

SCENARIOECO

Département des études économiques et sectorielles

ACTIVITÉ VIGOUREUSE

- Le cycle économique mondial se renforce et s'étend, tiré par la reprise industrielle et du commerce international.
- La croissance mondiale reviendrait, en 2017-2018, à son meilleur niveau depuis 2011 malgré les risques géopolitiques et le ralentissement de la croissance chinoise, mais elle ralentirait ensuite.
- Certains moteurs de l'expansion sont cependant fragiles : stimulus budgétaire aux États-Unis, maintien d'un appétit pour le risque élevé, retrait graduel et bien communiqué du soutien monétaire...

Synthèse Conjoncturelle.....	3
Prévisions Économiques.....	4
Perspectives américaines : la grande incertitude.....	5
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	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La croissance mondiale et le commerce international ont accéléré mi-2017, bénéficiant d'une embellie synchronisée dans la plupart des grandes zones économiques et qui concerne principalement l'industrie. ➤ L'économie mondiale bénéficie encore de taux d'intérêt bas et d'un appétit pour le risque élevé de la part des investisseurs. De plus, le prix du pétrole oscille toujours à un niveau bénéficiant aux consommateurs alors que la plupart des producteurs ont bien avancé dans leur ajustement économique à ce prix bas. ➤ En 2017 et 2018, la croissance mondiale se stabiliserait à son meilleur niveau depuis 2011. Ce <i>momentum</i> serait maintenu l'an prochain grâce à une modeste relance budgétaire aux États-Unis ainsi qu'au renforcement de la reprise dans les pays producteurs de matières premières. Après son net rebond observé en 2017, le commerce international ne ralentirait ainsi que modérément en 2018. ➤ Ce scénario est principalement confronté à des risques politiques et géopolitiques : blocage du stimulus budgétaire ou incertitudes sur le relèvement du plafond législatif de la dette au Congrès américain ; tensions dans la péninsule de Corée ; choc sur le commerce international résultant de mesures protectionnistes ; élections législatives en Italie...
ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La croissance des pays de l'OCDE a accéléré au T2-17, enregistrant sa meilleure performance en plus de deux ans. Les enquêtes de confiance restent à des niveaux très élevés et suggèrent que ce dynamisme se maintiendrait à court terme. L'activité britannique est toutefois freinée par les incertitudes liées au Brexit. ➤ Aux États-Unis, la croissance resterait solide en 2018, sous l'hypothèse qu'un modeste plan de baisses d'impôts serait mis en place en début d'année. L'activité fléchirait toutefois au-delà de 2018. ➤ En zone euro, l'activité continuerait de bénéficier de politiques budgétaires légèrement expansionnistes, de conditions monétaires accommodantes et de la reprise de l'emploi. Le soutien des exportations s'amenuiserait en 2018 en raison de la récente appréciation de l'euro, qui modérerait aussi l'inflation.
ÉCONOMIES ÉMERGENTES	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La reprise cyclique dans les pays émergents se confirme, tirée par le rebond de la demande chinoise et le retour de flux de capitaux depuis début 2017. Enfin, la plupart des pays producteurs de matières premières ont opéré le gros de leur ajustement économique, permettant à l'activité de redémarrer. ➤ En Chine, les effets du soutien budgétaire de 2016 persistent et le crédit demeure dynamique. Toutefois, après le Congrès du parti communiste (octobre), la stratégie de rééquilibrage de la croissance et de réduction des risques financiers domestiques reprendrait, ramenant le PIB sur sa tendance de ralentissement. ➤ La reprise dans les pays producteurs de matières premières (Brésil, Russie...) se poursuivrait, portée par la stabilisation des taux de change et le repli de l'inflation. La croissance resterait toutefois limitée par le manque de réformes fiscales, les prix toujours modestes du pétrole et l'incertitude politique (cas du Brésil).
BANQUES CENTRALES	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La BCE est confrontée à l'appréciation récente de l'euro, qui dégrade les perspectives d'inflation et de croissance. Par conséquent, elle opérerait pour une stratégie de prudence en annonçant en octobre un <i>tapering</i> de ses achats d'actifs (effectif à partir de début 2018) tout en communiquant sur le caractère très graduel de celui-ci. Les taux directeurs ne seraient pas relevés avant 2019. ➤ La Fed amorcerait la contraction de son bilan en octobre, à un rythme initialement modeste. Elle opérerait trois hausses de taux directeur avant fin 2018, en réaction au léger stimulus budgétaire que nous anticipons. ➤ Dans les pays émergents, la tendance reste au repli de l'inflation, qui donne des marges de manœuvre aux banques centrales. L'assouplissement monétaire se poursuivrait à court terme au Brésil et en Russie. En revanche, en Chine, face à la hausse de la dette, les conditions monétaires pourraient être resserrées.
MARCHÉS FINANCIERS	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Dans ce contexte économique porteur, les valorisations sur les marchés actions sont demeurées proches de leurs plus hauts historiques. Les primes de risque sur les marchés de crédit restent extrêmement faibles. ➤ Après leur repli récent, en particulier aux États-Unis, les taux longs reviendraient sur une tendance haussière. En effet, les marchés n'intègrent pas totalement les hausses de taux de la Fed que nous attendons. ➤ Le redressement des taux d'intérêt américains alimenterait une légère réappréciation du dollar, notamment contre l'euro et le yen.

Prévisions Économiques

	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2016		PIB - 2016 (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	1,9	2,2	1,6	2,0	1,9	37,8	57,0	42 868
États-Unis	2,6	2,9	1,5	2,2	2,3	15,5	24,7	18 569
Japon	0,2	1,1	1,0	1,4	1,2	4,4	6,6	4 945
Zone euro	1,4	1,9	1,8	2,2	1,8	11,6	15,7	11 887
Allemagne	1,9	1,5	1,9	2,2	1,8	3,3	4,6	3 462
France	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6	2,3	3,3	2 464
Italie	0,2	0,7	1,0	1,3	1,1	1,9	2,5	1 851
Espagne	1,4	3,2	3,2	3,0	2,6	1,4	1,6	1 232
Royaume-Uni	3,1	2,2	1,8	1,6	1,3	2,3	3,5	2 626
Pays émergents	4,5	4,0	3,9	4,5	4,7	62,2	43,0	31 200
Asie	6,3	6,1	5,9	6,0	5,8	35,1	24,8	18 699
Chine	7,3	6,9	6,7	6,7	6,3	17,8	14,9	11 190
Inde	7,5	8,0	7,1	7,3	7,5	7,2	3,0	2 190
Afrique	4,7	2,7	0,1	1,9	3,0	3,9	2,3	1 139
Amérique Latine	1,1	-0,3	-0,8	1,6	2,5	7,9	6,7	4 798
Brésil	0,5	-3,8	-3,6	0,7	2,0	2,6	2,4	1 811
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	3,1	3,4	2,5	3,6	3,0	4,8	3,1	2 324
Russie	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,2	3,2	1,7	1 296
Proche et Moyen-Orient	2,5	2,6	3,2	2,3	3,4	7,4	4,3	2 944
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,5	3,3	3,0	3,5	3,7	100		
Monde - Pondération taux de change courants	3,0	3,0	2,5	3,1	3,1		100	74 068
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	99	53	44	51	55			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	1,6	0,1	1,3	2,0	2,3			
Japon	2,8	0,8	-0,1	0,6	0,8			
Zone euro	0,4	0,0	0,2	1,5	1,4			
Allemagne (IPCH)	0,8	0,1	0,4	1,6	1,6			
France (IPC)	0,5	0,0	0,2	1,0	1,3			
Italie (IPCH)	0,2	0,1	-0,1	1,4	1,2			
Espagne (IPCH)	-0,2	-0,5	-0,2	1,8	1,4			
Royaume-Uni	1,5	0,0	0,7	2,7	2,7			

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.

