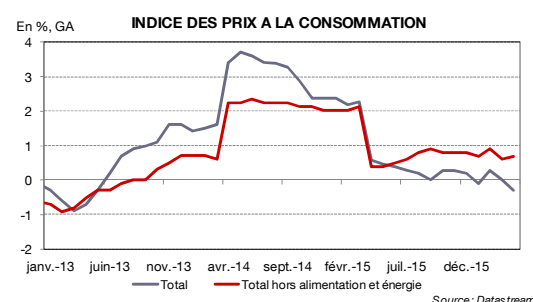
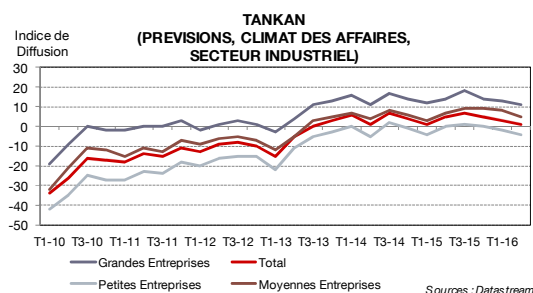
Le PIB réel devrait progresser de 1 % en 2016 et de 1,3 % en 2017, grâce au report de la seconde hausse de la TVA. Ce report fragilise néanmoins la consolidation des finances publiques.

Le PIB réel a progressé de 0,5 % T/T au T1-16. Pourtant, la reprise reste morose : les salaires augmentent très faiblement, les exportations continuent de baisser et la confiance des entreprises ne cesse de se détériorer depuis le T3-15. Les prix à la consommation ont baissé de 0,3 % GA en avril 2016.

Dans ce contexte déflationniste, un assouplissement de la politique économique s'impose. Sur le plan budgétaire, la seconde hausse de la TVA de 8 % à 10 % a été de nouveau reportée à octobre 2019. Un important plan de relance budgétaire vient également d'être annoncé. Au total, ces mesures représenteraient entre 2 % et 3 % du PIB sur les deux années à venir. Le gouvernement retarde ainsi le début du processus de consolidation budgétaire.

La croissance devrait rester modérée à 1 % en 2016 et 1,3 % en 2017, principalement soutenue par la consommation privée. L'investissement privé devrait rester faible car les entreprises demeurent prudentes face à l'appréciation du yen et au ralentissement économique de la Chine. L'inflation devrait rester inférieure à 1 % au cours des deux prochaines années, en raison d'une activité économique encore morose et des faibles prix de l'énergie.

L'assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE), avec des taux d'intérêt négatifs a eu des effets limités jusqu'à présent : la croissance du crédit reste faible et le yen s'est apprécié de 12 % par rapport au dollar depuis le 1^{er} janvier 2016. En cas de nouvelle appréciation du yen, la BoJ pourrait décider de renforcer son QQE ; et si l'inflation venait à rester basse, elle serait contrainte de reporter l'atteinte de son objectif d'inflation de 2 % à avril 2017.



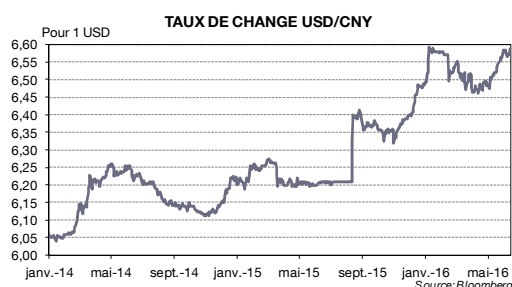
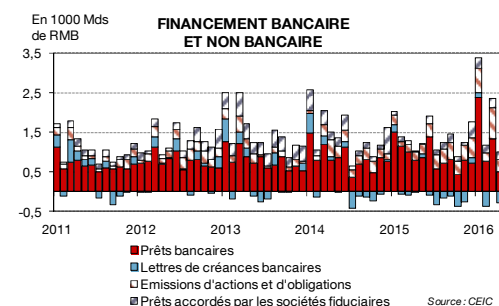
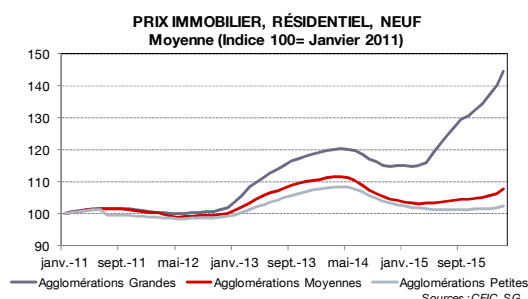
En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	1,4	-0,1	0,6	1,0	1,3
Consommation des ménages	1,7	-0,9	-1,2	0,7	0,8
Investissement biens d'équipement	-0,4	2,8	1,6	1,0	1,2
Investissement construction	8,4	-5,0	-2,7	0,8	2,1
Exportations	1,1	8,3	2,8	3,1	4,3
Importations	3,0	7,2	0,3	1,6	3,7
Contribution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

