

SCENARIOECO

Département des études économiques et sectorielles

REPRISE CYCLIQUE À RISQUES

- Le redressement de l'activité se confirme aux États-Unis et dans les pays émergents, soutenant la reprise du commerce international.
- L'accélération de la croissance mondiale en 2017 et 2018 resterait toutefois modeste et fragile, car les incertitudes politiques demeureraient élevées...
- ... et les effets du stimulus budgétaire « Trump » seraient amputés par les hausses plus rapides des taux d'intérêt américains, qui pénaliseraient aussi les économies émergentes.

Synthèse Conjoncturelle	3
Pourquoi l'économie mondiale continue-t-elle de décevoir ?	4
Prévisions Économiques.....	6
ZONE EURO	7
ALLEMAGNE.....	8
FRANCE.....	9
ITALIE.....	10
ESPAGNE	11
ROYAUME-UNI.....	12
ÉTATS-UNIS.....	13
JAPON	14
CHINE	15
INDE.....	16
BRÉSIL.....	17
RUSSIE	18
Données Économiques.....	19
Données Structurelles.....	22
Données Conjoncturelles.....	23
Données Financières.....	24

Synthèse Conjoncturelle

ÉCONOMIE MONDIALE

- Après une période prolongée d'atonie, l'activité mondiale se reprend depuis mi-2016. Ainsi, la stabilisation du *momentum* de croissance en Chine se confirme, le commerce international se redresse et les producteurs de matières premières bénéficient de la remontée des prix. L'embellie se maintiendrait en 2017-2018 mais serait fragile et inégale, tirée par la reprise cyclique de la croissance des pays émergents et des États-Unis.
- Le changement de *policy-mix* qui s'annonce aux États-Unis, après la victoire du parti républicain aux élections du 8 novembre, est à la fois porteur d'espoirs et de risques pour la croissance mondiale : Le stimulus budgétaire proposé par D. Trump soutiendrait en effet la croissance et les importations américaines à partir du 2nd semestre 2017, sous l'hypothèse que d'éventuelles mesures protectionnistes seraient limitées.
- Cependant, l'impact de ce stimulus sur la croissance mondiale serait amputé par l'accélération du rythme des hausses des taux directeurs de la Réserve Fédérale en 2017-2018. Cette perspective s'est déjà traduite par un renchérissement du dollar et des taux longs américains et a aussi alimenté une hausse des taux d'intérêt de long terme en Europe ainsi que dans plusieurs pays émergents.

ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

- La croissance américaine se redresse, après un trou d'air enregistré fin 2015 et début 2016. En 2017 et en 2018, elle accélérerait davantage grâce à un stimulus budgétaire, même si l'ampleur de celui-ci, proche de 1 % du PIB dans notre scénario, serait moindre que celle évoquée par D. Trump durant sa campagne (2,5 % du PIB). L'économie américaine étant déjà proche du plein emploi, les salaires et l'inflation accéléreraient.
- Le raffermissement du prix du pétrole continuerait d'alimenter une remontée modérée des taux d'inflation dans les pays développés en 2017, freinant la consommation. En conséquence, la croissance ralentirait légèrement en zone euro, d'autant plus que la politique budgétaire soutiendrait moins l'activité et que les incertitudes politiques freineraient l'investissement, malgré les taux bas. Au Royaume-Uni, l'activité confirme sa relative résistance aux incertitudes liées au « Brexit », grâce à l'action de la Banque d'Angleterre (BoE). La croissance ralentirait néanmoins en 2017, alors que le risque d'un « hard Brexit » semble se renforcer.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- Une reprise cyclique se confirme, portée par le stimulus budgétaire chinois, la remontée des prix des matières premières ainsi que par le redressement progressif du commerce international. Cette reprise serait cependant fragilisée en 2017-2018 par la remontée progressive des taux d'intérêt américains et du dollar.
- En Chine, le stimulus budgétaire et la production de crédit soutiennent l'activité, notamment dans le secteur immobilier. Ainsi, la croissance s'est provisoirement stabilisée, mais la reprise de sorties de capitaux amène la banque centrale à durcir les contrôles de capitaux. En Inde, les perturbations créées par la démonétisation de billets freineraient la croissance, mais de façon temporaire.
- Au Brésil et en Russie, la sortie de récession interviendrait fin 2016. La reprise dans ces économies serait modeste, portée par la désinflation et l'amélioration des termes de l'échange.

BANQUES CENTRALES

- La Réserve Fédérale américaine a relevé de 25pb la fourchette-cible du taux des Fed funds, à 0,5-0,75 %, le 14 décembre. Elle accélérerait les hausses de taux directeur en 2017-2018 face au renforcement de la croissance et de l'inflation résultant notamment du stimulus budgétaire attendu à partir du S2-17.
- La BCE a prolongé ses achats de titres jusqu'à décembre 2017 au plus tôt, au lieu de mars 2017, même si le rythme mensuel des achats sera réduit de 80 à 60 Mds EUR à partir d'avril. Ce programme ne serait arrêté qu'en 2018 selon nous, après une période de « tapering ». La BCE chercherait à éviter que la hausse des taux en dollar ne se répercute en zone euro. Une hausse des taux directeurs n'interviendrait qu'après 2018.
- Après avoir assoupli leur politique monétaire au T3-16, la Banque du Japon et la BoE maintiendraient le *statu quo*. Cette dernière ne réagirait donc pas à la hausse de l'inflation importée au Royaume-Uni en 2017.

MARCHÉS FINANCIERS

- Les taux d'intérêt souverains à long terme se sont notablement redressés depuis septembre. Ce mouvement mondial, amorcé par la remontée des anticipations d'inflation, a été accentué par l'élection de D. Trump.
- Les taux d'intérêt américains de court et de long terme progresseraient en 2017-2018, intégrant peu à peu un resserrement monétaire plus rapide de la Fed et l'accélération de la croissance nominale aux États-Unis.
- En zone euro, les taux d'intérêt de long terme resteraient contenus par la politique de la BCE, mais pourraient être volatils face à l'incertitude politique en Italie et aux élections à venir (Pays-Bas, France, Allemagne).

Pourquoi l'économie mondiale continue-t-elle de décevoir ?

- La faible croissance des pays développés a relancé le débat sur la « stagnation séculaire » : la croissance resterait bridée par des freins financiers et structurels (excès de dette, moindre progression de la productivité et déclin démographique).
- L'économie mondiale devrait s'adapter à une nouvelle phase de la globalisation caractérisée par une moindre croissance des pays développés et des échanges internationaux.
- La nouvelle politique économique américaine qui se profile sera-t-elle adaptée à cet environnement ?

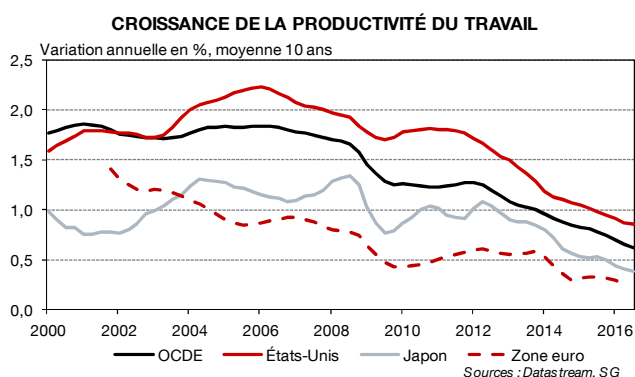
La possibilité d'une stagnation séculaire

La possibilité d'une longue période de stagnation, dite séculaire, a été évoquée en 1938 par Alvin Hansen lorsqu'il réfléchissait aux séquelles de la crise économique et financière des années 30. L'expression a été reprise en novembre 2013 par Larry Summers. Plusieurs économistes s'en sont ensuite emparés pour décrire une période prolongée de faible ou de non-croissance économique. Deux raisons principales sont avancées pour expliquer cette situation : la demande globale serait déficiente en raison d'un excès d'épargne sur l'investissement et la capacité de l'offre à croître serait limitée par la faible croissance de l'innovation. Dans les deux cas, la croissance resterait durablement faible.

Aux Etats-Unis, l'environnement de croissance plus faible que prévu a nourri un débat sur l'évolution décevante de la productivité, le pays étant considéré comme positionné à la frontière de l'efficacité et de l'innovation. On peut en effet constater une baisse de la croissance de la productivité du travail depuis la crise financière de 2008 dans l'ensemble des pays développés. Aux États-Unis, elle a nettement décéléré depuis 2012 et sa progression annuelle est devenue voisine de 0,5% comme dans les autres pays. Toute la question est de savoir si cette baisse est principalement liée aux séquelles de la crise financière, destinées à disparaître à terme, ou bien si le ralentissement est durable, en rupture avec les cycles de croissance antérieurs.

Il est souvent observé que la productivité baisse à la suite d'une crise financière. L'excès d'endettement devant être apuré, les agents économiques retardent leurs investissements et privilégient le rétablissement de leur situation financière. L'ajustement de l'emploi permet de rétablir le niveau de productivité mais il progresse ensuite moins vite. Une autre raison est que la période précédant la crise a été caractérisée par des bulles sectorielles qui ont déformé non seulement les prix mais également la structure de l'économie. Des secteurs d'activité excessivement stimulés par la bulle

doivent ensuite se contracter ou même disparaître. Une longue période d'assainissement est nécessaire pour restaurer une rentabilité suffisante du capital productif. Avec le recul, le niveau élevé de la productivité qui était mesuré avant la crise apparaît après celle-ci comme artificiellement gonflé par le cycle financier. L'apurement des capacités amplifie la baisse subséquente de la productivité.



Cependant, outre les séquelles du passé liées à la crise, il existe des obstacles à la reprise de la demande dans les économies développées. Avec le départ à la retraite des générations du baby boom, la population active a commencé à décélérer sensiblement depuis 2010 et elle se contracte dans plusieurs pays. La stagnation ou le déclin de la population qui se profile pèse sur les perspectives de la demande. Par ailleurs, comme illustré par la trajectoire du Japon, le vieillissement inciterait plutôt à épargner davantage, contrairement aux théories du cycle de vie, en raison de l'allongement de la durée et des aléas de fin de vie. L'accroissement des inégalités est un autre frein à la reprise de la demande car il a bénéficié à des individus qui épargnent davantage. Le surcroît d'épargne qui en résulte expliquerait les taux d'intérêt très bas mais serait impuissant à stimuler une véritable reprise de l'investissement, selon la thèse de la stagnation séculaire. Cette tendance serait renforcée par la baisse du prix des biens d'investissement et le développement d'activités nécessitant moins de capital tangible. Des erreurs de politique économique comme l'excès

d'austérité budgétaire ou l'excès de régulation financière sont également parfois mis en avant comme éléments possibles d'explication.

Des innovations économes en travail mais également en capital

Au-delà des obstacles pesant sur la demande et aux remèdes qu'on pourrait lui apporter, l'interrogation sur le rythme de la productivité concerne essentiellement l'évolution de l'offre.

La vitesse de diffusion de l'innovation technologique dans l'ensemble de l'économie paraît lente. Cela semble paradoxal compte tenu du développement rapide des nouvelles technologies de l'information et du numérique. Un des spécialistes reconnus de cette question aux États-Unis, R. Gordon, estime cependant que les fruits en termes de productivité seraient nettement moins importants qu'escomptés. Si l'économie digitale bouleverse nos vies et nos modes de consommation et augmente sans doute le bien être, elle changerait peu les modes productifs. Par ailleurs, le progrès technique serait, pour la première fois dans l'histoire, économe non seulement en travail mais également en capital, avec la possibilité de mieux employer le stock de capital existant. Il supprimerait des dépenses davantage qu'il ne stimulerait l'investissement.

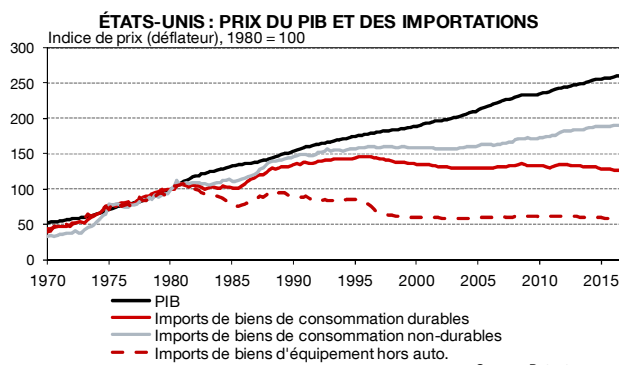
En opposition à ces thèses, d'autres économistes restent optimistes sur les effets de la révolution digitale. Nous serions proches d'un point d'inflexion conduisant à une diffusion plus rapide des progrès dans le système productif. Ce ne serait pas encore visible dans les statistiques en raison de la difficulté à correctement mesurer la productivité qui fait appel au partage entre prix et volume de la production. A qualité constante, la baisse des prix liée aux nouveaux produits serait insuffisamment prise en compte, limitant la perception des gains de productivité. Ce problème de mesure est toutefois ancien, la vraie question étant de savoir si ce biais a augmenté au cours de la période récente. En outre, il concerne davantage les secteurs proches de la frontière technologique que l'ensemble de l'économie. L'ampleur de cette sous-estimation ne doit donc pas en être exagérée.

La nouvelle politique américaine sera-t-elle adaptée ?