	15/09/2017	déc 2017	juin 2018	déc 2018	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Taux d'intérêt								
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	1-1,25	1-1,25	1,5-1,75	1,75-2	0,15	0,40	0,95	1,55
Emprunts d'État à 10 ans	2,2	2,3	2,6	2,8	2,1	1,9	2,3	2,6
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	0,1	0,2	0,4	0,0	0,1	0,1
Royaume-Uni								
Bank rate	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,40	0,25	0,50
Emprunts d'État à 10 ans	1,4	1,3	1,5	1,5	1,8	1,3	1,2	1,4
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	0,4	0,6	0,8	1,2	0,5	0,1	0,4	0,9
France	0,7	0,9	1,1	1,5	0,8	0,5	0,9	1,2
Italie	2,1	2,3	2,5	2,9	1,7	1,5	2,2	2,6
Espagne	1,6	1,6	1,8	2,1	1,7	1,4	1,6	1,8
Cours de change								
EUR / USD	1,20	1,20	1,15	1,18	1,11	1,11	1,13	1,15
EUR / GBP	0,88	0,90	0,90	0,90	0,73	0,82	0,88	0,90
EUR / JPY	133	138	132	130	134	120	127	132
GBP / USD	1,36	1,33	1,28	1,31	1,53	1,35	1,29	1,28
USD / JPY	111	115	115	110	121	109	112	114

Perspectives américaines : la grande incertitude

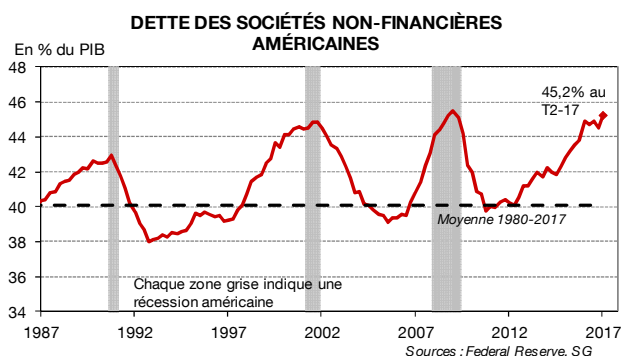
- De premiers signes augurent d'un essoufflement de la phase d'expansion économique américaine, dont la durée de vie est largement liée aux politiques économiques.
- De modestes baisses d'impôts en 2018 seraient décisives pour maintenir la croissance au-dessus de 2 % et préserver l'appétit pour le risque des investisseurs.
- Au-delà des doutes sur le cycle américain, la politique américaine est, de façon croissante, au cœur des incertitudes mondiales.

Les statistiques d'activité publiées depuis le T2-17 rassurent quant au *momentum* de l'économie mondiale, qui apparaît aujourd'hui dynamique.

Le caractère durable de cette embellie économique, à un horizon de 1 à 2 ans, est cependant incertain. Le retour de la croissance chinoise sur une tendance de ralentissement, qui semble inévitable après le renouvellement du Politburo en octobre, constitue notamment un risque important sur le commerce mondial et les prix des matières premières. Surtout, les développements économiques et politiques américains nous semblent être les plus susceptibles de faire basculer les perspectives mondiales.

Premiers signes d'arrivée à maturité de la phase d'expansion économique américaine

La phase d'expansion économique aux États-Unis, longue de plus de huit ans, est la troisième plus longue depuis 1945. Soutenue par la politique monétaire, elle est caractérisée par une croissance plus faible que lors des cycles précédents et surtout une inflation peinant à se redresser. Bien que plusieurs des exubérances habituellement observées en fin de cycle soient pour le moment absentes, certains indicateurs pointent vers un possible essoufflement de la croissance américaine.

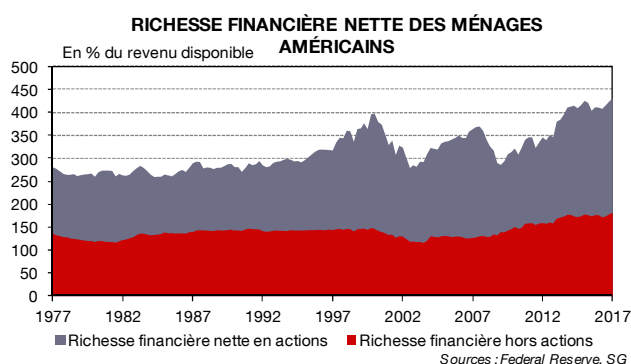


Ces premiers signes d'alerte émanent des sociétés non-financières (SNF). Après un déclin de leurs profits en 2015 et 2016, elles ont continué de distribuer des dividendes et de procéder à des rachats d'actions¹,

¹Au T2-17, les sociétés du S&P 500 ont versé 12,4 Mds USD de dividendes et procédé à 14,7 Mds USD en rachats d'actions, soit une hausse respective de 72 % et 176 % par rapport au T2-08.

favorisant la hausse des cours boursiers. Dans un contexte de taux bas, de croissance et d'investissement modérés – le PIB a progressé de seulement 1,5 % en 2016 – c'est bien l'endettement qui a permis cette rémunération des actionnaires. Par conséquent, le ratio d'endettement des SNF a atteint 45,2 % du PIB au T1-17, juste en-deçà de son pic de 2009 (45,5 %). Cet endettement peut toutefois être relativisé au vu de l'accumulation d'actifs liquides par celles-ci.

Cette image de la situation des SNF contraste globalement avec celle des ménages, dont la situation financière est meilleure qu'en 2008. Leur dette en proportion du PIB est en baisse (78,1 % au T1-17 contre 97,7 % début 2008) car le repli du crédit immobilier a plus que compensé la hausse des crédits à la consommation et la consommation reste robuste en 2017. Celle-ci est cependant en partie expliquée par la hausse du prix des actions, via l'effet-richeesse ainsi que via la confiance des salariés de ces entreprises. En effet, le taux d'épargne des ménages continue de baisser et est au plus bas depuis 2009 (3,7 % du revenu disponible brut au T2-17). Cette dépendance aux actions de la richesse des ménages est encore accrue par la part croissante des dividendes dans leur revenu².



Croissance, politiques monétaires : la politique budgétaire de D. Trump sera clé

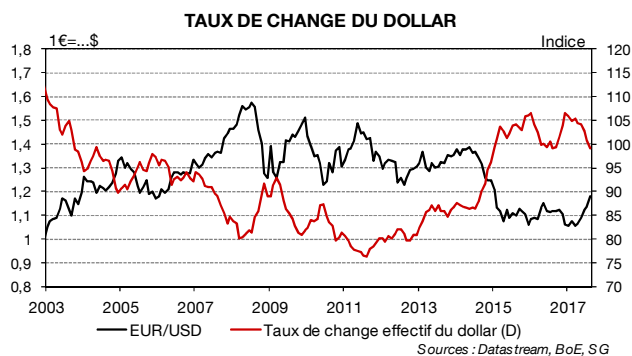
Ces signes de maturation du cycle américain ne signalent pas nécessairement un retournement

² La hausse des dividendes reçus entre 2010 et 2016 (+74 %) explique près de 15 % de celle du RDB alors que les dividendes ne représentent qu'en moyenne 6,4 % du RDB sur la période.

conjoncturel prochain, d'autant plus qu'ils ne restent que partiels. Pour autant, le triptyque que nous venons de décrire (endettement des entreprises / rémunération des actionnaires / consommation des ménages soutenue notamment par l'effet-riche) ne peut être soutenable dans un contexte de resserrement monétaire. En effet, la hausse de la charge de la dette réduira la capacité des entreprises à rémunérer leurs actionnaires ou à investir. Par ailleurs, ce triptyque accroît l'exposition de la croissance américaine aux risques de chute de l'appétit pour le risque des investisseurs.