CHINE : NOUVEAUX SIGNES DE RALENTISSEMENT

Le PIB réel devrait ralentir progressivement à 6,5 % en 2016 et 6,3 % en 2017. La politique de relance mise en place fin 2015 commence à produire ses effets sur l'activité. La reprise risque d'être de courte durée compte tenu des incertitudes sur la capacité des autorités à calibrer correctement la politique économique et le risque de reprise des sorties des capitaux.

L'économie s'est légèrement améliorée au T1-16 : l'activité a bénéficié d'une politique économique accommodante, tandis que les sorties de capitaux ont continué de ralentir. La reprise a néanmoins fait réapparaître d'anciens déséquilibres. La récente flambée des prix de l'immobilier dans toutes les villes suscite des inquiétudes car elle est alimentée par une hausse des prêts contractés auprès du secteur bancaire traditionnel mais également informel. Par conséquent, les autorités ont resserré les mesures réglementaires dans les grandes villes (hausse de l'apport personnel minimum, plafonnement des hausses de prix par les promoteurs et surveillance accrue des activités bancaires informelles). Les derniers indicateurs d'activité suggèrent un ralentissement : la croissance des nouveaux financements (crédits bancaires et non bancaires) a baissé, les ventes de détail réelles ont reculé en avril et le PMI s'est stabilisé en mai même s'il reste en territoire positif.

Dans ce contexte, la croissance devrait progressivement baisser à 6,5 % en 2016 et à 6,3 % en 2017. L'investissement privé (notamment dans le secteur de l'immobilier, qui représente 15 % de l'investissement total) devrait s'essouffler en raison du durcissement des conditions de financement et du renforcement de la réglementation dans le secteur immobilier. Ce recul de l'investissement privé devrait être en partie compensé par les projets d'infrastructures publics. La consommation privée resterait le principal moteur de croissance, soutenant le rééquilibrage de l'économie. Les exportations s'amélioreraient avec la reprise progressive du commerce mondial. Ces perspectives sont néanmoins assombries par les incertitudes sur la capacité des autorités à calibrer correctement la politique économique. Par ailleurs, une hausse des taux américains plus rapide que prévue pourrait déclencher un nouvel épisode de sorties de capitaux et alimenter de nouveau les pressions baissières sur le RMB.



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	1,9	1,8
Solde public (en % du PIB)	-0,8	-0,9	-2,7	-3,1	-2,7
Dette publique (en % du PIB)	39,5	41,1	43,9	46,8	49,3
Dette externe (en % du PIB)	9,0	8,7	8,5	8,3	8,1
Solde courant (en % du PIB)	1,6	2,1	2,7	2,7	2,1