Les données économiques américaines depuis trois ans, avec une hausse de l'emploi plus dynamique que celle du PIB sont plutôt cohérentes avec un ralentissement de la productivité. La baisse de

l'investissement en proportion du PIB, assez nette depuis 2008, ne plaide pas non plus en faveur d'une amélioration du capital productif et d'une accélération des gains de productivité. Pour ces raisons, la croissance potentielle de l'économie américaine a été révisée à la baisse, elle serait en dessous de 2%. L'économie américaine suivrait donc en ce moment une trajectoire proche de son potentiel.

La victoire du parti républicain aux élections américaines du 8 novembre dernier laisse attendre une évolution prochaine de la politique économique aux États-Unis. L'administration Trump et le Congrès devraient s'accorder pour stimuler sensiblement la croissance, d'abord par des mesures de baisses d'impôts. Dans la phase actuelle du cycle, avec une économie proche du plein emploi, ce surcroît de croissance impliquera une hausse de l'inflation. Par ailleurs, même si il est difficile d'évaluer les impacts de mesures protectionnistes sur l'économie, celles-ci renforceraient les pressions haussières sur les prix et amputeraient le potentiel de croissance.



En conséquence, la Réserve Fédérale pourrait être incitée à normaliser plus rapidement sa politique monétaire. Les autres volets de la politique économique de la nouvelle administration concernent une dérégulation dans les secteurs de l'énergie et de la finance ainsi qu'une politique d'investissement en infrastructures. Ces autres volets seraient davantage susceptibles de remédier à la stagnation séculaire s'ils permettaient d'accroître le potentiel de croissance de l'ensemble de l'économie. De telles mesures n'ont toutefois pas été réellement précisées. Or, le diable est dans les détails, notamment car un excès de dérégulation serait de nature à accroître la violence des cycles économiques tout en réduisant la capacité des autorités budgétaire et monétaire à y faire face.

Prévisions Économiques

	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2015		PIB - 2015 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat ²	Taux de change courant	
PIB en volume (taux de croissance, en %)¹								
Pays industrialisés	1,8	2,1	1,6	1,7	1,9	38,7	56,5	41 438
États-Unis	2,4	2,6	1,6	2,2	2,5	15,9	22,3	18 037
Japon	0,2	1,2	0,9	0,7	0,9	4,4	5,9	4 126
Zone euro	1,2	1,9	1,6	1,5	1,5	12,0	17,1	11 601
Allemagne	1,6	1,5	1,8	1,5	1,6	3,4	5,0	3 362
France	0,7	1,2	1,2	1,3	1,5	2,4	3,7	2 420
Italie	0,2	0,6	0,9	0,9	1,0	2,0	2,8	1 821
Espagne	1,4	3,2	3,2	2,3	1,9	1,4	1,8	1 200
Royaume-Uni	3,1	2,2	2,0	1,1	1,4	2,4	3,9	2 859
Pays émergents	4,3	3,9	3,8	4,4	4,6	61,3	43,5	31 021
Asie	6,3	6,0	5,8	5,7	5,7	33,3	22,7	18 109
Chine	7,3	6,9	6,7	6,4	6,0	16,7	13,6	10 903
Inde	7,2	7,6	6,5	7,0	7,5	6,7	2,6	2 063
Afrique	4,7	2,9	1,2	2,8	3,6	4,0	2,6	1 244
Amérique Latine	0,9	-0,3	-0,6	2,0	2,5	8,5	7,6	4 996
Brésil	0,1	-3,8	-3,4	0,7	1,5	3,0	3,1	1 791
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	2,3	2,5	2,5	2,8	2,9	4,6	3,4	2 223
Russie	0,7	-3,7	-0,5	1,0	1,2	3,5	2,6	1 331
Proche et Moyen-Orient	2,3	3,0	2,5	2,9	3,3	7,4	4,6	3 117
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,4	3,2	3,0	3,4	3,6	100		
Monde - Pondération taux de change courants	2,8	2,9	2,5	2,9	3,1		100	72 459
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	99	53	43	51	60			

Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)

États-Unis	1,6	0,1	1,2	2,0	2,2
Japon (IPC national)	2,8	0,8	-0,3	0,4	0,8
Zone euro	0,4	0,0	0,2	1,3	1,6
Allemagne (IPCH)	0,8	0,1	0,3	1,6	1,9
France (IPC)	0,5	0,0	0,2	1,1	1,6
Italie (IPCH)	0,2	0,1	-0,1	0,8	1,0
Espagne (IPCH)	-0,1	-0,5	-0,3	1,3	1,6
Royaume-Uni (IPCH)	1,5	0,0	0,7	2,4	2,1

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.

	14/12/2016	juin 2017	déc 2017	déc 2018	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Taux d'intérêt								
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	0,5-0,75	0,75-1	1,25-1,5	2,25-2,5	0,15	0,40	0,90	1,85
Emprunts d'État à 10 ans	2,5	2,6	2,9	3,0	2,1	1,8	2,6	3,0
Japon								
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,10	-0,08	-0,10	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,1
Royaume-Uni								
Bank rate	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,40	0,25	0,25
Emprunts d'État à 10 ans	1,4	1,5	1,6	1,8	1,8	1,3	1,5	1,7
Zone euro								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,2	0,5	0,6	0,9	0,5	0,1	0,5	0,8
France	0,7	0,9	1,0	1,2	0,8	0,5	0,9	1,1
Italie	1,8	2,0	1,9	2,1	1,7	1,5	1,9	2,0
Espagne	1,4	1,8	1,8	2,1	1,7	1,5	1,8	2,0
Cours de change								
EUR / USD	1,06	1,05	1,07	1,10	1,11	1,11	1,05	1,10
EUR / GBP	0,84	0,86	0,86	0,86	0,73	0,82	0,86	0,86
EUR / JPY	122	119	122	125	134	120	119	125
GBP / USD	1,27	1,22	1,24	1,28	1,53	1,35	1,22	1,28
USD / JPY	117	114	114	114	121	108	113	114

ZONE EURO

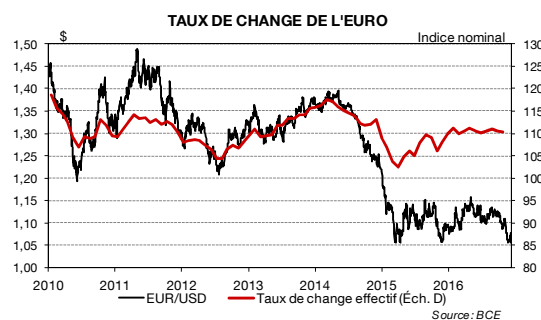
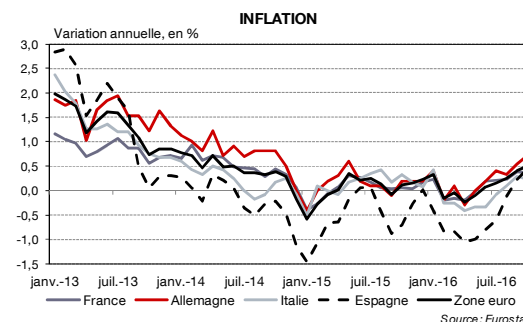
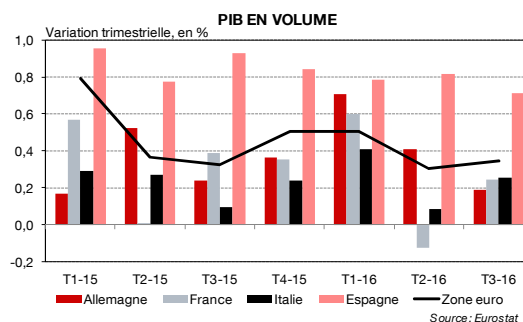
- L'activité est demeurée sur sa tendance de modeste hausse au T3, bénéficiant d'une demande intérieure toujours bien orientée.
- La croissance se modérerait marginalement en 2017, le redressement des prix de l'énergie freinant la consommation, alors que la politique budgétaire serait à peu près neutre.
- Les achats d'actifs de la BCE, récemment prolongés, s'arrêteraient progressivement en 2018, mais l'atonie de la croissance et de l'inflation reporterait la hausse des taux à 2019.

Le taux croissance est demeurée inchangé à 0,3 % T/T au T3-16, confirmant la solidité de la reprise en zone euro, bien qu'à un rythme modeste. L'activité a été tirée par la demande intérieure et en particulier par la consommation, tant privée que publique. Les exportations ont progressé faiblement et moins vivement que les importations, malgré le redémarrage du commerce international.

En 2017, la croissance fléchirait à la marge, restant proche de 1,5 %. Le moteur de la consommation privée perdrait de son dynamisme, par suite de la remontée des prix de l'énergie, qui tirerait l'inflation au-dessus de 1 %. La politique budgétaire cesserait d'être assouplie, son impact sur l'activité devenant neutre en dépit de l'appel de la Commission européenne pour un léger stimulus. Si l'investissement en construction bénéficierait de la faiblesse des taux d'intérêt (France, Espagne, Pays-Bas...), l'investissement des entreprises peinerait à accélérer. Il serait notamment freiné par les incertitudes politiques (gouvernement de transition en Italie, élections aux Pays-Bas, en France et en Allemagne, négociations sur le *Brexit*).

La croissance se stabiliserait en 2018. L'amélioration de la situation sur le marché du travail alimenterait une hausse des salaires limitant l'impact de l'inflation sur la consommation. Les exportations soutiendraient par ailleurs davantage l'activité.

La BCE a prolongé de 9 mois son programme d'achat d'actifs, jusqu'à décembre 2017, en ramenant toutefois le rythme mensuel des achats nets de 80 à 60 Mds EUR à partir d'avril. Ces achats nets ne cesseraient qu'en 2018 selon nous, après une période de « tapering ». Une hausse de taux directeur n'interviendrait qu'au-delà de 2018, afin d'éviter que la remontée des taux d'intérêt américains ne se répercute excessivement sur les taux en zone euro. Ceci maintiendrait l'euro à un niveau affaibli contre le dollar.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	1,2	1,9	1,6	1,5	1,5
Consommation des ménages	0,8	1,8	1,7	1,5	1,5
Investissement	1,4	2,9	2,8	2,1	2,1
Exportations	4,4	6,2	2,4	3,4	3,7
Importations	4,9	6,2	3,1	3,7	3,9
Contribution des stocks à la croissance	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,8	1,9	2,2	1,2	1,1
Taux de chômage	11,6	10,9	10,1	9,5	9,1
Taux d'épargne	12,5	12,4	12,8	12,6	12,3
Taux d'inflation	0,4	0,0	0,2	1,3	1,6
Solde public (en % du PIB)	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5
Solde courant (en % du PIB)	2,4	3,1	3,2	2,9	2,9

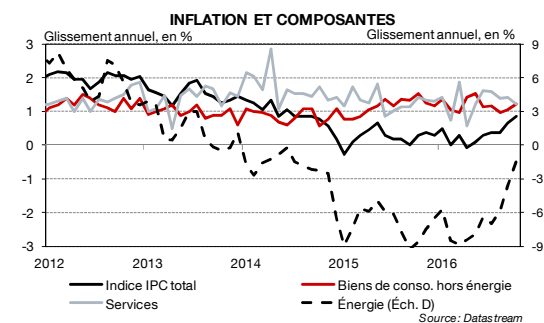
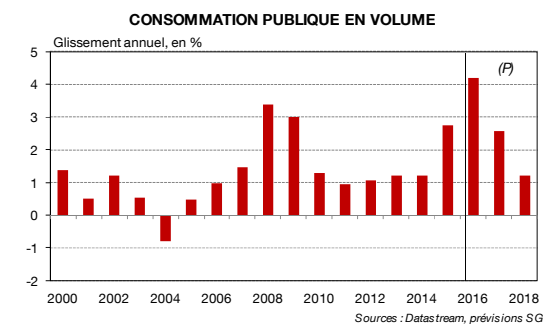
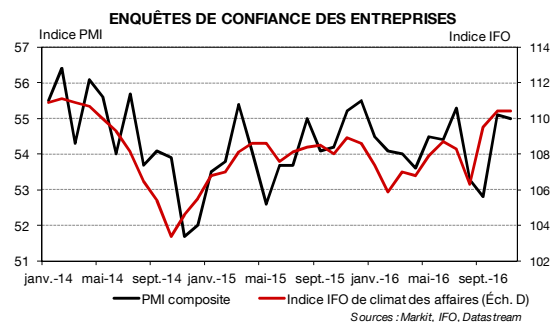
ALLEMAGNE

- La modération de la croissance au T3-16, résultant d'une stagnation des exportations et de l'investissement, n'est pas inquiétante car la consommation reste bien orientée.
- La progression du PIB ne ralentirait pas en-deçà de 1,5 % en 2017-2018, soutenant la progression de l'emploi et une ré-accélération progressive des salaires nominaux.
- Malgré des baisses d'impôt prévues en 2017, la politique budgétaire ne s'assouplirait qu'à la marge l'an prochain, en raison d'une moindre progression de la consommation publique.

Le léger fléchissement de la croissance observé au T2-16 s'est poursuivi au T3, le PIB ne progressant que de 0,2 % T/T après 0,4 %. Ce dernier a en effet été pénalisé par un nouveau repli de l'investissement en biens d'équipement et par une pause des exportations. En particulier, les exportations de biens vers les États-Unis et le Royaume-Uni se sont contractées. La consommation, tant privée que publique, est toutefois restée solide au T3 et les enquêtes de confiance des entreprises se sont redressées en octobre et novembre.