Dans ce contexte, la future politique budgétaire de l'administration Trump sera décisive pour apporter du souffle à l'expansion de l'économie américaine. Le programme électoral de D. Trump proposait des baisses d'impôts importantes sur les ménages et les entreprises, ainsi qu'un plan de construction d'infrastructures. Or, une telle politique budgétaire expansionniste tarde à se mettre en place en raison des tensions entre la Maison Blanche et le Congrès à majorité républicaine. Nous anticipons toutefois une baisse des taux d'imposition – et non la réforme fiscale importante initialement proposée – effective au S1-18. En résulterait un surcroît temporaire de croissance de 0,3 point de PIB, caractérisant notre prévision de croissance de 2,3 % pour 2018. La croissance potentielle des États-Unis ne serait donc pas affectée.

Les futurs choix de politique budgétaire pourraient également changer la donne sur les marchés de taux et de change, via leur impact sur la politique monétaire. En effet, les déceptions sur l'inflation américaine et les doutes accrus sur la capacité de l'administration Trump à travailler efficacement avec le Congrès ont poussé les investisseurs à réduire leurs anticipations de hausses de taux directeurs de la Fed depuis le printemps. Les marchés n'intègrent ainsi qu'à peine plus d'une hausse de taux avant fin 2018, ce qui a contribué à réduire les taux d'intérêt de long terme et à affaiblir le dollar.



Par conséquent, la mise en place d'un stimulus budgétaire soutenant la croissance, même

temporairement, permettrait à la Fed de poursuivre le resserrement graduel de sa politique monétaire. Cela alimenterait donc un redressement des taux d'intérêt américains et du dollar, ce qui correspond à notre scénario.

Surtout, un tel scénario faciliterait la tâche de la BCE. Celle-ci a en effet été contrainte de réviser à la baisse ses prévisions d'inflation en zone euro en septembre, en raison de l'appréciation récente de l'euro. Or, cette dégradation des perspectives d'inflation complique la communication autour du futur arrêt progressif de ses achats d'actifs. La BCE a ainsi reporté une décision en ce sens à sa réunion d'octobre, préférant opter pour le *statu quo* le 7 septembre dernier.

Les États-Unis, source de risques multiples

Au-delà de l'impact des choix budgétaires sur les politiques monétaires et les marchés financiers, la modération des risques politiques en zone euro accroît l'importance relative des risques liés aux États-Unis.

Ces risques sont d'abord géopolitiques et commerciaux. À ce stade, la probabilité semble extrêmement faible que les tensions importantes avec la Corée du Nord conduisent à une guerre ouverte. Toutefois, cette situation pourrait alimenter des tensions commerciales entre les États-Unis d'une part et la Russie et la Chine d'autre part en cas d'élargissement important des sanctions américaines envers des entreprises de ces deux pays commerçant avec la Corée du Nord.

En parallèle, le processus de renégociation de l'ALENA (accord de libre-échange nord-américain) a été lancé mi-août avec pour but de trouver un accord avant les élections générales de mi-2018 au Mexique et les élections de mi-mandat de novembre 2018 aux États-Unis. L'importance des points d'achoppement (règles d'appels d'offre publics, mécanisme de règlement des litiges commerciaux...) fait peser le risque d'une remise en cause plus générale de cet accord par les États-Unis. Or, ces derniers sont destinataires de 75 % des exportations mexicaines et canadiennes.

Les risques politiques domestiques sont également importants. Le Congrès devra ainsi voter un budget avant le 9 décembre pour éviter un *government shutdown* (fermeture des services publics non-essentiels), qui pèserait sur l'activité et accroîtrait l'incertitude. Un relèvement du plafond législatif de la dette (suspendu temporairement début septembre) devra également être décidé avant cette date pour permettre au Trésor de continuer à honorer ses obligations financières.

ZONE EURO

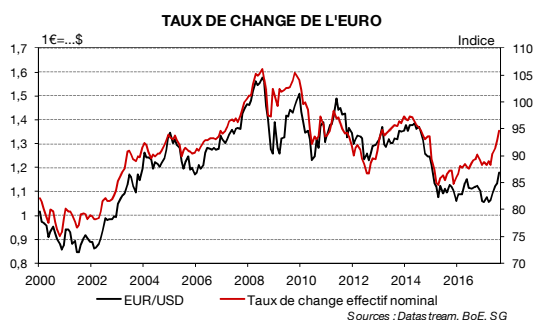
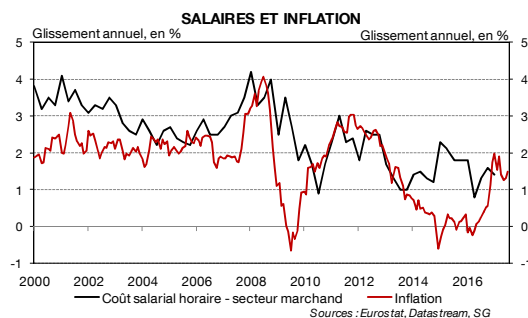
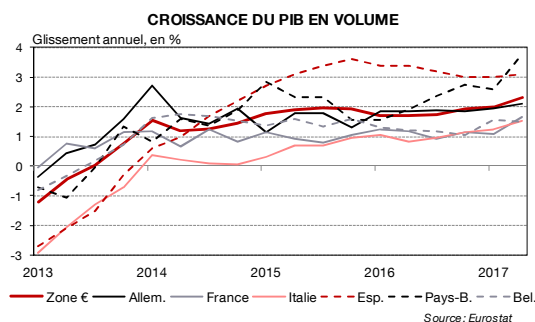
- Le renforcement de la croissance au 2^e trimestre et des enquêtes de confiance au cours de l'été soulignent la nette embellie économique en cours en zone euro.
- La progression du PIB resterait dynamique et supérieure au potentiel en 2018, sans toutefois alimenter de net renforcement de l'inflation.
- La sortie de la politique monétaire ultra-accommodante de la BCE est compliquée par l'appréciation récente de l'euro. Nous anticipons cependant un arrêt progressif des achats d'actifs au cours de l'année 2018

L'embellie conjoncturelle se confirme en zone euro. Au T2-17, le PIB a accéléré à 0,6 % T/T (0,5 % au T1) et ce dynamisme de l'activité a été partagé par la quasi-totalité des pays membres. La zone bénéficie en effet d'un léger assouplissement budgétaire et d'une hausse de l'emploi soutenu le revenu des ménages. De plus, les conditions monétaires très accommodantes soutiennent la reprise du crédit alors que le redressement du commerce international dynamise les exportations.

La croissance se maintiendrait à un niveau élevé au S2-17 et en 2018, grâce à une demande intérieure dynamique. Elle fléchirait néanmoins légèrement l'an prochain, car l'appréciation récente de l'euro pèserait sur la vigueur des exportations.

L'inflation ferait par ailleurs les frais de cette appréciation de l'euro, même si cette dernière resterait contenue. Ainsi, le prix du baril de Brent en euros progresserait plus modérément en 2018 qu'en 2017. Les pressions inflationnistes sous-jacentes resteraient limitées par l'absence d'accélération notable des salaires dans la plupart des grands pays de la zone, même si les négociations salariales à venir en Allemagne constitueront un test clé.