INDE : HAUSSE DU RISQUE INFLATIONNISTE

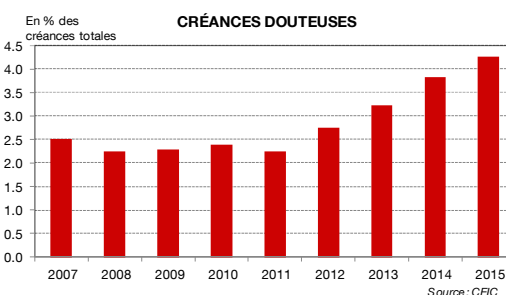
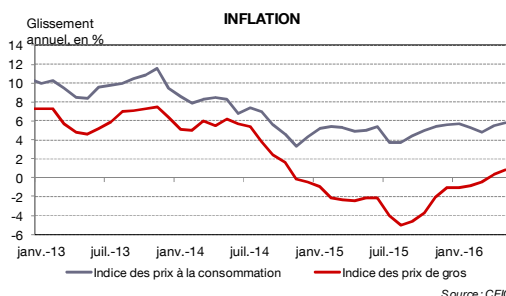
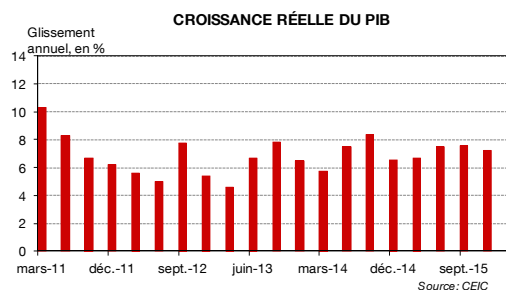
L'Inde affiche l'une des plus fortes croissances au monde. Sur les deux prochaines années, elle devrait enregistrer une croissance de l'ordre de 7 % à 7,5 %. La hausse des pressions inflationnistes et la consolidation budgétaire limitent la marge de manœuvre du gouvernement pour soutenir l'économie.

Le PIB réel a bondi au T1-16 (7,9 % en glissement annuel), portant la croissance sur l'année fiscale 2015-2016 (se terminant le 31 mars 2016) à 7,6 %, contre 7,2 % en 2014-2015. L'Inde affiche ainsi la croissance la plus forte parmi les pays du G20. Les derniers indicateurs d'activité (ventes automobiles, production industrielle et masse monétaire) restent bien orientés.

La croissance économique devrait se stabiliser à 7,3 % en 2016-2017. La consommation privée (60 % du PIB) devrait bénéficier de la révision des salaires et des retraites pour les fonctionnaires et d'une bonne mousson pour la population rurale. L'investissement fait face à plusieurs obstacles. Les faibles marges budgétaires risquent de ralentir l'investissement public. L'investissement privé devrait être freiné par l'endettement élevé des entreprises et de surcapacités dans certains secteurs. La hausse des prêts non-performants et la nécessité pour les banques d'assainir leur bilan d'ici mars 2017 pourraient également limiter le financement de l'investissement privé.

Pourtant, la reprise de l'activité économique pourrait alimenter les pressions inflationnistes. L'inflation sous-jacente (hors prix des produits alimentaires et de l'énergie) a bondi à 2 % en GA, et l'indice des prix de gros est repassé en territoire positif en mai. Les difficultés auxquelles fait face le secteur agricole (systèmes d'irrigation insuffisants, fragmentation des marchés) pourraient également alimenter les prix alimentaires malgré une mousson favorable.

Après avoir été depuis début 2015 une des banques centrales d'Asie émergente les plus agressives dans son cycle d'assouplissement, la Banque de réserve de l'Inde pourrait marquer une pause en 2016. Elle pourrait même durcir sa politique en 2017, si les pressions inflationnistes venaient à augmenter en cas de hausse du prix du pétrole et/ou de pressions baissières sur la roupie suite à une hausse des taux américains plus rapide que prévue.