En 2017, la croissance s'établirait légèrement en-deçà de son rythme de 2016. En effet, la tendance de très forte progression de la consommation publique observée depuis 2015 devrait se modérer. Cette dernière continuerait toutefois de progresser plus vivement que le PIB. De façon plus marginale, la progression de la consommation des ménages fléchirait en conséquence de la remontée de l'inflation, qui pèserait sur le pouvoir d'achat. Pour autant, les tensions sur le marché du travail permettraient aux salaires nominaux d'accélérer, bien qu'avec un léger retard sur l'inflation. De plus, de modestes baisses d'impôts (6Mds€, 0,2 % du PIB) limiteront la progression naturelle de la pression fiscale en 2017. Cela préserverait le dynamisme de la consommation, qui resterait le premier moteur de la croissance. En contrepartie, les importations seraient plus dynamiques que les exportations.

La consommation des ménages resterait à nouveau bien orientée en 2018, grâce à des salaires dynamiques et en postulant que les élections fédérales du S2-17 ne conduiraient pas à un changement notable de politique économique. En parallèle, le renforcement de la reprise du commerce international permettrait aux exportations ainsi qu'à l'investissement productif d'accélérer. Ainsi, une légère ré-accélération de la croissance interviendrait.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	1,6	1,5	1,8	1,5	1,6
Consommation des ménages	1,0	1,9	1,8	1,6	1,6
Investissement	3,4	1,1	1,9	1,6	2,3
Exportations	4,0	4,6	2,2	3,0	3,7
Importations	4,0	5,0	3,1	3,8	4,1
Contribution des stocks à la croissance	0,0	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,4	2,4	1,9	1,6	1,4
Taux de chômage	6,7	6,4	6,1	5,8	5,5
Taux d'épargne	9,4	9,7	9,6	9,6	9,4
Taux d'inflation	0,8	0,1	0,3	1,6	1,9
Solde public (en % du PIB)	0,3	0,7	0,7	0,6	0,4
Solde courant (en % du PIB)	7,4	8,4	8,9	8,3	8,2

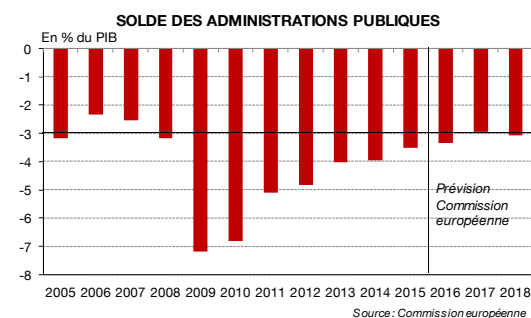
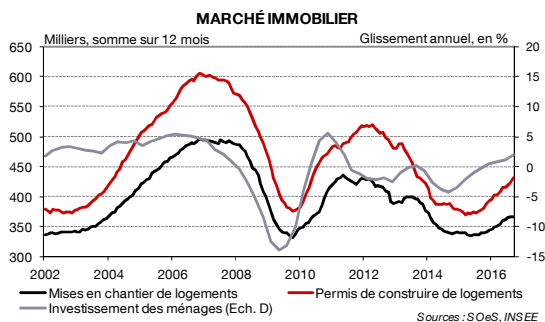
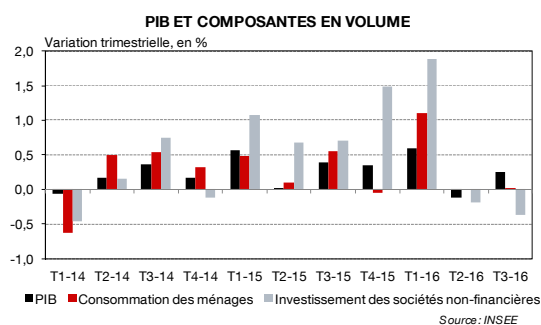
FRANCE

- Le redressement du PIB au 3^e trimestre a été modeste et l'année 2016 ne devrait finalement pas voir de renforcement de la croissance par rapport à 2015.
- La croissance n'accélérerait pas notablement en 2017. Le redressement de l'inflation modérerait la consommation et l'investissement productif ralentirait, ce qui compenserait les effets de la reprise du marché immobilier et du rebond des exportations.
- L'amélioration serait plus nette en 2018, une fois levées les incertitudes liées aux élections présidentielles et législatives.

Le redressement de la croissance au T3-16, après la légère contraction du PIB observée au T2, s'est avéré modeste (0,2 % T/T). Pourtant, la reprise de l'investissement des ménages a accéléré. Toutefois, la consommation privée et l'investissement des entreprises, les principaux moteurs de la reprise jusqu'au T1-16, ont été de nouveau anémiques.

Ce rééquilibrage opéré récemment au sein de la demande intérieure se confirmerait en 2017. Ainsi, la reprise du marché immobilier résidentiel, portée par la politique monétaire de la BCE et le redressement de l'emploi, se poursuivrait et tirerait l'investissement des ménages. *A contrario*, la remontée progressive des prix de l'énergie modérerait la hausse des revenus réels des ménages et donc de leur consommation. De plus, l'investissement productif progresserait à un rythme plus modeste. L'amélioration du taux de marge des entreprises marquerait en effet le pas, alors que l'effort d'investissement de ces dernières est déjà important au regard de l'atonie de l'activité. Finalement, seul un regain de dynamisme des exportations, en ligne avec la reprise du commerce international, permettrait à la croissance de demeurer proche de son rythme récent.

En 2018, la croissance du PIB se renforcerait davantage, principalement sous l'effet d'une réaccélération de la consommation. Celle-ci bénéficierait d'un redressement des salaires réels et d'un repli du taux d'épargne des ménages amorcé après les élections de 2017. Toutefois, l'orientation de la politique économique du futur gouvernement issu des urnes influencera les perspectives. Dans nos prévisions, nous raisonnons conventionnellement avec une orientation de la politique budgétaire à peu près inchangée.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,7	1,2	1,2	1,3	1,5
Consommation des ménages	0,7	1,5	1,5	1,2	1,6
Investissement	-0,4	0,9	2,7	1,4	1,9
Exportations	3,4	6,0	0,7	3,3	3,4
Importations	4,8	6,4	2,9	3,6	3,4
Contribution des stocks à la croissance	0,6	0,1	0,1	0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,7	1,6	1,7	1,1	1,2
Taux de chômage (France métropolitaine)	9,9	10,0	9,7	9,3	8,8
Taux d'épargne	14,4	14,5	14,7	14,7	14,3
Taux d'inflation	0,5	0,0	0,2	1,1	1,6
Solde public (en % du PIB)	-4,0	-3,5	-3,3	-3,0	-3,0
Solde courant (en % du PIB)	-1,1	-0,2	-0,7	-0,8	-0,9

ITALIE

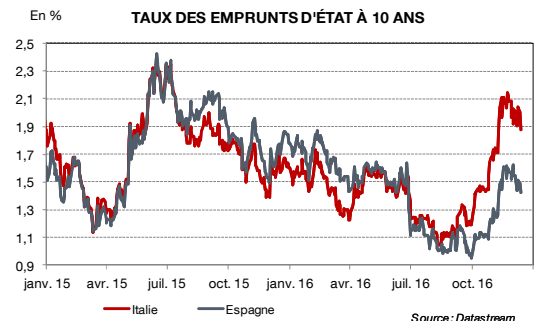
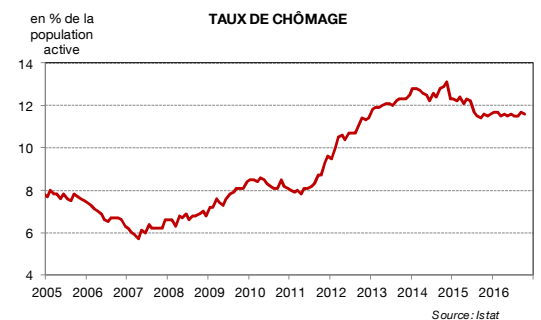
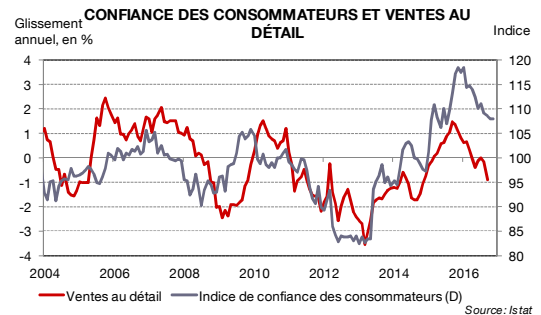
- La reprise se poursuivrait au rythme très modéré de 0,9 % en 2017 et 1,0 % en 2018.
- Les contraintes persistantes sur l'offre de crédit et les incertitudes politiques au lendemain du référendum sur la constitution empêcheraient l'accélération de la croissance.
- En outre, la remontée de l'inflation en 2017 pèserait sur la consommation des ménages, dans un contexte de faible hausse des rémunérations.

La croissance a été meilleure qu'attendue au T3 (0,3 % T/T) du fait d'une accélération de l'investissement en biens d'équipement et en matériel de transport.

Cependant, les résultats du référendum du 4 décembre compromettent les espoirs d'une reprise plus franche de l'investissement l'an prochain. En effet, la démission de Matteo Renzi consécutive à la victoire du « Non » accroît l'incertitude politique et pourrait diminuer l'appétit des investisseurs privés aux augmentations de capital des banques italiennes, alors que les besoins de recapitalisation du système bancaire sont estimés à plus de 40 Mds EUR. Le financement de l'économie serait également affecté par la montée des taux d'intérêt italiens (de près de 100pb depuis septembre), qui résulte non seulement d'un mouvement mondial mais aussi de la hausse de la prime de risque spécifique à ce pays.

Ainsi, la croissance n'accélérerait pas en 2017 ni en 2018. La faiblesse de la demande intérieure serait compensée par une contribution du commerce extérieur qui cesserait d'être négative. La consommation des ménages ralentirait dès 2017 du fait d'une réduction des gains de pouvoir d'achat qui se maintiendrait en 2018. D'une part, la remontée de l'inflation suite à la hausse des prix du pétrole ne serait pas entièrement compensée par des revalorisations salariales. D'autre part, la fin graduelle de l'avantage fiscal pour les nouvelles embauches en CDI conduirait à un ralentissement du rythme de créations d'emploi.

Le projet de budget pour 2017 prévoit des mesures supplémentaires à hauteur de 0,4 point de PIB relatives à la crise des réfugiés et à un plan d'investissement pour lutter contre les risques sismiques. Le déficit budgétaire resterait donc stable à 2,4 % malgré les injonctions de la Commission européenne.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,2	0,6	0,9	0,9	1,0
Consommation des ménages	0,4	1,5	1,4	0,9	1,0
Investissement	-2,9	1,1	1,9	1,1	1,3
Exportations	2,6	4,0	1,3	3,4	3,2
Importations	3,2	5,8	1,9	3,4	3,3
Contribution des stocks à la croissance	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,0	0,8	2,1	1,3	1,4
Taux de chômage	12,6	11,9	11,6	11,4	11,2
Taux d'épargne	10,5	10,4	11,0	11,3	11,7
Taux d'inflation	0,2	0,1	-0,1	0,8	1,0
Solde public (en % du PIB)	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4
Solde courant (en % du PIB)	1,9	1,6	2,5	2,2	2,0

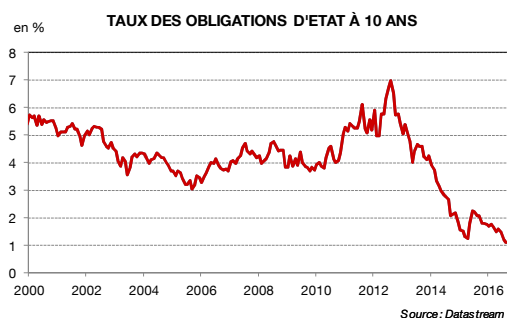
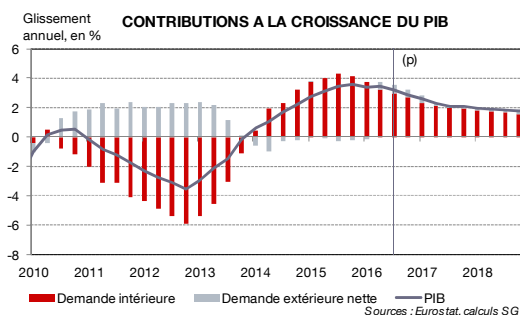
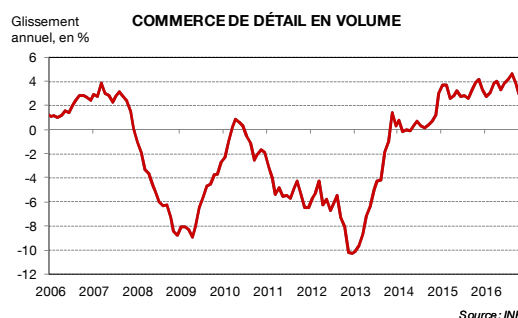
ESPAGNE

- La croissance économique continue de dépasser les attentes et serait à nouveau supérieure à 3 % en 2016.
- La demande interne devrait néanmoins ralentir en 2017 et 2018, du fait notamment de la remontée de l'inflation, tandis que la contribution du commerce extérieur resterait positive.
- L'absence de majorité gouvernementale complique l'ajustement budgétaire et le déficit public ne se réduirait que faiblement malgré le dynamisme de l'économie.

La dynamique de la croissance s'est poursuivie au T3 avec 0,7 % T/T après 0,8 % au T1 comme au T2. La consommation des ménages est restée robuste tandis que l'investissement a sensiblement ralenti et le commerce extérieur s'est contracté. Les indicateurs continuent de pointer vers une progression soutenue de la consommation : les ventes au détail ne faiblissent pas et les immatriculations de voitures croissent toujours à plus de 10 % en glissement annuel (contre 22 % en moyenne en 2015).