La BCE resterait donc confrontée à la faiblesse de l'inflation, dans un contexte pourtant porteur de croissance et de créations d'emplois. Dans ce cadre, nous anticipons qu'elle annoncerait en octobre une réduction du rythme mensuel des achats d'actifs à partir de janvier 2018, tout en communiquant sur une extension temporelle de ces achats sur la majeure partie de l'année. Cela lui permettrait ainsi de contenir la remontée des taux d'intérêt de long terme. Les taux d'intérêt directeurs ne seraient pas relevés avant 2019. La matérialisation de risques politiques (élections en Italie notamment) pourrait cependant bouleverser ce calendrier.



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

ALLEMAGNE

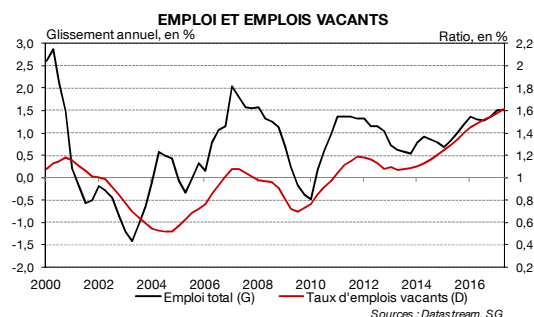
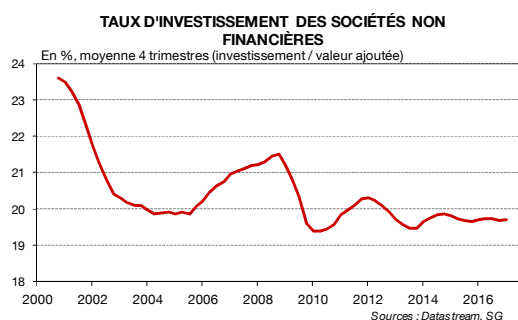
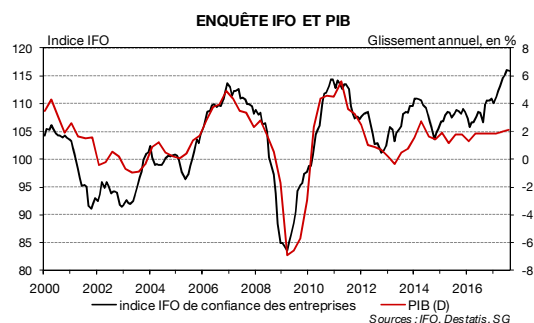
- La croissance est restée forte au T2-17 et ce dynamisme se maintiendrait à court terme.
- En 2017, la croissance atteindrait son plus fort rythme depuis 2011, bénéficiant à la fois de l'accélération du couple exportations-investissements et du dynamisme de la consommation.
- L'activité resterait bien orientée en 2018 et permettrait, dans la situation actuelle de plein emploi, d'alimenter une accélération progressive des salaires.

Le fort dynamisme de la croissance déjà observé au T1-17 (0,7 % T/T) s'est confirmé au T2 (0,6 %). La consommation des ménages a enregistré sa plus forte hausse depuis 2011 et l'investissement est demeuré solide après un premier trimestre déjà fort. Au vu de l'amélioration supplémentaire des dernières enquêtes de confiance des entreprises comme des ménages, la croissance devrait rester forte à court terme.

Dans ce contexte, en 2017, le PIB accélérerait par rapport à 2016, dépassant la barre de 2 %. L'Allemagne bénéficie en effet du rebond du commerce international, ce qui soutient l'investissement. D'autre part, le dynamisme des revenus et des conditions de crédit restant favorables alimentent la progression de la dépense des ménages.

En 2018, la croissance resterait solide, bien qu'en légère modération. En effet, l'investissement résidentiel ralentirait après deux années de forte hausse. Les exports resteraient dynamiques, bien qu'affectés par l'appréciation de l'euro. L'investissement en biens d'équipements accélérerait, les entreprises faisant face à des contraintes croissantes sur leurs capacités de production après des années de sous-investissement. En parallèle, dans un contexte de plein emploi, les salaires accéléreraient enfin. En effet, des négociations salariales importantes interviendront en 2018 et les exigences des syndicats devraient être soutenues par le niveau plus élevé de l'inflation que lors des négociations précédentes.

Ce scénario repose sur l'hypothèse conventionnelle d'une politique budgétaire globalement inchangée après les élections fédérales du 24 septembre. L'ampleur des marges de manœuvre budgétaires permettrait toutefois au futur gouvernement de mettre en place une politique expansionniste, notamment via des baisses d'impôts pour les ménages. Dans un tel cas, la consommation privée soutiendrait davantage le PIB en 2018.



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

FRANCE

- La France traverse une période de dynamisme de l'activité et de rebond de l'emploi.
- En 2017, la croissance reviendrait au plus haut depuis 2011 et elle resterait solide en 2018.
- La politique budgétaire freinerait toutefois la croissance fin 2017 et en 2018, alors que les premiers effets positifs de la réforme du code du travail ne se feraient pas sentir avant 2019.

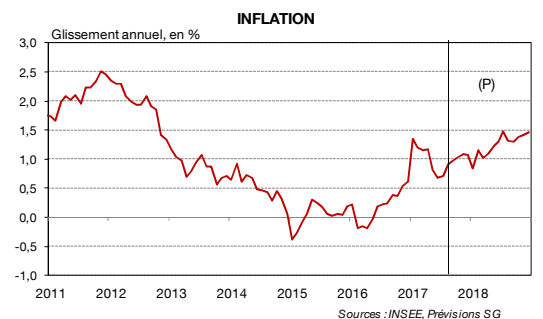
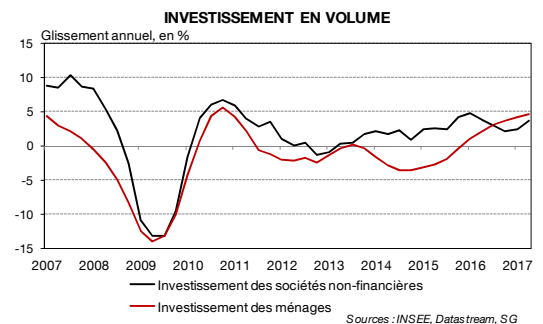
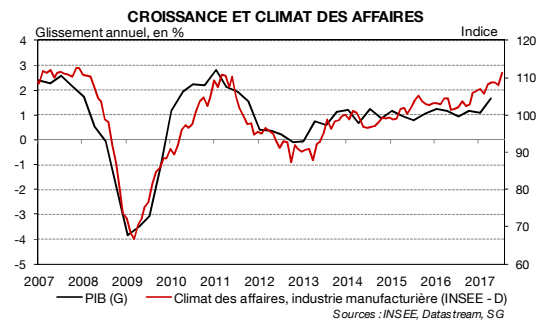
L'élan conjoncturel a continué de se renforcer. La croissance est restée dynamique au T2, à 0,5 % T/T, comme lors des deux trimestres précédents. En particulier, les exportations ont rebondi au printemps et la consommation des ménages a accéléré.

Les dernières enquêtes de confiance signalent un maintien du dynamisme de l'activité au T3. Dans ce cadre, nous prévoyons désormais que la croissance dépasserait la barre de 1,5 % en 2017 comme en 2018, pour la première fois depuis 2011.