En %, moyenne annuelle	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	6,6	7,2	7,6	7,3	7,3
Consommation privée	6,8	6,2	7,4	8,4	8,5
Formation Brute de Capital Fixe	3,4	4,9	3,9	3,8	3,9
Exportations	7,8	1,7	-5,2	-0,7	3,0
Importations	-8,2	0,8	-2,8	-0,1	4,1
Taux d'inflation	9,4	6,0	4,9	5,3	5,5
Solde public (en % du PIB)	-7,6	-7,0	-7,2	-7,0	-6,7
Dettes publiques (en % du PIB)	66,2	66,4	67,2	66,5	65,6
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	-2,1

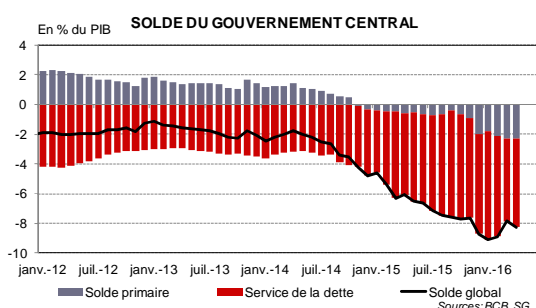
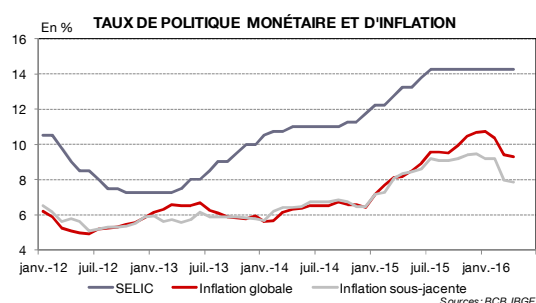
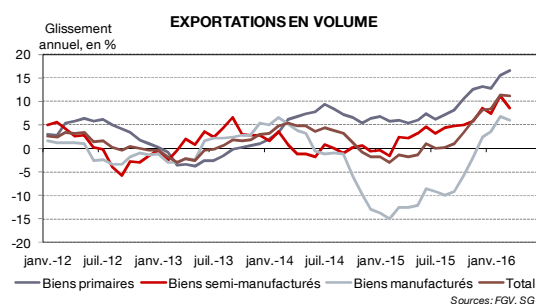
BRESIL : STABILISATION EN VUE ?

Grâce à la bonne performance du secteur extérieur, l'économie s'est contractée à un rythme moins soutenu qu'aux précédents trimestres. Les autorités ont présenté un nouveau plan de consolidation budgétaire, avec l'objectif de revenir à un excédent budgétaire primaire de 2 % du PIB à moyen terme. Son approbation dépendra néanmoins de la capacité du gouvernement à obtenir une large majorité au Congrès.

Au T1-16, l'activité a continué à fléchir, mais à un rythme plus faible, le PIB réel ayant reculé de 0,3 % T/T, contre -1,5 % en moyenne en 2015. La consommation privée et l'investissement sont toujours en berne, en baisse de 1,7 % et 2,7 % T/T respectivement. La seule bonne nouvelle est venue des exportations, qui ont augmenté de 6,5 % T/T, grâce à la dépréciation passée de la devise et de l'amélioration des conditions des termes de l'échange. La bonne performance du secteur extérieur et l'amélioration des indicateurs de confiance des entreprises suite au changement de gouvernement pourraient permettre de stabiliser l'économie dans les prochains mois.

Malgré la forte contraction de l'économie et l'ajustement des prix réglementés, la décélération de l'inflation reste modérée (9,3 % GA en mai). Ce lent ajustement de l'inflation reflète surtout la hausse continue des prix alimentaires et de l'inertie de l'inflation. L'inflation devrait rester sur une tendance à la baisse, permettant aux autorités monétaires d'entamer un assouplissement du taux directeur courant S2-16. Dans l'ensemble, le contexte de forte inflation ainsi que la dégradation du marché du travail et les conditions de crédit difficiles devraient continuer à peser sur la consommation des ménages.

Sur le plan budgétaire, les nouvelles autorités ont abaissé leur objectif de solde budgétaire primaire pour 2016 à -2,8 % du PIB (2,3 % en avril). En outre, elles ont présenté plusieurs mesures budgétaires, notamment un plafonnement des dépenses primaires en fonction de l'inflation de l'année précédente, une désindexation du salaire minimum sur l'inflation et une réforme de la sécurité sociale, avec l'objectif de revenir à un excédent primaire de 2 % du PIB et ainsi de stabiliser la dynamique de la dette publique. Reste cependant à savoir si le nouveau gouvernement dispose de la majorité des trois cinquièmes au Congrès lui permettant d'approuver ces mesures.