En 2017, le rythme de création d'emplois devrait ralentir et l'inflation accélérerait, les deux effets pesant sur la consommation des ménages. Le dynamisme de l'investissement productif se modérerait également, après quatre années de forte progression (6,2 % en moyenne depuis 2013), tandis que l'activité resterait modeste dans le secteur de la construction. Les exportations continueraient de soutenir la croissance grâce à la modération salariale passée, qui permet à l'Espagne de gagner des parts de marchés sur ses concurrents européens (France et Italie en tête) et à un secteur touristique qui continuerait de bénéficier du contexte sécuritaire autour du bassin méditerranéen.

La croissance se poursuivrait en 2018, avec cependant un nouveau ralentissement du pouvoir d'achat des ménages qui pèserait sur la consommation. La politique budgétaire resterait neutre, le gouvernement minoritaire de M. Rajoy ne disposant pas des marges de manœuvres nécessaires pour mettre en place de nouvelles restrictions budgétaires. Le déficit public ne se réduirait que graduellement et l'Espagne pourrait à nouveau être menacée de sanctions par la Commission Européenne. Le principal risque qui pèse sur ce scénario est celui d'un retour des tensions sur les taux d'intérêt souverains, qui pèserait sur l'investissement et forcerait le gouvernement à limiter les dépenses publiques.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	1,4	3,2	3,2	2,3	1,9
Consommation des ménages	1,6	2,9	3,0	2,2	1,8
Investissement	3,8	6,0	3,6	2,9	2,4
Exportations	4,2	4,9	4,3	4,3	4,2
Importations	6,5	5,6	3,3	3,9	4,0
Contribution des stocks à la croissance	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,7	2,1	2,7	2,0	1,8
Taux de chômage	24,4	22,1	19,7	17,9	16,3
Taux d'épargne	9,0	8,4	8,2	8,0	8,0
Taux d'inflation	-0,1	-0,5	-0,3	1,3	1,6
Solde public (en % du PIB)	-5,9	-5,1	-4,6	-3,8	-3,4
Solde courant (en % du PIB)	1,1	1,4	1,9	1,5	1,5

ROYAUME-UNI

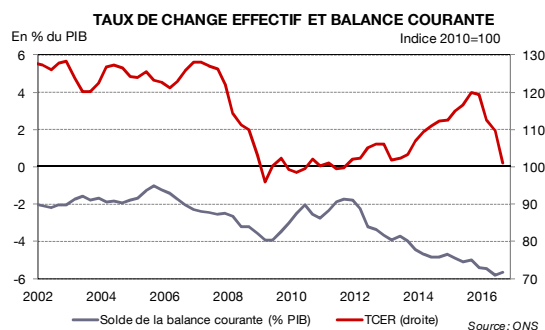
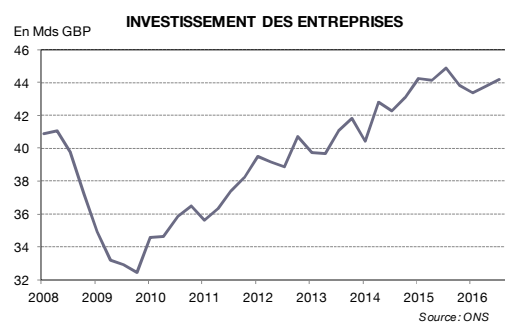
- La croissance a jusqu'à présent bien résisté au choc du *Brexit*, mais elle devrait néanmoins ralentir à 1,1 % en 2017 puis 1,4 % en 2018 du fait d'un tassement de la demande interne.
- L'investissement pâtirait de l'incertitude persistante quant aux modalités du *Brexit*, tandis que l'inflation importée pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages.
- La politique budgétaire serait moins restrictive que prévu initialement, tandis que la politique monétaire resterait très expansionniste malgré la hausse de l'inflation.

La croissance a peu ralenti et est restée dynamique au T3 (0,5 % T/T), tirée par la demande interne. L'incertitude liée au référendum du 23 juin 2016 sur la sortie de l'Union européenne n'a encore eu que peu d'effet sur l'activité.

L'investissement devrait cependant marquer un coup d'arrêt en 2017 du fait de l'attentisme des investisseurs avant le démarrage des négociations avec l'UE, et se reprendrait lentement en 2018 du fait d'un fort ralentissement des gains de pouvoir d'achat. Celui-ci pâtirait de la hausse de l'inflation importée suite à la dépréciation de la livre (près de 20 % depuis le 23 juin) et du ralentissement des créations d'emploi. Les ménages chercheraient à lisser leur consommation grâce à la baisse du taux d'épargne, mais de façon modérée car celui-ci est déjà à un niveau historiquement bas.

La hausse des prix pourrait également se répercuter sur les taux d'intérêt et compliquer la conduite de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre. Notre scénario reste cependant celui d'une politique monétaire très expansionniste jusqu'à la fin de l'année 2018, afin de soutenir l'économie britannique.

La politique budgétaire maintiendrait son orientation restrictive, mais le nouveau gouvernement a revu à la hausse les cibles de déficit public, pour tenir compte de la baisse des prévisions de croissance. Des dépenses publiques supplémentaires sont néanmoins prévues (plan d'infrastructures de 23 Mds GBP en 5 ans) et permettraient de modérer l'impact négatif du *Brexit* sur la croissance britannique. Par ailleurs, la dépréciation de la livre permettrait de stabiliser le déficit du compte courant et de soutenir l'économie par la demande externe.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	3,1	2,2	2,0	1,1	1,4
Consommation des ménages	2,2	2,5	2,7	1,7	1,7
Investissement	6,7	3,4	1,1	0,1	1,3
Exportations	1,5	4,5	2,7	2,7	3,5
Importations	2,5	5,4	2,7	2,7	3,3
Contribution des stocks à la croissance	0,5	0,1	-0,4	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,5	3,4	2,9	1,4	2,1
Taux de chômage	6,1	5,3	4,9	5,3	5,3
Taux d'épargne	6,8	6,1	5,3	4,9	5,1
Taux d'inflation	1,5	0,0	0,7	2,4	2,1
Solde public (en % du PIB)	-5,7	-4,3	-3,7	-3,0	-2,3
Solde courant (en % du PIB)	-4,7	-5,4	-5,6	-5,4	-5,2

ÉTATS-UNIS

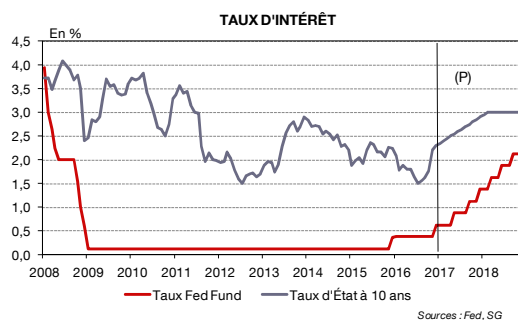
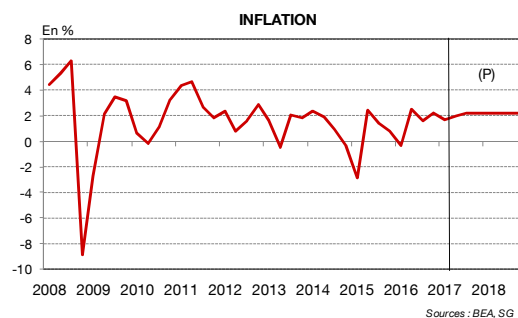
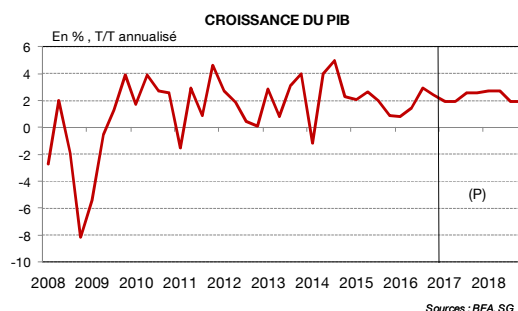
- Nous révisons à la hausse nos prévisions de croissance et d'inflation d'ici fin 2018, notre scénario tablant sur un stimulus fiscal mis en place dès le S2 2017. De nombreuses incertitudes persistent cependant sur les mesures qui seront effectivement implémentées.
- Avec plus de croissance et plus d'inflation, la Réserve fédérale serait amenée à resserrer sa politique monétaire plus rapidement, avec un taux directeur prévu à 2,5% à fin 2018.
- L'économie étant déjà proche du plein emploi, l'impact sur l'activité de ce stimulus resterait cependant de courte durée, et la croissance ralentirait nettement au-delà de 2018.

Les semaines à venir resteront marquées par d'importantes incertitudes quant aux choix des politiques économiques qui seront décidées par les équipes du nouveau Président et validées par le Congrès. Les principales annonces durant la période de campagne représentaient un stimulus fiscal de l'ordre de 2% du PIB, complété par des mesures pour limiter les importations ainsi qu'un assouplissement de la régulation de certains secteurs.

Un passage de ces mesures au Congrès nécessiterait soit d'en réduire la taille soit de les financer en partie par des économies de dépenses. Nous partons donc de l'hypothèse d'une relance budgétaire modérée par rapport aux annonces (environ 1% du PIB), impliquant un surcroît de croissance au S2 2017 et en 2018 de l'ordre de 0,7 point de PIB. La baisse de la fiscalité des ménages soutiendrait leur consommation, mais l'impact serait modéré par une hausse de l'épargne. L'investissement productif, bénéficiant d'un allègement de la fiscalité des entreprises, et les dépenses publiques contribueraient aussi à soutenir la croissance.

Dans la phase actuelle du cycle, avec une économie proche du plein emploi, ce surcroît de croissance impliquerait une hausse de l'inflation. En outre, même si il est difficile d'évaluer les impacts des mesures protectionnistes sur l'économie, celles-ci renforceraient encore davantage les pressions sur les prix. Par conséquent, la Réserve fédérale serait incitée à normaliser plus rapidement sa politique monétaire. Nous prévoyons ainsi 75pb de hausse des taux directeurs en 2017 et 100pb de hausse en 2018.

L'impact du stimulus resterait de courte durée et serait suivi d'un ralentissement de l'activité dès le S2 2018, potentiellement accentué par l'impact négatif de mesures restrictives en matière de commerce et d'immigration, non prises en compte à ce stade.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	2,4	2,6	1,6	2,2	2,5
Consommation des ménages	2,9	3,2	2,6	2,8	2,9
Investissement	5,5	3,9	0,6	2,7	3,5
Exportations	4,3	0,1	0,8	3,8	3,1
Importations	4,4	4,6	0,8	3,7	4,3
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	0,2	-0,4	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	3,5	3,5	2,5	3,1	3,1
Taux de chômage (BIT)	6,2	5,3	4,9	4,7	4,5
Taux d'épargne	5,6	5,8	5,7	6,2	6,5
Taux d'inflation	1,6	0,1	1,2	2,0	2,2
Solde public (en % du PIB)	-2,8	-2,4	-3,2	-3,2	-3,6
Solde courant (en % du PIB)	-2,3	-2,6	-2,5	-2,5	-2,7

JAPON

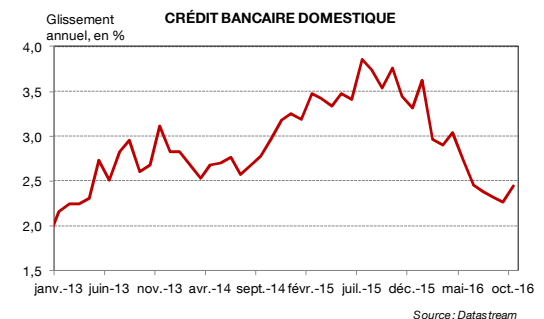
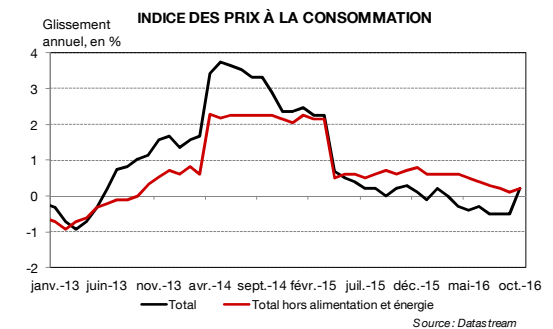
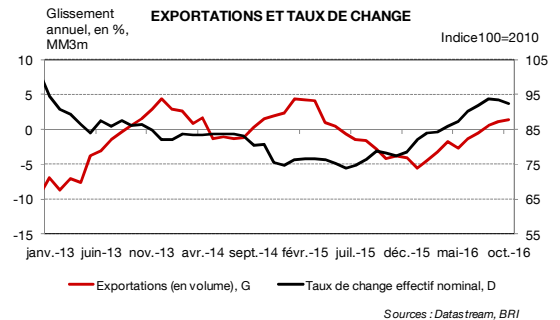
- Quatre ans après la mise en œuvre des « Abenomics », les prévisions de croissance du PIB réel et de l'inflation pour 2017 et 2018 restent inférieures à 1 %.
- Face à la marge de manœuvre limitée de la Banque du Japon (BoJ) pour assouplir davantage sa politique monétaire, de nouvelles mesures de relance budgétaire seront nécessaires pour stimuler l'économie.

Le PIB a ralenti au T3 2016 (0,3 % T/T) et a été principalement soutenu par le dynamisme des exportations. La demande intérieure est demeurée atone alors que le crédit a continué de ralentir. Après huit mois de déflation, les prix à la consommation ont renoué avec une légère hausse en octobre.