En 2017, le renforcement de la croissance par rapport à 2016 résulterait surtout d'un mouvement de restockage, déjà opéré au 1^{er} semestre, et d'une accélération des exportations. En parallèle, l'investissement des ménages comme des entreprises accélérerait.

Les moteurs de la croissance évolueraient à la marge en 2018. L'effort d'investissement des entreprises, déjà élevé au regard du niveau d'activité, se modérerait. En revanche, les exportations accéléreraient à nouveau, évoluant davantage en ligne avec le commerce international, même si l'appréciation récente de l'euro limiterait cette embellie. Enfin, la consommation privée ne se renforcerait que modestement malgré la reprise du marché du travail. En effet, le pouvoir d'achat serait modéré par un léger renforcement de l'inflation, qui serait tirée à la fois par la poursuite de la hausse des prix du pétrole et par les prix des services. De plus, il serait affecté par le resserrement de la politique budgétaire. Les évolutions importantes sur la fiscalité des ménages prévues en 2018 seraient globalement neutres pour le pouvoir d'achat. En revanche, celui-ci serait affecté par les économies sur la dépense publique (20 Mds EUR).

La réforme du code du travail présentée en septembre devrait améliorer à terme la compétitivité et la flexibilité des entreprises françaises, mais ses effets n'apparaîtraient pas avant 2019.



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

ITALIE

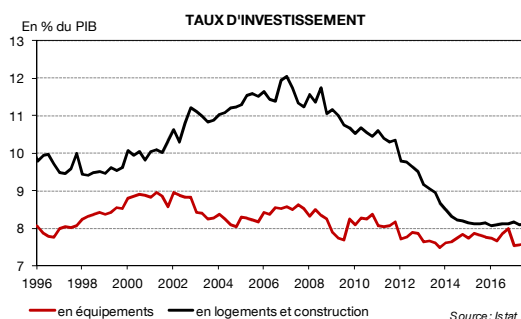
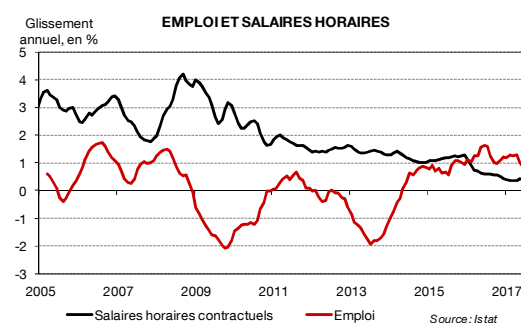
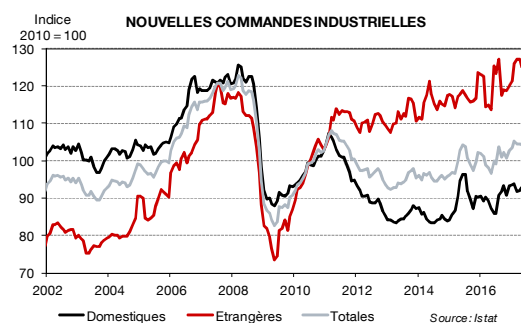
- La croissance se poursuit au T2 avec une nouvelle hausse de 0,4 % du PIB. La hausse des prix n'a pas freiné la consommation des ménages et la demande mondiale est dynamique.
- Les incertitudes s'amenuisent avec les progrès dans l'assainissement du système bancaire italien et le PIB progresserait de 1,3 % en 2017 et 1,1 % en 2018.

La reprise s'est poursuivie au T2 (+0,4 %), grâce au dynamisme de la production industrielle, tirée par les commandes étrangères. L'Italie profite de la reprise du commerce mondial et le climat des affaires est au plus haut depuis 2006. Côté demande intérieure, la consommation des ménages est soutenue par les créations d'emploi, alors les salaires ralentissent. L'investissement en biens d'équipements s'est légèrement redressé au T2, grâce au dynamisme de la demande mondiale.

L'économie italienne connaîtrait une croissance de 1,3 % en 2017, soit la meilleure performance depuis 2010. Au deuxième semestre, les ménages bénéficieraient de la modération de l'inflation et l'investissement progresserait quelque peu. Le taux d'investissement resterait cependant déprimé, en particulier dans le secteur de la construction, du fait de la faiblesse de la dépense publique.

En 2018, l'économie progresserait de 1,1 %. La consommation des ménages ralentirait légèrement, du fait de la stabilisation du taux d'épargne à un point bas historique. Les exportations seraient également moins dynamiques du fait d'un ralentissement de la demande mondiale et de l'appréciation de l'euro. En revanche, l'investissement serait un peu plus dynamique, grâce à la reprise du crédit qui devrait intervenir suite à la stabilisation du système bancaire avec le sauvetage des principales banques en difficulté en 2017.

Les incertitudes politiques s'amenuisent alors qu'il n'est plus question d'élections anticipées avant le printemps 2018 et que les partis de la probable coalition de droite (Forza Italia, Ligue du Nord et Frères d'Italie) ont adouci leurs positions anti-euro. Les débats autour d'une éventuelle monnaie parallèle pourraient cependant animer les marchés à l'approche des élections.



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

ESPAGNE

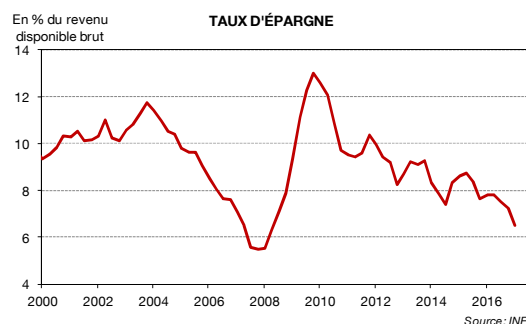
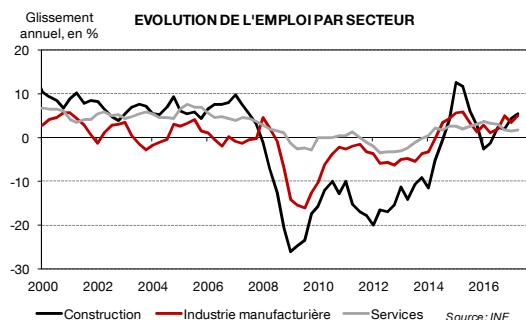
- La croissance espagnole est restée très dynamique au T2 2017, grâce au rebond de la consommation des ménages et à la contribution positive du commerce extérieur.
- Les créations d'emploi et la demande externe continueraient de soutenir l'économie au deuxième semestre et l'Espagne enregistrerait à nouveau une croissance de 3 % cette année.
- En 2018, l'économie croîtrait au rythme de 2,6 % du fait d'un léger tassement du taux d'investissement et d'une demande mondiale moins dynamique.

La croissance trimestrielle est restée forte et a atteint 0,9 % au T2 2017. La demande intérieure a notamment bénéficié d'un rebond de la consommation des ménages dans un contexte de fortes créations d'emploi, en particulier dans l'industrie et la construction. En revanche, les salaires nominaux restent atones. Ainsi, les ménages ont de nouveau largement puisé dans leur épargne au premier semestre et le taux d'épargne est tombé à son plus bas niveau depuis 2007.

L'indicateur de confiance des consommateurs reste cependant bien orienté et nous anticipons la poursuite du rythme de consommation au deuxième semestre. Le secteur du tourisme devrait également soutenir l'économie cette année : la saison a été excellente (+14% de hausse des dépenses au S1) et les attentats de Barcelone n'ont eu qu'un impact très limité sur les réservations dans les semaines qui ont suivi. Enfin, la reprise de l'investissement public, après plusieurs années d'atonie, profiterait au secteur de la construction.