En %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	3,0	0,1	-3,8	-3,0	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	-0,8
Investissement	5,2	-7,0	-14,1	-14,0	2,5
Exportations	2,1	-1,1	6,2	7,0	5,0
Importations	7,6	-1,0	-14,3	-13,0	1,0
Taux d'inflation (IPCA)	6,2	6,4	9,5	8,0	6,0
Solde public (en % du PIB)	-3,3	-6,2	-10,3	-9,0	-7,5
Solde courant (en % du PIB)	-3,6	-4,5	-3,3	-2,0	-1,5

RUSSIE : RETOUR A LA CASE DEPART

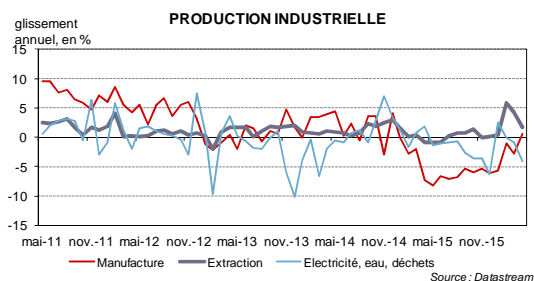
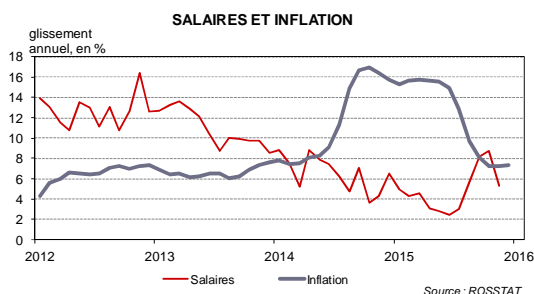
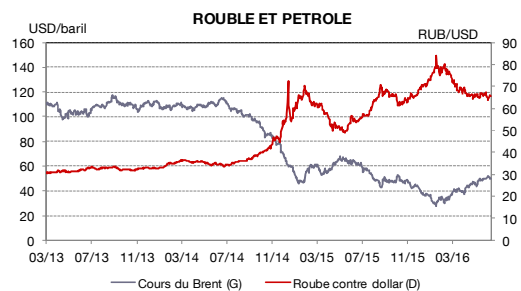
La Russie bénéficie actuellement de la hausse des prix du pétrole qui se traduit par une appréciation du rouble et, par conséquent, de la désinflation. Les revenus pétroliers bénéficient de la hausse des volumes et des prix. Dans ce contexte, le redressement des salaires et de la consommation est bien plus rapide qu'attendu. Cette tendance se poursuivrait dans les trimestres à venir.

L'économie russe semble sortir graduellement du marasme dans lequel elle était plongée depuis 2014. Coté offre, l'industrie a particulièrement bénéficié de l'accélération de la production dans les industries extractives et du redressement des prix du pétrole. Cette augmentation des revenus dans l'économie a permis des hausses salariales qui, avec la forte désinflation, ont entraîné une amélioration notable de la consommation nourrie par les salaires réels. Ceci nous conduit à réviser à la hausse notre prévision de croissance. Le PIB ne se contracterait pas en 2016, il stagnerait. L'année 2017 afficherait le premier chiffre de croissance au dessus de zéro.

La stabilisation de la croissance serait donc tirée dans un premier temps par la consommation. L'investissement suivrait en 2017, la dévaluation ayant bénéficié aux entreprises et les élections parlementaires de novembre prochain étant alors passées.

Par ailleurs, si la hausse des prix du pétrole se poursuivait, même graduellement, cela serait de nature à desserrer la contrainte budgétaire et permettre une contribution positive à la croissance de la consommation publique. L'État russe a d'ailleurs fait une émission obligataire en dollars à 10 ans pour un montant de 1,75 Mds USD dans un contexte de baisse des coûts de financement.