Dans ce contexte, la croissance économique devrait rester faible en 2017, à 0,8 %. La faible hausse des salaires et des profits devrait peser respectivement sur la consommation des ménages et sur l'investissement. Le plan de relance budgétaire dévoilé l'été dernier ne devrait apporter qu'un soutien limité à la croissance en 2017. En 2018, les exportations profiteraient de la dépréciation antérieure du yen et de l'amélioration progressive de la demande extérieure. Cependant, la fin du stimulus budgétaire pèserait sur la croissance.

L'inflation devrait rester inférieure à 1 % au cours des deux prochaines années, bien en deçà de l'objectif de stabilité des prix de 2 % que la BoJ s'était engagée à atteindre dans les meilleurs délais. L'inflation devrait augmenter à 0,4 % en 2017 et 0,8 % en 2018, grâce à des effets de base favorables des prix du pétrole et à une activité économique modérée.

La BoJ est techniquement à cours de munitions : elle a déjà mis en place un taux d'intérêt négatif et vise un rendement nul sur les obligations d'État à 10 ans. Des mesures budgétaires plus conséquentes seraient indispensables pour espérer doper la demande intérieure et l'inflation à court terme.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,2	1,2	0,9	0,7	0,9
Consommation des ménages	-0,9	-0,4	0,4	0,5	0,6
Investissement	2,7	0,2	0,9	1,3	1,5
Exportations	9,3	3,0	0,2	1,4	3,0
Importations	8,2	0,1	-1,9	2,1	3,0
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,6	-0,2	-0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible net	-1,5	0,6	1,5	0,3	-1,1
Taux de chômage	3,6	3,4	3,2	3,0	3,0
Taux d'épargne	-0,8	1,5	2,9	2,9	1,2
Taux d'inflation	2,8	0,8	-0,3	0,4	0,8
Solde public (en % du PIB)	-6,2	-5,4	-5,2	-5,2	-4,3
Solde courant (en % du PIB)	0,8	3,2	3,7	3,8	3,8

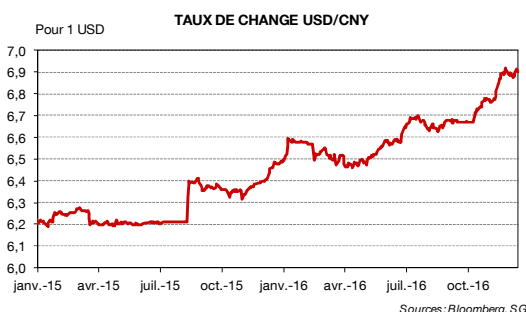
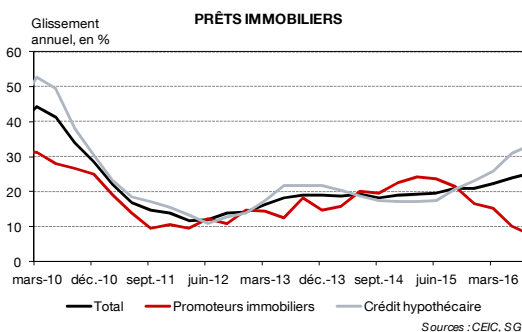
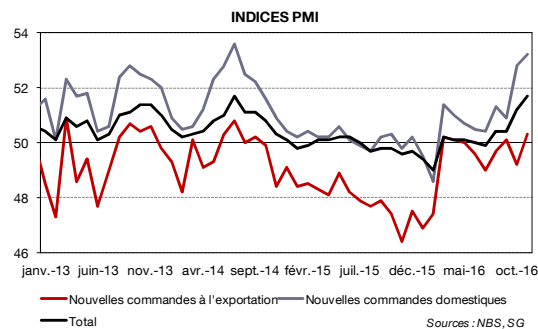
CHINE

- La croissance économique devrait progressivement baisser de 6,7 % en 2016 à 6,0 % en 2018, en raison d'une contribution plus faible de l'investissement.
- La politique budgétaire devrait soutenir la croissance tandis qu'un nouvel assouplissement monétaire est peu probable car il risquerait d'exacerber les déséquilibres.
- Aucun changement majeur de politique économique n'est attendu avant le XIX^e Congrès du Parti communiste, prévu en octobre 2017.

Les derniers indicateurs indiquent une poursuite favorable du *momentum* de croissance : l'indice PMI manufacturier a atteint en novembre son plus haut niveau depuis juillet 2014, l'investissement et les ventes au détail sont repartis à la hausse, la production industrielle s'est stabilisée et les prêts bancaires (notamment immobiliers) ont accéléré. La hausse des prix immobiliers a contribué au soutien l'économie depuis le début de l'année. Cependant, des conditions d'achat plus strictes mises en place dans plusieurs villes depuis octobre risquent d'avoir un impact négatif sur l'activité dans les mois à venir.

Les sorties de capitaux se sont accélérées au T3-16 face à la perspective de hausse des taux américains. Les réserves de change ont chuté de 69 Mds USD à 3 000 Mds USD en novembre. Par ailleurs, les autorités ont laissé le RMB se déprécier par rapport au dollar jusqu'à atteindre fin novembre son plus bas niveau en huit ans. Elles semblent plutôt se satisfaire de la faiblesse du RMB.

La croissance économique devrait baisser à 6,4 % en 2017 et à 6 % en 2018, avec un rééquilibrage continu de l'investissement en faveur de la consommation. Le secteur de l'industrie lourde devrait continuer à ralentir, tandis que le secteur des services devrait rester le principal moteur de croissance. En 2017, les autorités devraient essayer d'éviter toute volatilité économique et financière à l'approche de la transition politique en octobre qui devrait annoncer le remaniement du Politburo et clarifier l'orientation politique des cinq prochaines années. La politique budgétaire accommodante devrait donc se poursuivre. Mais, le *policy mix* serait compliqué par les sorties potentielles de capitaux dans un contexte de dollar fort, d'inquiétudes croissantes sur les frictions commerciales avec les États-Unis, et d'accroissement rapide de la dette du pays (250 % du PIB). Dans ce contexte, un nouvel assouplissement monétaire est peu probable.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	7,3	6,9	6,7	6,4	6,0
Consommation	7,1	8,2	10,1	9,1	9,3
Investissement	7,2	6,3	5,6	3,8	2,7
Commerce extérieur (contrib., en pts de PIB)	0,3	-0,1	-1,0	0,0	0,0
Taux d'inflation	2,0	1,4	1,9	1,9	2,0
Solde public (en % du PIB)	-0,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Dette publique (en % du PIB)	39,8	42,9	46,3	49,9	52,6
Dette externe (en % du PIB)	16,9	12,7	10,2	9,6	9,8
Solde courant (en % du PIB)	2,6	3,0	2,4	1,6	1,4

INDE

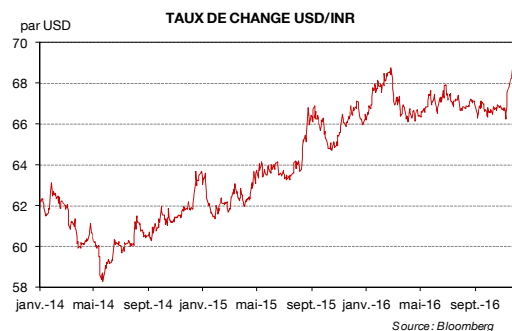
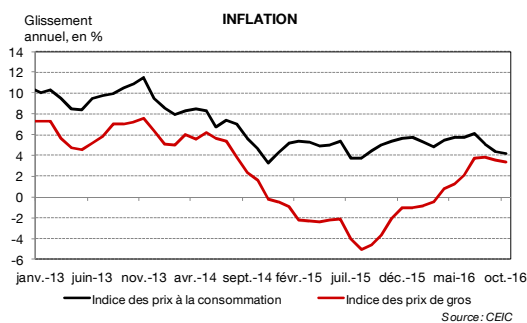
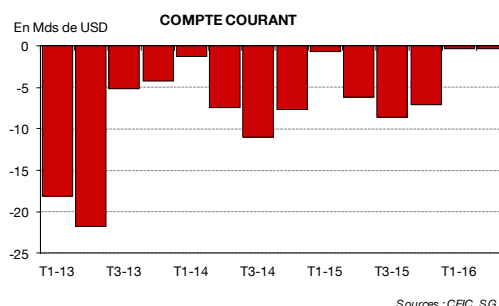
- La démonétisation récente de billets en circulation pourrait affecter l'activité et les prix au cours des trimestres à venir, mais l'impact ne devrait être que temporaire.
- La croissance économique devrait approcher 7 % en 2017, tirée principalement par la consommation privée.
- L'inflation devrait légèrement accélérer avec la mise en œuvre de la taxe sur les biens et services (GST), la hausse du prix du pétrole et des conditions monétaires assouplies, limitant la marge de manœuvre de la banque centrale (RBI) pour réduire davantage ses taux directeurs.

L'économie poursuit une croissance rapide : le PIB réel a progressé de 7,3 % en variation annuelle au T3-16, et les importations ont accéléré en novembre. Par ailleurs, les exportations ont enregistré deux mois consécutifs de hausse (pour la première fois depuis la mi-2014), soutenus par la dépréciation antérieure de la roupie. Contrairement aux épisodes précédents, la vigueur de l'activité ne s'est pas traduite par une hausse de l'inflation et un accroissement du déficit courant.

Début novembre, le gouvernement a annoncé la démonétisation de billets de banque représentant 90 % de la monnaie en circulation. Dans une économie où la plupart des transactions s'effectuent encore en espèces, cette mesure aurait un net impact négatif sur l'activité fin 2016 et début 2017. La croissance tomberait ainsi à 6,5% en 2016.

La croissance du PIB devrait cependant se redresser courant 2017 pour atteindre un rythme annuel de 7 %. Elle serait principalement tirée par la consommation privée, mais également par l'investissement public. La croissance économique devrait rester soutenue en 2018, à 7,5 %. L'investissement privé devrait continuer à se redresser, tandis que la consommation resterait le principal moteur de croissance.

Maintenant que les prévisions d'inflation semblent mieux ancrées, la RBI devrait pouvoir assouplir sa politique si la démonétisation venait à avoir un impact plus important que prévu sur l'activité. Cependant, l'inflation risque d'augmenter légèrement l'an prochain, en raison de la mise en œuvre de la GST, de la hausse des prix du pétrole et de l'assouplissement des conditions monétaires, ce qui limiterait la marge de manœuvre de la RBI en matière de baisse des taux directeurs.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	7,2	7,6	6,5	7,0	7,5
Consommation des ménages	6,2	7,4	4,7	6,4	8,1
Investissement	4,9	3,9	2,1	6,7	7,9
Exportations	1,7	-5,2	2,3	5,8	6,7
Importations	0,8	-2,8	-4,9	2,5	4,1
Taux d'inflation	6,0	4,9	4,8	5,0	5,1
Solde public (en % du PIB)	-7,3	-6,9	-6,7	-6,6	-6,2
Dette publique (en % du PIB)	68,3	69,1	68,5	67,2	65,6
Dette externe (en % du PIB)	23,6	23,0	23,2	21,2	20,4
Solde courant (en % du PIB)	-1,3	-1,1	-1,4	-2,0	-2,2

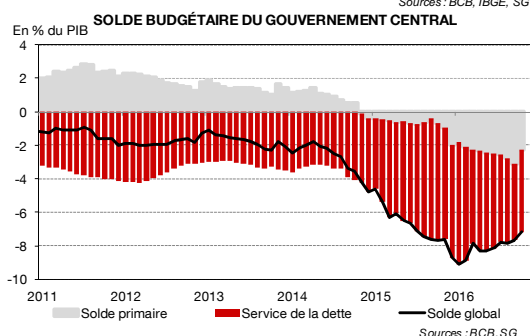
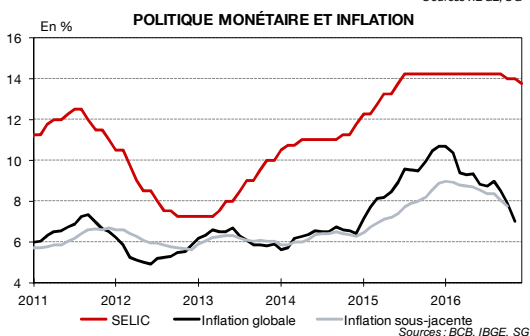
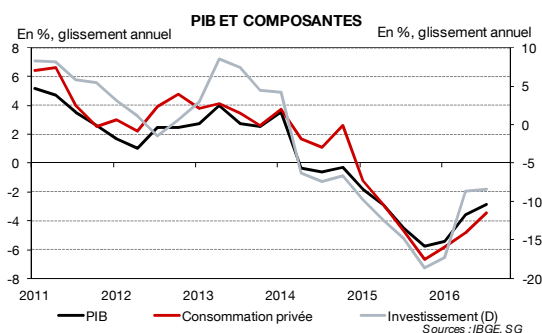
BRÉSIL

- L'économie a poursuivi son repli au T3-16. Elle devrait légèrement se redresser en 2017, soutenue par la demande extérieure et par la reprise des investissements.
- Malgré la tendance à la baisse de l'inflation, la banque centrale (BCB) pourrait ralentir son cycle d'assouplissement dans le cas d'un resserrement plus agressif de la part de la Fed.
- Le plan de consolidation budgétaire, comprenant un plafonnement des dépenses primaires et une réforme du système de sécurité sociale, ne devrait commencer à résorber l'important déficit qu'à moyen terme.