La croissance atteindrait 3 % en 2017 et 2,6 % en 2018. Le commerce extérieur progresserait de façon plus modérée l'an prochain du fait d'un tassement de la demande mondiale et de l'appréciation récente de l'euro. De même, l'investissement productif ralentirait après plusieurs années de forte croissance, le taux d'investissement en biens d'équipement étant proche de son plus haut historique (10 % du PIB). De plus, la remontée anticipée des taux longs pourrait affecter le crédit aux entreprises et aux ménages.

Si la situation politique intérieure reste tendue avec le maintien du référendum d'autodétermination de la Catalogne le 1^{er} octobre, l'impact économique resterait limité.



En %	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	1,4	3,2	3,2	3,0	2,6
Consommation des ménages	1,6	2,9	3,2	2,4	2,4
Investissement	3,8	6,0	3,1	4,3	3,9
Exportations	4,2	4,9	4,4	6,3	4,5
Importations	6,5	5,6	3,3	5,0	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	1,2	2,3
Taux de chômage	24,5	22,1	19,7	17,2	15,1
Taux d'épargne	9,0	8,2	7,7	6,9	6,7
Taux d'inflation	-0,2	-0,5	-0,2	1,8	1,4
Solde public (en % du PIB)	-6,0	-5,1	-4,5	-3,1	-2,4
Solde courant (en % du PIB)	1,1	1,4	1,9	1,6	1,8

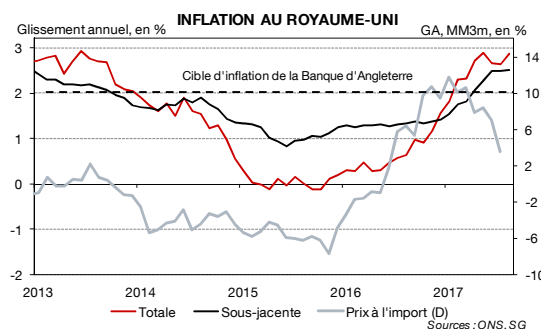
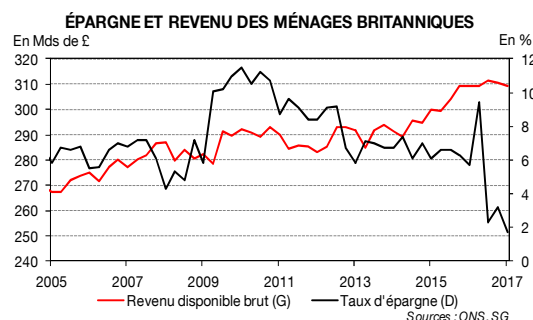
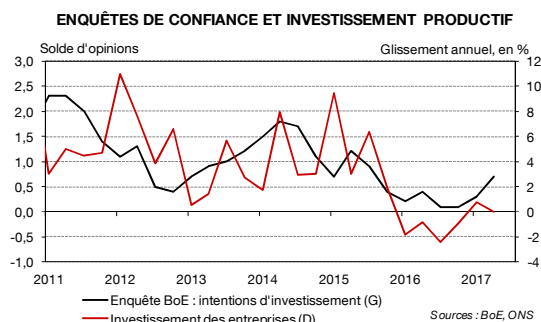
ROYAUME-UNI

- Les négociations du *Brexit* piétinent et les parties ne devraient pas aborder le sujet du commerce en 2017. Un accord transitoire maintenant le « statu-quo » semble indispensable.
- Nous anticipons un ralentissement de la croissance du PIB réel en 2017 et 2018, sur fonds d'incertitude liée au *Brexit* pesant sur l'investissement privé et la consommation des ménages.
- La Banque d'Angleterre devrait procéder à une hausse de taux de 25pb d'ici à fin 2018 et ainsi prolonger le caractère relativement accommodant de sa politique monétaire

Les trois premières rencontres entre officiels de l'Union Européenne (UE) et du Royaume-Uni n'ont pas abouti à des progrès suffisants pour permettre des discussions commerciales en octobre. Les dissensions sur les droits des citoyens, les conditions financières du divorce et la frontière séparant l'Irlande du Nord de la République d'Irlande suscitent des doutes quant à la capacité des négociateurs à respecter les délais. Le gouvernement de T. May reste vulnérable alors que les rapports publiés durant l'été ont fourni peu d'informations quant à la stratégie de sortie du Royaume-Uni. La conclusion d'un accord de transition serait dans l'intérêt des deux parties et apparaît comme l'option la plus probable. Il maintiendrait le statu quo, notamment les contributions du Royaume-Uni au budget de l'UE et le respect des quatre libertés pendant une durée maximale de trois ans.

La croissance du PIB est restée faible au T2 (0,3 % T/T) après un T1 atone. Le ralentissement des prix à l'import indique que l'essentiel de l'impact de la dépréciation de la livre sur l'inflation et le pouvoir d'achat des ménages s'est déjà produit. Toutefois, l'endettement élevé des ménages et le taux d'épargne historiquement bas laissent peu de place à une augmentation de la consommation. Les incertitudes liées au *Brexit* devraient peser encore davantage sur l'investissement privé. L'embellie conjoncturelle en zone euro devrait profiter aux exportations et ainsi compenser partiellement le ralentissement de la demande intérieure. Dans ce contexte, nous tablons sur une croissance modeste du PIB en 2017 (1,6 %) et en 2018 (1,3 %).

La banque d'Angleterre devrait procéder à une hausse de taux de 25pb au T1-18, ce qui maintiendrait une politique monétaire accommodante malgré un discours récemment plus *hawkish*. L'inflation demeurerait au-delà de la cible de 2 %, avec un risque à la hausse en raison d'effets transitoires.



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

ÉTATS-UNIS

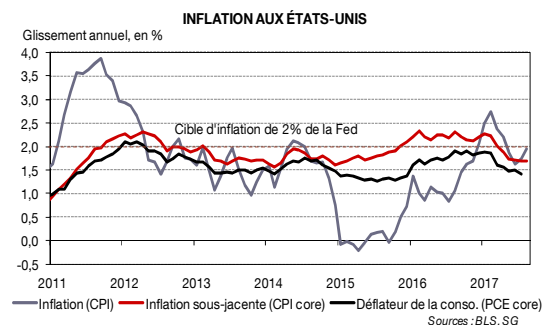
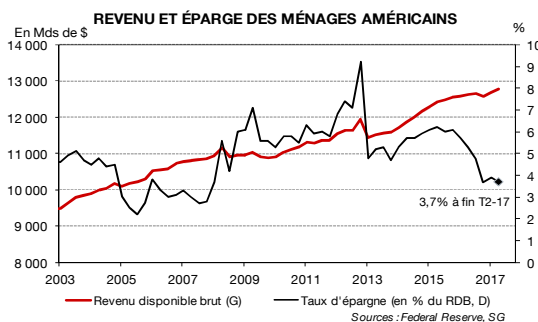
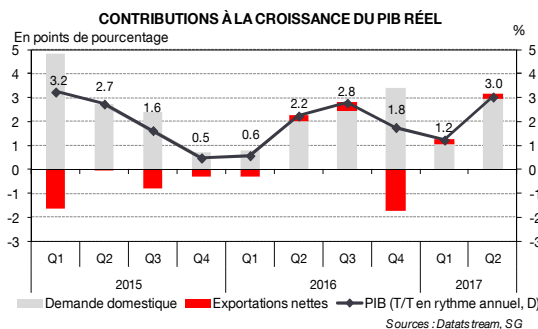
- La phase d'expansion américaine, longue de plus de huit ans, devrait se poursuivre grâce à de solides fondamentaux (emploi, salaires) illustrés par le rebond de la croissance du PIB au T2.
- Les solutions temporaires sur le budget et plafond de la dette renforcent l'incertitude autour de la politique budgétaire et laissent entrevoir de simples réductions d'impôts effectives au S1-18.
- La Réserve Fédérale (Fed) devrait entamer la normalisation de son bilan dès octobre. Nous anticipons trois hausses de taux de 25 pb d'ici fin 2018, contre seulement une pour les marchés.