L'environnement désinflationniste aidé par la stabilité du rouble sera de nature à permettre à la banque centrale d'entamer un cycle de baisse des taux au second semestre. Même si la situation s'améliore globalement, le potentiel de croissance reste contraint du fait notamment de la faiblesse chronique de l'investissement.



En % et en moyenne annuelle	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
PIB en volume	1,3	0,7	-3,7	0,0	1,0
Consommation des ménages	6,8	1,5	-9,0	-3,0	1,0
Consommation publique	-0,2	1,0	-1,0	0,0	1,0
Investissement total	6,0	-4,0	-10,0	-3,0	1,0
Exportations	4,6	0,6	3,6	2,0	3,0
Importations	3,6	-7,6	-25,7	-10,0	3,0
Taux d'inflation	5,0	6,5	15,7	8,0	7,0
Dettes					
Dettes externes (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 publiques (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)	-0,3	0,9	1,6	1,6	1,6
Demande intérieure totale	-0,7	1,0	1,8	2,0	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	1,3	2,7	2,5	2,3
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1
Contribution du commerce extérieur	0,4	0,0	-0,1	-0,3	0,1
Exportations de biens et services	2,2	4,1	5,1	3,2	4,0
Importations de biens et services	1,3	4,5	5,9	4,3	4,3
Prix à la consommation	1,4	0,4	0,0	0,3	1,5
Glissement annuel en fin de période	0,8	-0,2	0,2	1,0	1,6
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,3	0,8	1,7	1,5	1,0
Taux de chômage	12,0	11,6	10,9	10,1	9,6

(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	1,7	1,7
Autriche	0,3	0,5	0,8	1,0	1,3
Belgique	0,0	1,3	1,4	1,3	1,7
Chypre	-5,9	-2,5	1,6	1,9	2,1
Espagne	-1,7	1,4	3,2	2,6	2,1
Finlande	-0,8	-0,7	0,6	0,7	1,2
France	0,6	0,7	1,2	1,5	1,5
Grèce	-3,1	0,7	-0,3	-1,2	0,0
Irlande	1,4	5,2	7,8	4,8	3,1
Italie	-1,8	-0,3	0,6	1,1	1,0
Luxembourg	4,4	4,1	4,9	3,5	3,1
Malte	4,1	3,7	6,3	3,5	2,7
Pays-Bas	-0,4	1,0	2,0	1,6	1,9
Portugal	-1,1	0,9	1,5	1,4	1,5
Slovaquie	1,4	2,5	3,6	3,0	3,1
Slovénie	-1,0	2,9	2,6	1,8	2,3

FRANCE

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

ALLEMAGNE

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

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	1,3	0,9
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	1,2	1,1
Investissement en construction	-8,0	-4,8	-0,9	1,2	1,8
Investissement total	-6,6	-3,3	0,6	1,7	1,3
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,1	0,5	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,9	0,0	-0,3	-0,2	0,2
Exportations de biens et services	0,9	2,9	4,1	0,7	3,7
Importations de biens et services	-2,2	3,0	5,8	1,5	3,5
Prix à la consommation (CPI)	1,3	0,2	0,1	0,1	1,3
Glissement annuel en fin de période	0,7	-0,1	0,1	0,5	1,6
Emploi	-1,5	0,4	0,8	0,7	0,7
Taux de chômage	12,1	12,6	11,9	11,4	11,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	-0,8	-0,1	0,7	1,9	1,2
Taux d'épargne brute	11,0	10,5	10,4	10,8	11,0