L'activité reste décevante. Le PIB réel a continué à baisser au T3-16 (-0,8 % T/T, -2,9 % en variation annuelle), entraîné par la faible consommation des ménages. Cette dernière ne devrait guère s'améliorer en 2017 compte tenu du marché du travail en berne et du resserrement des conditions de crédit. Ainsi, l'économie devrait se redresser lentement en 2017 et accélérer modestement 2018, soutenue par la hausse des exportations et de l'investissement privé, due à une amélioration des indicateurs de confiance et des termes de l'échange.

Les perspectives d'inflation s'améliorent. L'inflation a reculé à 7 % en novembre, grâce à la baisse des prix alimentaires et de l'ajustement continu des prix réglementés. Cette tendance à la baisse devrait se poursuivre et l'objectif de 4,5 % devrait être atteint en 2018, grâce à des anticipations d'inflations mieux ancrées et à la baisse des prix à l'importation. Malgré ce contexte favorable, la BCB pourrait ralentir son cycle d'assouplissement, limitant ainsi la reprise de la demande intérieure. En effet, un cycle de resserrement plus rapide de la part de la Fed pourrait favoriser les sorties de capitaux et ré-accroître les pressions sur la devise.

Grâce à des recettes exceptionnelles, le déficit budgétaire primaire est passé de 3 % à 2 % du PIB en octobre, ce qui devrait permettre aux autorités d'atteindre l'objectif de solde budgétaire primaire de -2,7 % du PIB en 2016. Au cours des années à venir, la hausse des recettes fiscales et la stabilisation du service de la dette devraient améliorer légèrement les soldes publics. Le plafonnement de la croissance des dépenses primaires à l'inflation passée, ainsi que la réforme de la sécurité sociale (dont le vote est prévu S1-17), certes essentiels pour préserver les indicateurs de confiance, ne devraient avoir un impact significatif sur les ratios budgétaires qu'à moyen terme.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,1	-3,8	-3,4	0,7	1,5
Consommation des ménages	2,3	-3,9	-4,2	0,2	1,2
Investissement	-4,1	-14,0	-10,0	2,2	8,0
Exportations	-0,8	6,3	3,8	4,0	4,1
Importations	-1,9	-14,1	-10,2	2,6	7,8
Taux d'inflation	6,4	9,5	8,0	5,5	4,5
Solde public (en % du PIB)	-6,2	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0
Dette publique (en % du PIB)	57,2	66,5	71,0	75,0	79,0
Dette externe (en % du PIB)	20,9	25,6	29,0	27,0	27,0
Solde courant (en % du PIB)	-4,5	-3,3	-1,5	-1,0	-1,3

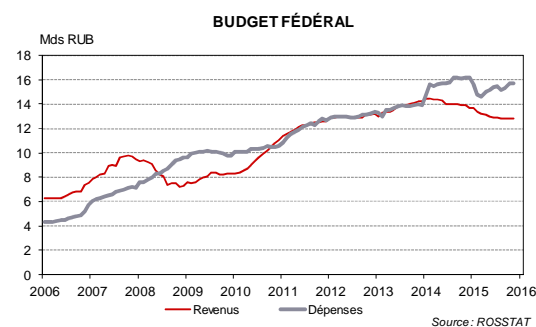
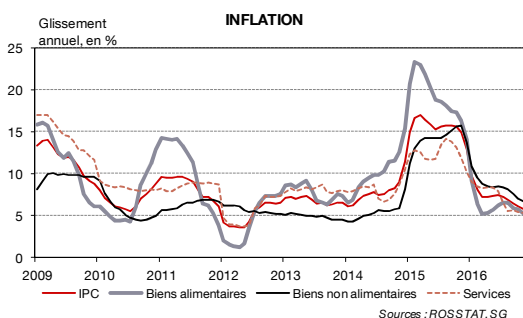
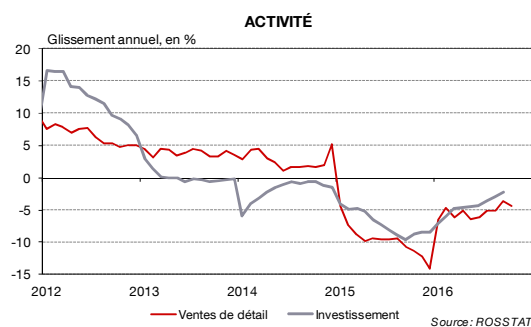
RUSSIE

- L'activité continue de décevoir. La baisse de l'inflation n'est pas parvenue à relancer la consommation qui se contracte toujours. La hausse trop graduelle des prix du pétrole ne permettrait pas d'amorcer la reprise tant attendue.
- L'économie continuerait de souffrir d'un *policy-mix* toujours restrictif.
- Le projet de budget pour 2017-2019, annoncé en octobre, prévoit des coupes marquées dans les dépenses. Il serait de nature à peser les perspectives de croissance du pays.

L'activité ne montre toujours pas de signes de redressement. En effet, même si le PIB au troisième trimestre s'est contracté légèrement moins qu'au second, la demande interne affiche une baisse continue depuis le début de 2015. Les ventes de détail et l'investissement sont encore en net recul. La production industrielle, après le léger redressement du premier semestre recule à nouveau depuis septembre, notamment à cause de la contraction de la production manufacturière. Ceci semble indiquer que les biens faits de la dévaluation ne jouent déjà plus. Par ailleurs, la politique budgétaire et monétaire restent restrictives ce qui contribue à la morosité de la demande interne. Néanmoins, la hausse progressive des prix du pétrole, et le redressement des revenus réels à partir de janvier 2017 seraient de nature à stabiliser l'activité. Le redressement de l'activité se ferait de façon plus tardive qu'anticipé.

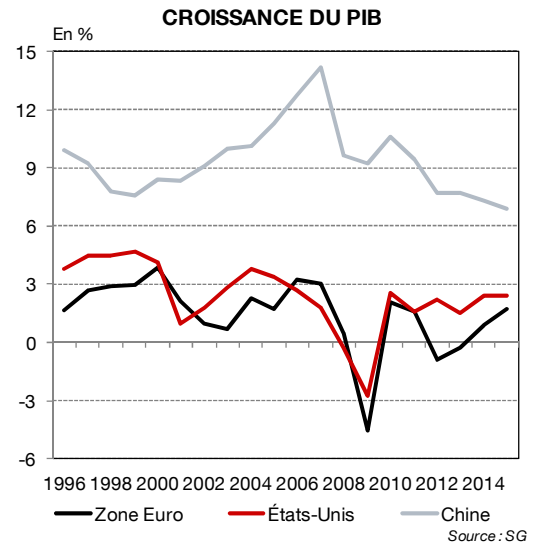
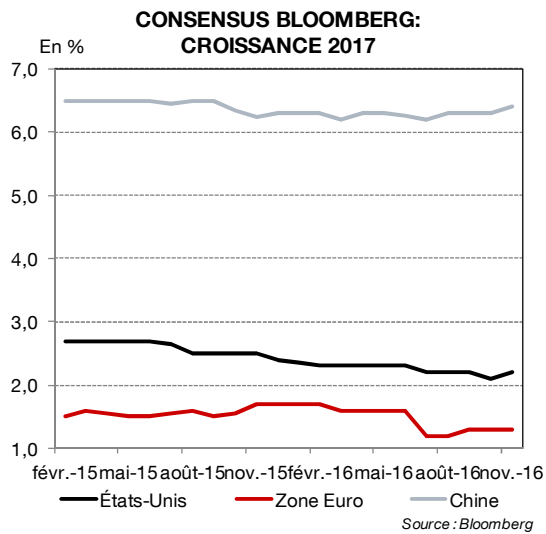
Les prix continuent de décélérer, ce qui devrait finir par bénéficier aux revenus réels des ménages. Cette désinflation serait favorisée en 2017 par les pressions à l'appréciation du rouble parallèlement à la hausse des prix du pétrole. La politique monétaire toujours restrictive devrait également contribuer à la décélération des prix. Ceci devrait néanmoins permettre à la banque centrale de renouer avec son cycle de baisse de taux dans le courant de l'année.

La politique budgétaire resterait le facteur principal affectant la dynamique économique du pays. Le budget prévisionnel soumis à la Douma en octobre prévoit une réduction marquée des dépenses dans tous les domaines. Si celui-ci était pleinement adopté, avec une baisse des dépenses de l'ordre de 20% en termes réels déjà en 2017, cela pourrait compromettre la très légère reprise attendue pour les deux prochaines années.



En %	2014	2015	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,7	-3,7	-0,5	1,0	1,2
Consommation des ménages	1,5	-8,4	-4,0	1,5	1,5
Investissement	-4,0	-7,6	-5,0	0,0	2,0
Exportations	0,6	0,7	2,0	3,0	3,0
Importations	-7,6	-17,7	-10,0	4,0	5,0
Taux d'inflation	6,5	15,7	7,2	5,5	5,0
Solde public (en % du PIB)	-0,1	-3,5	-4,0	-3,0	-2,0
Dette publique (en % du PIB)	13,0	14,0	16,0	18,0	19,0
Dette externe (en % du PIB)	32,0	40,0	43,0	44,0	45,0
Solde courant (en % du PIB)	2,9	4,9	4,2	4,0	4,0

Données Économiques



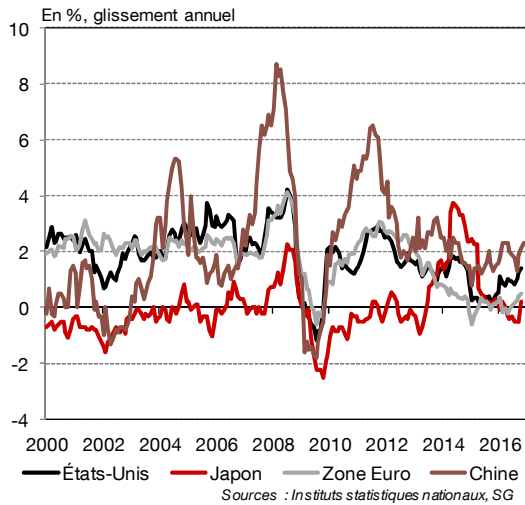
En %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)
PIB en volume										
Monde	1,6	-1,9	4,2	3,1	2,5	2,5	2,8	2,7	2,5	2,9
États-Unis	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,2	2,5
Japon	-5,4	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,2	1,2	0,9	0,7	0,9
Royaume-Uni	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	2,0	1,1	1,4
Zone euro	-4,5	2,0	1,6	-0,9	-0,2	1,2	1,9	1,6	1,5	1,5
Allemagne	-5,6	3,9	3,7	0,7	0,6	1,6	1,5	1,8	1,5	1,6
France	-2,9	1,9	2,1	0,2	0,6	0,7	1,2	1,2	1,3	1,5
Italie	-5,5	1,6	0,7	-2,9	-1,7	0,2	0,6	0,9	0,9	1,0
Espagne	-3,6	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	2,3	1,9
Chine	9,2	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,4	6,0
Inde	8,5	10,3	6,6	5,6	6,6	7,2	7,6	6,5	7,0	7,5
Brésil	-0,1	7,5	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8	-3,4	0,7	1,5
Russie	-7,8	4,5	4,0	3,5	1,3	0,7	-3,7	-0,5	1,0	1,2

Investissement en volume	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Monde*	-1,5	6,2	5,5	4,3	4,3	3,9	3,4	3,3	4,1	4,6
États-Unis	-16,7	1,5	6,3	9,8	5,0	5,5	3,9	0,6	2,7	3,5
Japon	-9,6	-1,6	1,7	3,5	5,0	2,7	0,2	0,9	1,3	1,5
Royaume-Uni	-15,2	5,0	1,9	2,3	3,2	6,7	3,4	1,1	0,1	1,3
Zone euro	-11,2	-0,5	1,7	-3,3	-2,5	1,4	2,9	2,8	2,1	2,1
Allemagne	-10,0	5,0	7,4	-0,1	-1,1	3,4	1,1	1,9	1,6	2,3
France	-9,0	1,9	2,1	0,4	-0,7	-0,4	0,9	2,7	1,4	1,9
Italie	-10,0	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-2,9	1,1	1,9	1,1	1,3
Espagne	-16,9	-4,9	-6,9	-8,6	-3,4	3,8	6,0	3,6	2,9	2,4
Chine	18,8	15,2	9,2	7,1	9,1	7,1	8,2	10,1	9,1	9,3
Inde	-0,7	15,2	11,5	2,4	7,4	4,9	3,9	2,1	6,7	7,9
Brésil	-2,1	17,9	6,7	0,8	5,8	-4,1	-14,0	-10,0	2,2	8,0
Russie	-14,6	6,4	9,2	7,1	0,8	-4,0	-7,6	-5,0	0,0	2,0

Sources : Datastream, FMI, OCDE, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

TAUX D'INFLATION



COMMERCE INTERNATIONAL EN VOLUME



En %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Inflation										
Monde*	0,9	2,3	3,7	2,8	2,4	2,2	1,6	1,6	2,1	2,3
États-Unis	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,2	2,0	2,2
Japon	-1,4	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,3	0,4	0,8
Royaume-Uni	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,4	2,1
Zone euro	0,3	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,3	1,6
Allemagne	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,3	1,6	1,9
France	0,1	1,5	2,1	2,0	0,9	0,5	0,0	0,2	1,3	1,6
Italie	0,8	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2	0,1	-0,1	0,8	1,0
Espagne	-0,1	1,6	3,2	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,3	1,3	1,6
Chine	-0,7	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	1,9	1,9	2,0
Inde	10,6	9,5	9,5	9,9	9,4	6,0	4,9	4,8	5,0	5,1
Brésil	4,9	5,0	6,6	5,4	6,2	6,4	9,5	8,0	5,5	4,5
Russie	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	6,5	15,7	7,2	5,5	5,0