Au T2, le PIB réel a cru à son rythme le plus rapide en deux ans (3 % T/T en rythme annualisé), soutenu par la consommation, l'investissement privé et le commerce extérieur. La vigueur du marché du travail et de la confiance des ménages devrait alimenter la consommation. La dépréciation du dollar associée à la bonne dynamique de l'économie mondiale devrait favoriser le commerce. Le PIB devrait croître à un rythme proche du potentiel au cours des prochains trimestres, les impacts des ouragans successifs (Harvey et Irma) ne devant être que transitoires.

Après des échecs successifs (système de santé notamment), l'administration Trump cible désormais les réductions d'impôts. La mise en œuvre permanente de réformes telles que la baisse du taux d'impôt des sociétés devra toutefois s'accompagner d'économies significatives pour contenir le déficit. Cependant, il semble peu probable que la majorité Républicaine au Congrès convienne de baisses des dépenses suffisantes. Par conséquent, la baisse d'impôts devrait être temporaire et entrer en vigueur au S1-18, maintenant la croissance à un rythme proche du potentiel.

Ces réductions d'impôts s'avéreront déterminantes dans la prolongation de la phase d'expansion actuelle. Toutefois, le recul du taux d'épargne, l'augmentation de la dette du secteur privé non financier et la diminution des marges des entreprises semblent indiquer que la dernière phase de ce cycle est proche.

L'inflation a déçu au T2, sous l'objectif de 2 % de la Fed, qui devrait commencer à réduire son bilan en octobre, actuellement de 4 500 milliards USD. Les marchés prévoient un peu plus d'une seule hausse de taux de 25 pb d'ici fin 2018, soit bien moins que les cinq hausses de 25 pb anticipées par le FOMC et que nos prévisions de trois relèvements de 25 pb pour la même période.



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

JAPON

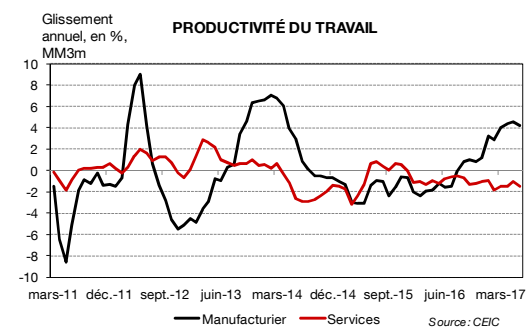
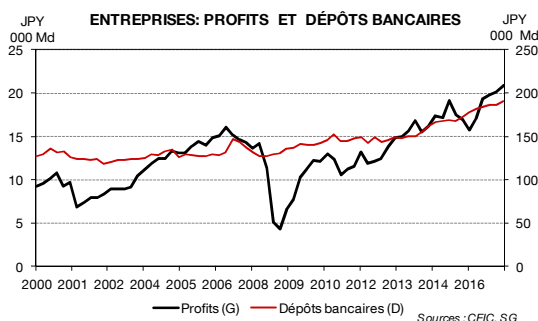
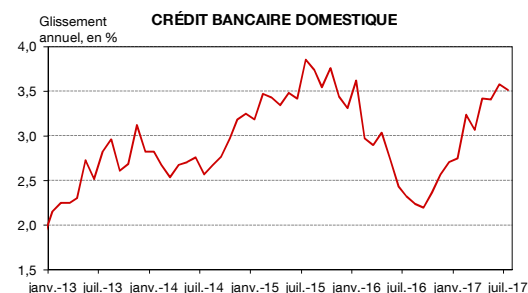
- Le PIB réel devrait enregistrer une croissance soutenue de 1,4 % cette année, principalement soutenu par la demande intérieure, avant de ralentir à 1,2 % en 2018.
- L'inflation devrait rester inférieure à 1 %, en dessous de l'objectif de 2 % fixé par la Banque du Japon (BoJ).

Le PIB réel a fortement progressé (+0,6 % en GT et +1,1 % en GA) au T2-17, principalement soutenu par la demande intérieure. Le TANKAN, indice de confiance des entreprises, et le crédit bancaire ont continué de s'améliorer en juillet. Les prix sont quant à eux restés bas (0,4 % en GA en juillet). Cependant, l'accélération de l'activité et les anticipations de dépréciation du JPY liée à la hausse attendue des taux américains devraient se traduire par une montée des pressions inflationnistes au cours des prochains mois. L'inflation devrait donc atteindre 0,6 % en 2017 et 0,8 % en 2018.

L'économie devrait enregistrer une croissance solide de 1,4 % en 2017 (contre 1 % en 2016). En dépit de la hausse de l'inflation, la consommation privée devrait rester le principal moteur de croissance, sur fond de hausse des salaires en raison du taux de chômage historiquement bas, de la hausse de la productivité du travail, et de la baisse du taux d'épargne. L'investissement privé s'améliorerait progressivement, compte tenu de la croissance des bénéfices des entreprises dans un contexte de hausse des prix. Les exports continueraient aussi de soutenir la croissance, grâce à la faiblesse du JPY et à la vigueur de la demande mondiale.

L'activité devrait ralentir à 1,2 % en 2018 du fait de la baisse des exportations, notamment à destination de la Chine qui absorbe environ 20 % des exportations japonaises. Ce ralentissement des exportations devrait également peser sur les dépenses en investissement des entreprises.

La BoJ devrait maintenir pendant un certain temps son QQE assorti d'un mécanisme de contrôle de la courbe des taux mis en place il y a un an. Elle devrait donc entamer son processus de normalisation seulement après la BCE et la Fed. Une politique budgétaire expansionniste pourrait être utilisée comme soutien à la croissance si cette dernière venait à décevoir.



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

CHINE

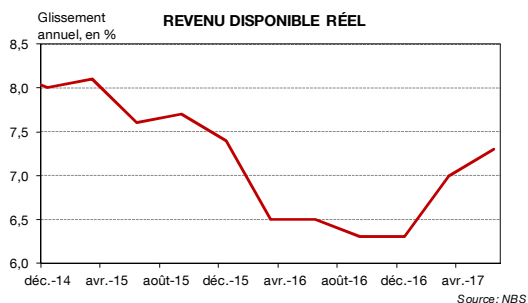
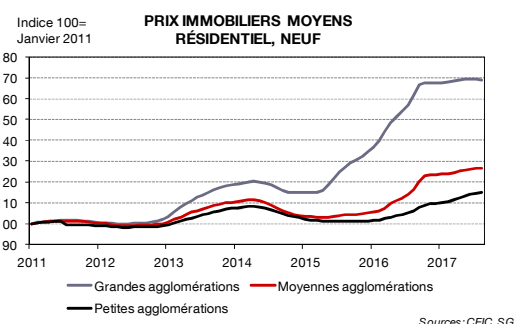
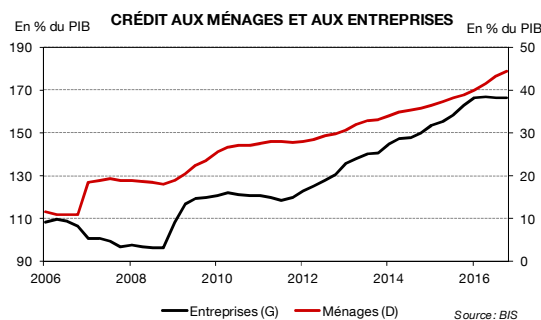
— L'activité a été solide au S1-17 et il n'y encore aucun signe de détérioration rapide à l'approche du 19^e Congrès du Parti qui se tiendra le mois prochain.