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	2,1
Consommation privée	-3,1	1,2	3,1	3,0	2,1
Consommation publique	-2,8	0,0	2,7	2,1	1,0
Investissement total	-2,5	3,5	6,4	3,4	3,4
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	0,1
Exportations de biens et services	4,3	5,1	5,4	3,1	4,5
Importations de biens et services	-0,3	6,4	7,5	4,1	4,7
Prix à la consommation (CPI)	1,4	-0,1	-0,5	-0,3	1,2
Glissement annuel en fin de période	0,2	-1,0	0,0	0,5	1,1
Emploi	-2,8	1,1	2,9	2,8	2,1
Taux de chômage	26,1	24,5	22,1	19,8	18,1
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	-1,8	0,6	2,9	3,5	1,8
Taux d'épargne	10,0	9,6	9,6	10,0	9,7

(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	1,8	2,0
Demande intérieure (y.c. stocks)	1,3	2,5	3,0	2,0	2,2
Consommation privée	1,7	2,7	3,1	2,5	2,3
Consommation publique	-2,9	-0,6	0,7	0,8	0,2
Investissement résidentiel	9,5	1,8	8,9	10,7	4,3
Investissement non-résidentiel	3,0	6,2	2,8	0,2	3,7
Contribution des stocks à la croissance	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0
Contribution du commerce extérieur	0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2
Exportations de biens et services	2,8	3,4	1,1	0,9	3,9
Importations de biens et services	1,1	3,8	4,9	2,1	4,2
Prix à la consommation (CPI)	1,5	1,6	0,1	1,2	2,0
Glissement annuel en fin de période	1,2	1,4	2,0	1,5	1,9
Emploi	1,6	1,9	2,0	1,6	1,2
Taux de chômage	7,4	6,2	5,3	4,8	4,7
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,4	2,7	3,5	3,0	2,2
Taux d'épargne	4,8	4,8	5,1	5,5	5,5

ROYAUME-UNI

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

JAPON

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

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	1,9	1,8
Solde public (en % du PIB)	-0,8	-0,9	-2,7	-3,1	-2,7
Dettes publiques (en % du PIB)	39,5	41,1	43,9	46,8	49,3
Dettes externes (en % du PIB)	9,0	8,7	8,5	8,3	8,1
Balance courante (en % du PIB)	1,6	2,1	2,7	2,7	2,1

INDE

Taux de croissance, en %	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	6,6	7,2	7,6	7,3	7,3
Consommation privée	6,8	6,2	7,4	8,4	8,5
Formation Brute de Capital Fixe	3,4	4,9	3,9	3,8	3,9
Exportations	7,8	1,7	-5,2	-0,7	3,0
Importations	-8,2	0,8	-2,8	-0,1	4,1
Prix à la consommation	9,4	6,0	4,9	5,3	5,5
Solde public (en % du PIB)	-7,6	-7,0	-7,2	-7,0	-6,7
Dettes publiques (en % du PIB)	66,2	66,4	67,2	66,5	65,6
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	-2,1

(L'année fiscale commence le 1er avril)

BRÉSIL

<i>Taux de croissance, en %</i>	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	3,0	0,1	-3,8	-3,0	1,0
Consommation privée	2,6	1,1	-4,0	-3,7	0,7
Consommation publique	2,0	2,0	-1,0	-1,2	-0,8
Formation brute de capital fixe	5,2	-7,0	-14,1	-14,0	2,5
Exportations de biens et services	2,1	-1,1	6,2	7,0	5,0
Importations de biens et services	7,6	-1,0	-14,3	-13,0	1,0
Prix à la consommation (IPCA)	6,2	6,4	9,5	8,0	6,0
Solde public (en % du PIB)	-3,3	-6,2	-10,3	-9,0	-7,5
Solde courant (en % du PIB)	-3,6	-4,5	-3,3	-2,0	-1,5

RUSSIE

<i>Taux de croissance, en %</i>	2013	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	1,3	0,7	-3,7	0,0	1,0
Consommation des ménages	6,8	1,5	-9,0	-3,0	1,0
Consommation publique	-0,2	1,0	-1,0	0,0	1,0
Investissement total	6,0	-4,0	-10,0	-3,0	1,0
Exportations	4,6	0,6	3,6	2,0	3,0
Importations	3,6	-7,6	-25,7	-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

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Emmanuel PERRAY

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 09 95
emmanuel.perray@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.