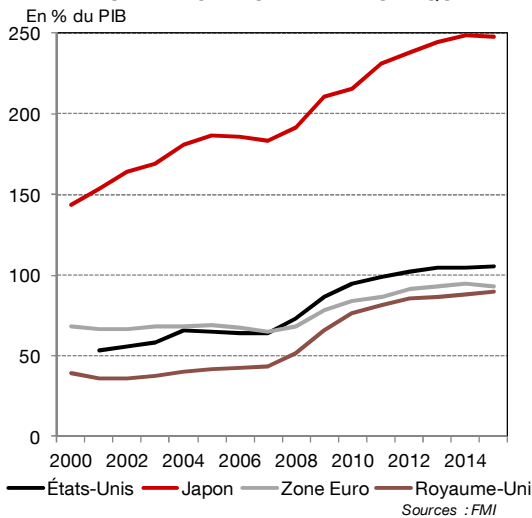
Solde courant (% du PIB)

États-Unis	-2,7	-3,0	-3,0	-2,8	-2,2	-2,3	-2,6	-2,5	-2,5	-2,7
Japon	2,8	3,9	2,1	1,0	0,9	0,8	3,2	3,7	3,8	3,8
Royaume-Uni	-3,0	-2,8	-1,8	-3,7	-4,4	-4,7	-5,4	-5,6	-5,4	-5,2
Zone euro	0,1	0,2	0,2	1,3	2,2	2,4	3,1	3,2	2,9	2,9
Allemagne	5,6	5,4	6,0	7,1	6,8	7,4	8,4	8,9	8,3	8,2
France	-0,8	-0,8	-1,0	-1,2	-0,9	-1,1	-0,2	-0,7	-0,8	-0,9
Italie	-1,9	-3,4	-3,0	-0,4	1,0	1,9	1,6	2,5	2,2	2,0
Espagne	-4,3	-3,9	-3,2	-0,2	1,5	1,1	1,4	1,9	1,5	1,5
Chine	4,7	3,9	1,8	2,5	1,5	2,6	3,0	2,4	1,6	1,4
Inde	-2,8	-2,8	-4,3	-4,8	-1,7	-1,3	-1,1	-1,4	-2,0	-2,2
Brésil	-1,6	-3,4	-2,9	-3,0	-3,0	-4,5	-3,3	-1,5	-1,0	-1,3
Russie	3,8	4,1	4,8	3,3	1,5	2,9	4,9	4,2	4,0	4,0

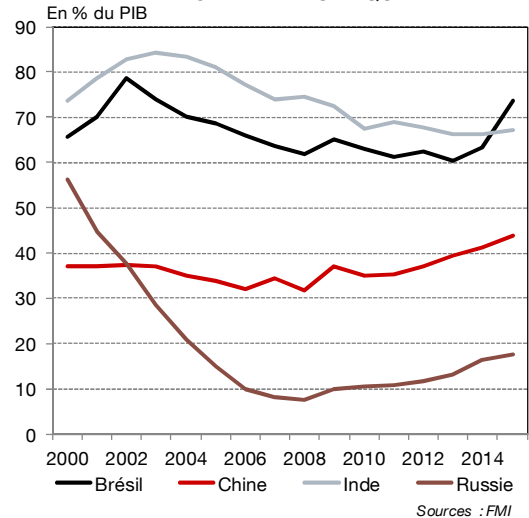
Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

PAYS DEVELOPPÉS : DETTE PUBLIQUE



BRIC : DETTE PUBLIQUE



En % du PIB	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Solde public										
États-Unis	-12,8	-12,2	-10,7	-9,0	-5,5	-2,8	-2,4	-3,2	-3,2	-3,6
Japon	-8,8	-8,3	-8,8	-8,7	-8,5	-6,2	-5,4	-5,2	-5,2	-4,3
Royaume-Uni	-10,2	-9,6	-7,6	-8,3	-5,7	-5,7	-4,3	-3,7	-3,0	-2,3
Zone euro	-6,3	-6,2	-4,2	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5
Allemagne	-3,2	-4,2	-1,0	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,7	0,6	0,4
France	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,0	-4,0	-3,5	-3,3	-3,0	-3,0
Italie	-5,5	-4,5	-3,5	-3,0	-2,7	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4
Espagne	-10,8	-9,3	-9,4	-10,6	-7,1	-5,9	-5,1	-4,6	-3,8	-3,4
Chine	-1,8	0,6	-0,1	-0,7	-0,8	-0,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Inde	-9,8	-8,4	-8,2	-7,5	-7,6	-7,3	-6,9	-6,7	-6,6	-6,2
Brésil	-3,2	-2,7	-2,5	-2,5	-3,0	-6,2	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0
Russie	-5,9	-3,2	1,4	0,4	-1,2	-0,1	-3,5	-4,0	-3,0	-2,0

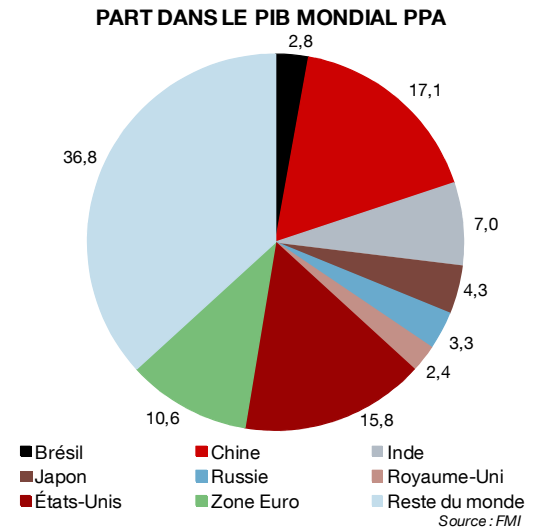
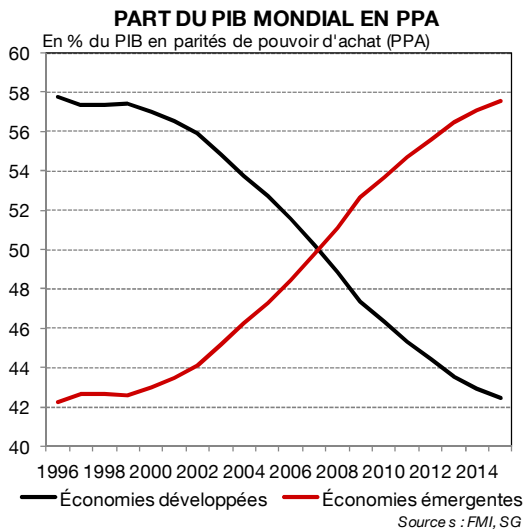
Dettes publiques*

États-Unis	81,3	89,5	94,4	98,9	101,2	102,3	101,7	103,9	102,2	102,0
Japon	188,7	193,2	209,4	215,4	221,5	227,7	229,9	233,7	237,5	239,7
Royaume-Uni	64,5	76,0	81,6	85,1	86,2	88,1	86,7	86,1	86,5	86,1
Zone euro	78,5	84,0	86,2	89,6	91,5	92,2	90,5	89,6	88,9	88,1
Allemagne	72,6	81,0	78,7	79,9	77,5	74,9	71,2	68,3	65,7	63,3
France	79,0	81,7	85,2	89,6	92,4	95,3	96,1	96,8	97,1	97,4
Italie	112,5	115,4	116,4	123,1	129,0	131,9	132,3	132,9	133,3	133,5
Espagne	52,7	60,1	69,5	85,7	95,4	100,4	102,3	103,9	105,4	106,3
Chine	32,6	33,1	33,1	34,0	36,9	39,8	42,9	46,3	49,9	52,6
Inde	72,5	67,5	69,6	69,1	68,0	68,3	69,1	68,5	67,2	65,6
Brésil	64,9	63,0	61,2	62,3	60,4	57,2	66,5	71,0	75,0	79,0
Russie	9,9	10,6	10,9	11,8	13,1	13,0	14,0	16,0	18,0	19,0

Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

* BRIC : source FMI; Pays développés : sources nationales (méthodologie Maastricht pour les pays de l'UE)

Données Structurelles



En 2015	PIB en \$ (Mds \$)	PIB par hab. (\$, PPA)	Population (Millions)	Dette privée (% PIB)*	Position ext. nette** (% PIB)	Taux d'ouverture***
États-Unis	17 947	55 805	322	151	-41	21
Zone euro	11 540	35 904	339	162	-9	69
Allemagne	3 358	46 893	82	106	48	71
France	2 422	41 181	64	181	-17	45
Italie	1 816	35 708	61	121	-24	48
Espagne	1 200	34 819	46	172	-88	49
Pays-Bas	738	49 166	17	238	61	143
Chine	10 983	14 107	1 375	210	15	36
Japon	4 123	38 054	127	167	68	31
Royaume-Uni	2 849	41 159	65	160	-14	38
Inde	2 091	6 162	1 293	61	-17	32
Brésil	1 773	15 615	204	76	-27	21
Canada	1 552	45 553	36	210	23	54
Corée du Sud	1 377	36 511	51	194	14	70
Russie	1 325	25 411	146	76	26	40
Australie	1 224	47 389	24	207	-57	30
Mexique	1 144	17 534	127	41	-36	69
Indonésie	859	11 126	255	40	-45	34
Turquie	734	20 438	78	78	-50	49
Suisse	665	58 551	8	209	92	82
Arabie Saoudite	653	53 624	31	62	108	58

Sources : Banque mondiale, BRI, FMI, Datastream

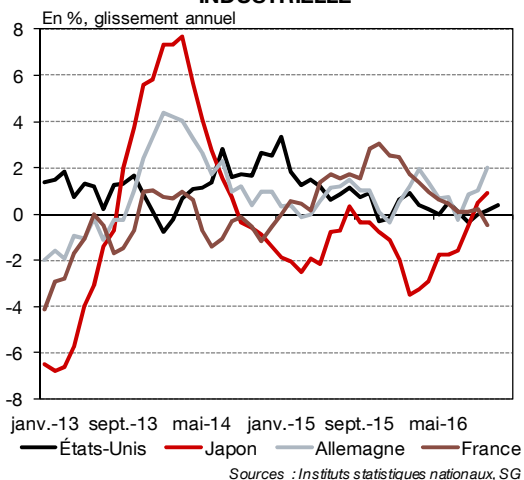
*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

** Encours net des actifs et des passifs d'un pays vis-à-vis du reste du monde

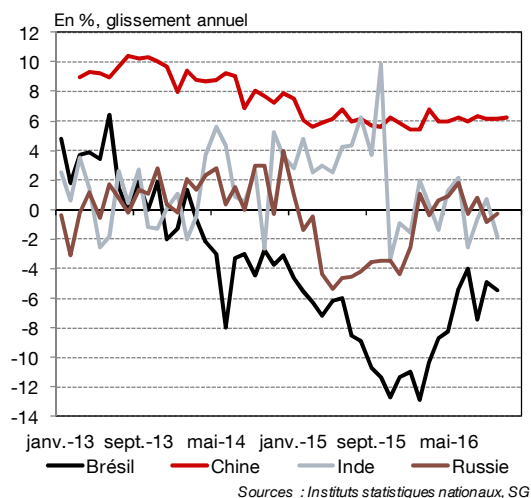
*** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

Données Conjoncturelles

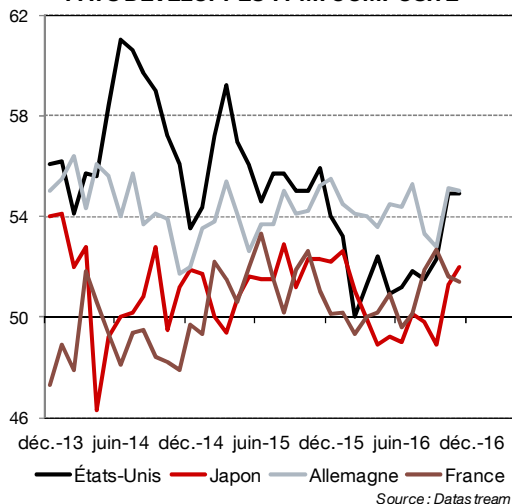
PAYS DÉVELOPPÉS : PRODUCTION INDUSTRIELLE



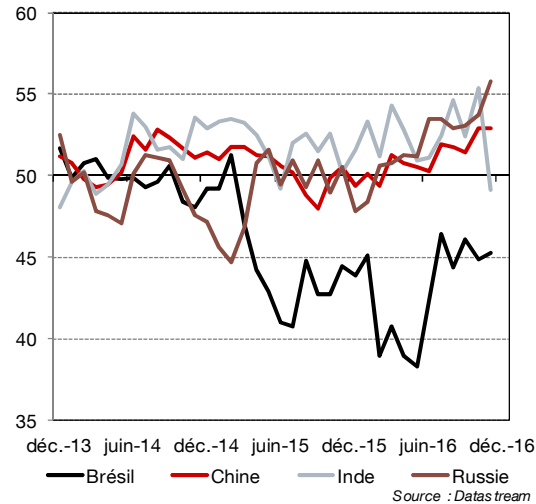
BRIC : PRODUCTION INDUSTRIELLE



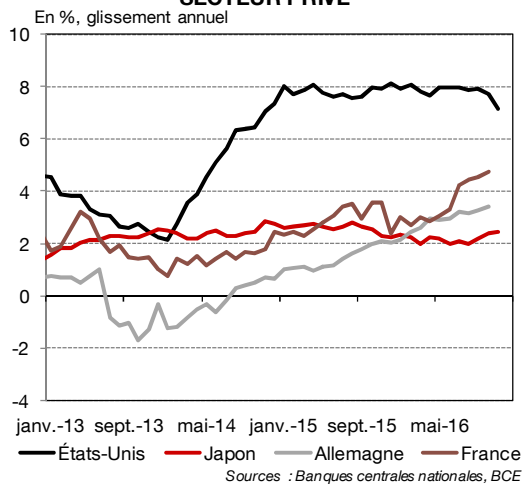
PAYS DÉVELOPPÉS : PMI COMPOSITE



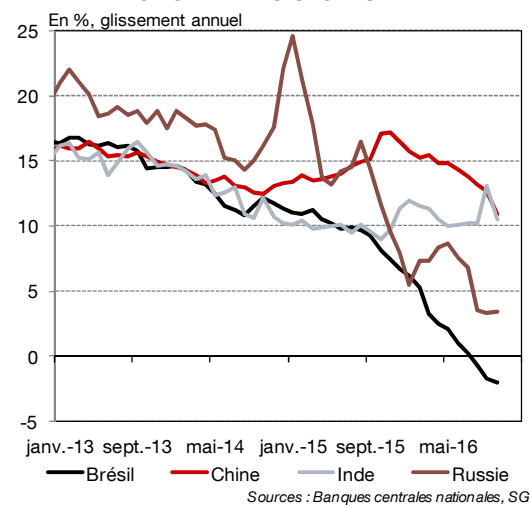
BRIC : PMI COMPOSITE



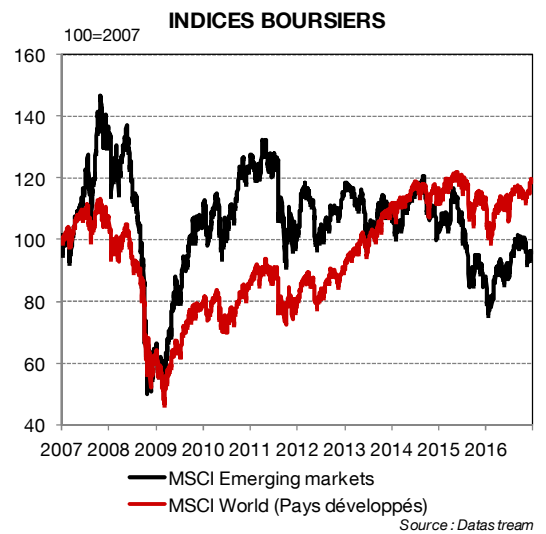
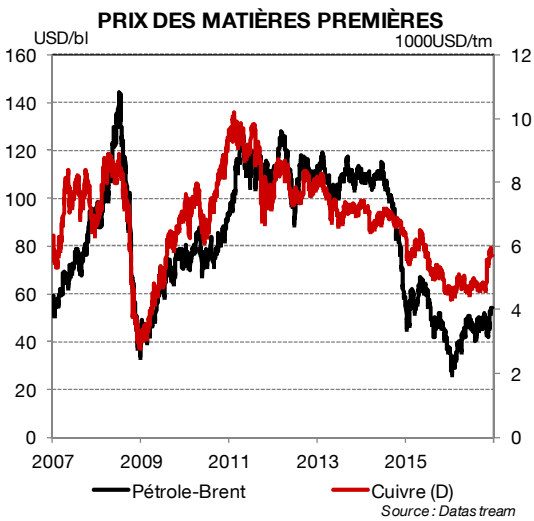
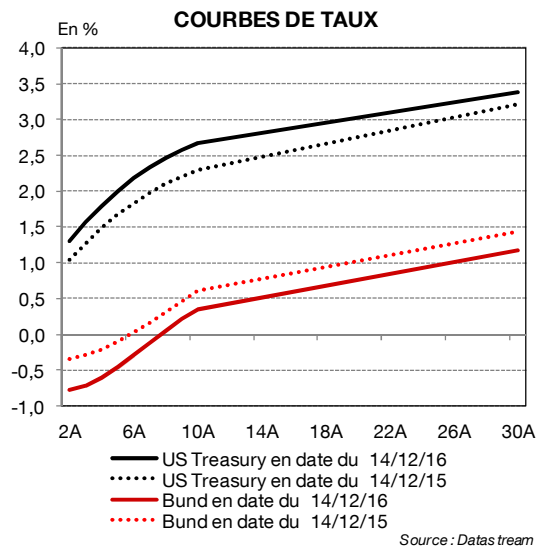
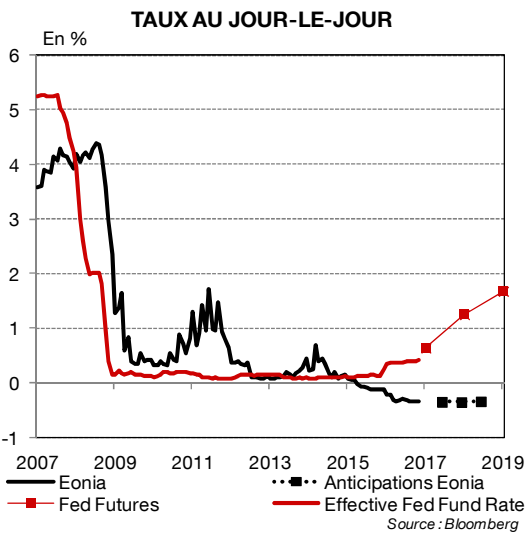
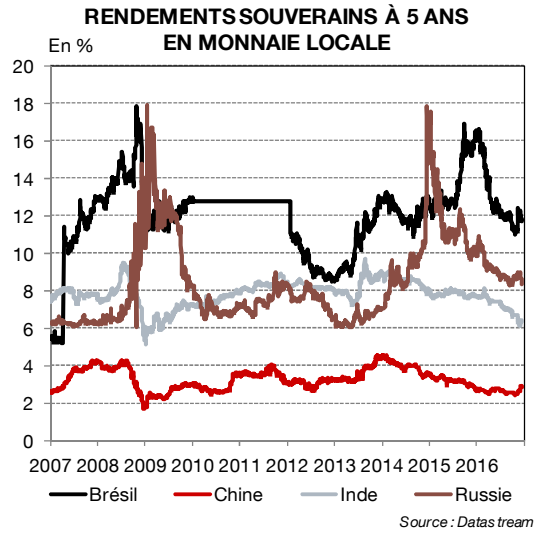
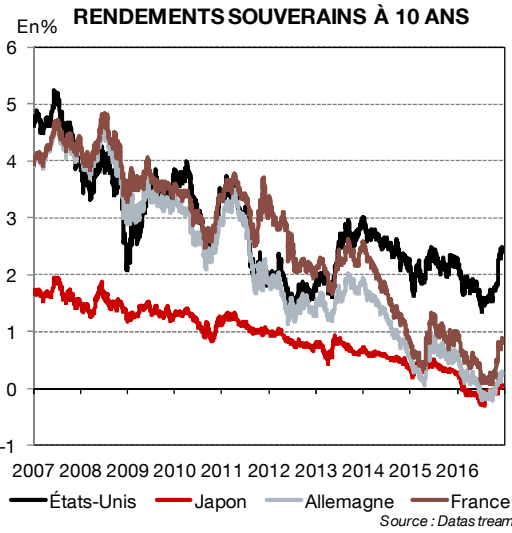
PAYS DÉVELOPPÉS : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ

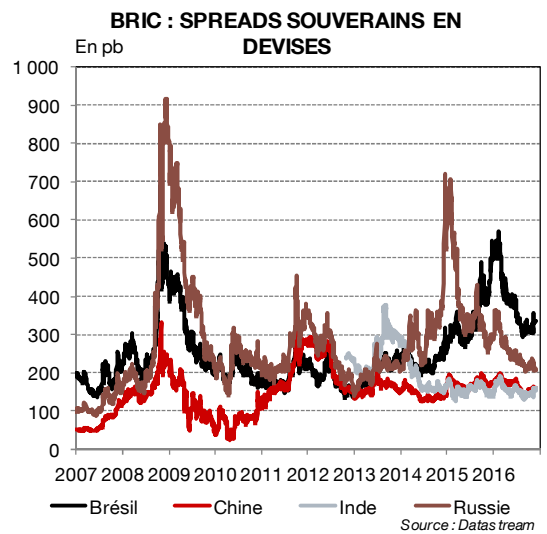
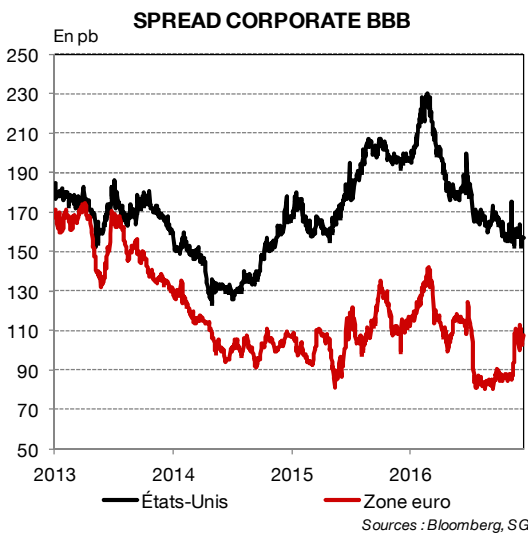
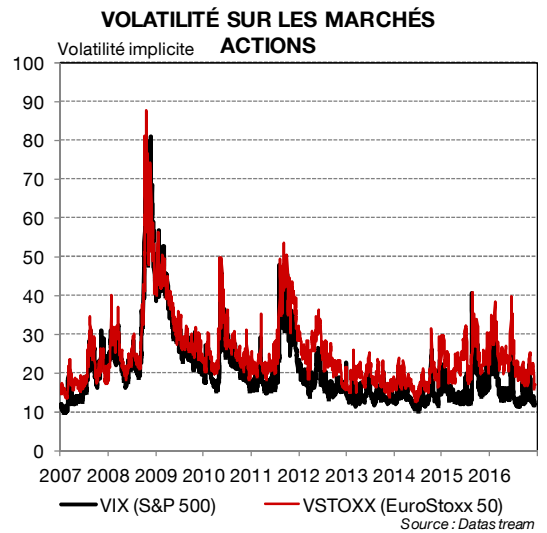
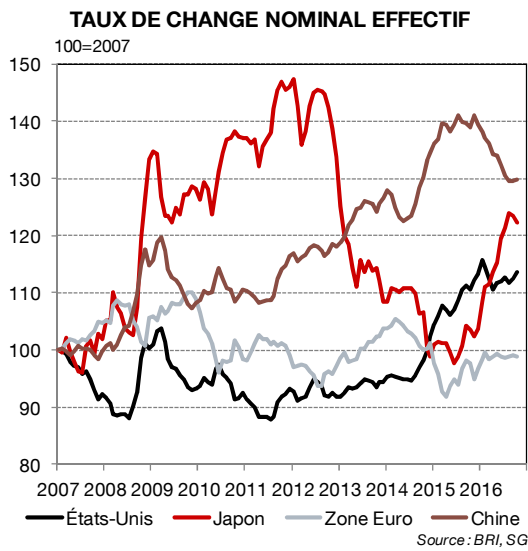
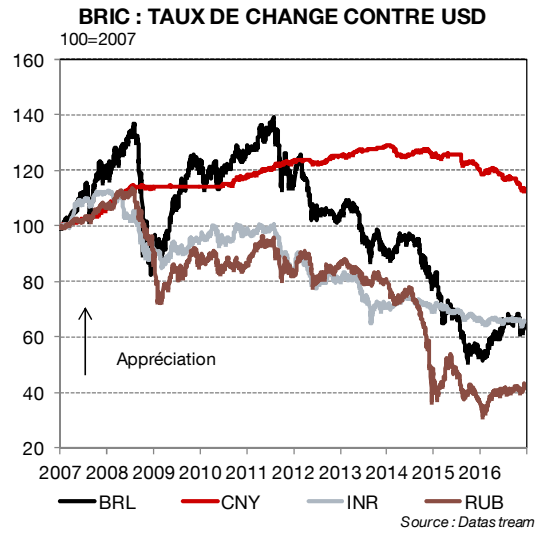
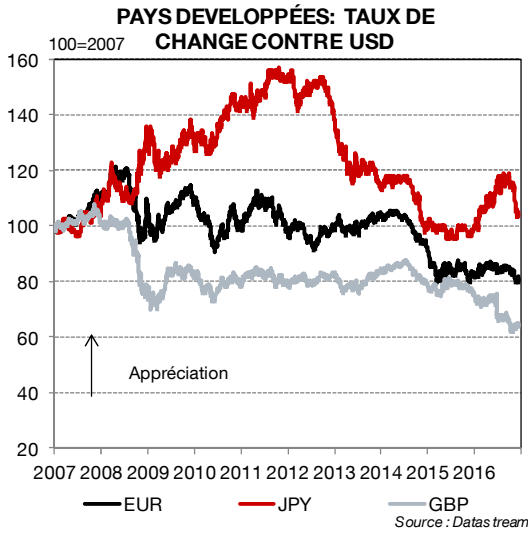


BRIC : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ



Données Financières





ÉTUDES ÉCONOMIQUES

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

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@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

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

Mathieu NOGUÈS

Assistant économiste
+33 1 58 98 79 50
mathieu.nogues@socgen.com

Isabelle AIT EL HOCINE

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

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

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

Mathieu NOGUÈS

Édition
+33 1 58 98 79 50
mathieu.nogues@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.