— La croissance économique devrait rester soutenue à 6,7 % en 2017 avant de reculer à 6,3 % en 2018 quand les questions du désendettement et de la réduction du risque financier seront de nouveau au centre des priorités des autorités.

Après une croissance solide du PIB réel au S1, les derniers indicateurs d'activité ont été moins positifs. La production industrielle, les ventes de détail et l'investissement se sont repliés en juillet et en août. Les prix immobiliers n'ont, pour le moment, pas accusé de forte baisse sur fond d'accélération rapide des prêts hypothécaires. Ainsi, les nouveaux crédits bancaires ont augmenté de 24% en GA sur trois mois cumulés en août. Les sorties de capitaux se sont stabilisées depuis le T2. Les réserves de change ont atteint un plus haut sur 9 mois en juillet et se sont établies à 3 080 milliards d'USD.

La PBoC a assoupli ses contrôles de capitaux début septembre. En conséquence, le RMB s'est déprécié depuis lors, rendant les autorités plus confortables avec cette tendance, après la forte appréciation du RMB face à l'USD au T2 (+6 %). La PBoC a également relâché les conditions de la liquidité domestique, comme en témoigne la récente baisse des taux interbancaires.

À court terme, la politique budgétaire devrait s'avérer moins favorable à la croissance, car les mesures de relance mises en place en 2016 et au S1-17 devraient progressivement s'atténuer. Les autorités devraient durcir leur politique économique après le 19^e Congrès du Parti d'octobre prochain, alors qu'elles poursuivront leurs efforts pour réduire l'endettement élevé de l'économie (257 % du PIB). L'investissement devrait s'en trouver fortement affecté. En revanche, la consommation devrait continuer de soutenir la croissance, grâce à la hausse rapide du revenu réel disponible lui-même tiré par le dynamisme des salaires et des revenus fonciers. Par ailleurs, le taux d'épargne actuellement élevé des ménages continuerait à baisser. La croissance des exportations se poursuivrait dans le sillage de la reprise de la demande européenne et, dans une moindre mesure, américaine. Par conséquent, la croissance du PIB ralentirait à 6,7 % en 2017, en ligne avec l'objectif officiel de croissance fixé à 6,5 % cette année, avant de reculer 6,3 % en 2018.



En %	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	7,3	6,9	6,7	6,7	6,3
Consommation	8,4	9,1	9,3	9,5	9,6
Investissement	6,3	4,2	3,1	1,3	1,1
Commerce extérieur (contrib., en pts de PIB)	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,0
Taux d'inflation	2,0	1,4	2,0	1,8	2,1
Solde public (en % du PIB)	-0,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Dettes publiques (en % du PIB)	39,8	42,9	46,3	49,9	52,6
Dettes externes (en % du PIB)	16,8	12,7	12,7	12,2	11,8
Solde courant (en % du PIB)	2,6	3,0	2,4	1,6	1,4

INDE

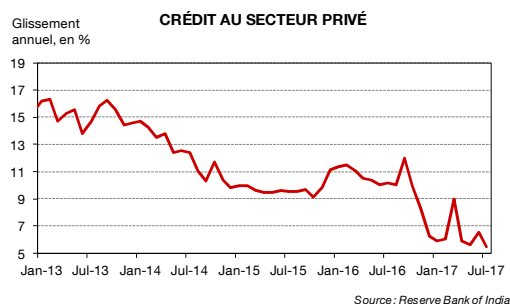
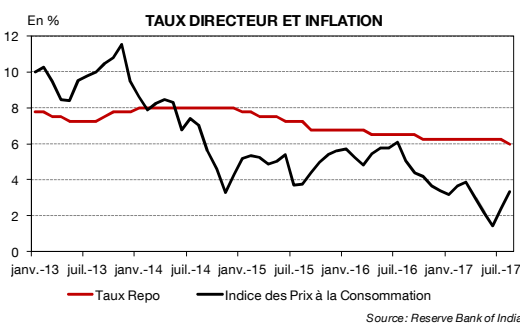
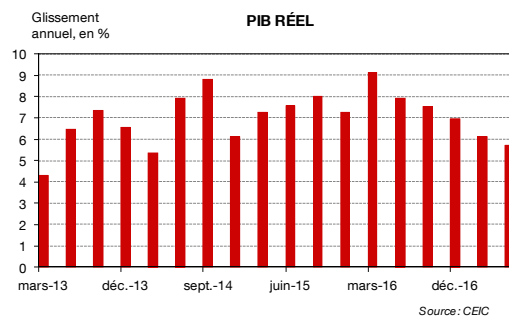
— La croissance du PIB devrait rester soutenue à 7,3 % en 2017 et à 7,5 % en 2018, grâce à la vigueur de la consommation privée.

— Le rebond récent des prix devrait rester limité. L'inflation reculerait à 3,5 % en 2017 avant de remonter légèrement à 4,8 % en 2018 avec la reprise de l'activité. Il reste donc une marge de manœuvre supplémentaire pour un assouplissement monétaire.

Le PIB réel a ralenti à son plus bas niveau depuis trois ans au T2-17. Pénalisée par les effets persistants (mais s'atténuant) de la démonétisation, la consommation privée a fortement chuté. L'investissement est quant à lui relativement volatil en raison de la mise en œuvre de la TVA depuis le 1^{er} juillet. Toutefois, cette situation ne devrait pas durer, comme l'indiquent le rebond de la production industrielle en juillet et de l'indice PMI en août. L'inflation a atteint 3,3 % en août en raison de la hausse des prix alimentaires. Ce rebond devrait néanmoins s'avérer limité, car les effets de la mise en œuvre de la TVA devraient être neutralisés par la récente appréciation de l'INR. L'inflation devrait donc reculer à 3,5 % en 2017, avant de remonter à 4,8 % en 2018.

La Banque de Réserve de l'Inde (RBI) a réduit son taux directeur de 50 pb à 6 % en août, pour la première fois depuis fin 2016. Jusqu'à présent, la politique accommodante adoptée par la RBI n'a pas permis de relancer le crédit bancaire ni l'investissement. La part importante d'actifs en difficulté, notamment de prêts non performants (NPL) et de prêts restructurés (12 % des prêts totaux au T2-17) a contraint le bilan des banques. La RBI a récemment décidé de renforcer le cadre réglementaire de traitement des NPLs afin de résoudre l'essentiel du problème d'ici la mi-2018. Avec des taux d'intérêt réels avoisinant actuellement les 3 %, la RBI dispose d'une marge de manœuvre supplémentaire pour baisser son taux directeur afin de soutenir l'activité.

La croissance économique devrait rester vigoureuse autour de 7,5 % en 2017-2018. La consommation privée bénéficierait de la baisse des taux d'intérêt. Alors que l'investissement privé devrait rester atone, l'investissement public serait quant à lui pénalisé par d'éventuelles coupes budgétaires compensant la mise en place d'allègements de prêts pour les paysans touchés par la démonétisation et deux années consécutives de sécheresse.



En %	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	7,5	8,0	7,1	7,3	7,5
Consommation des ménages	6,2	6,1	8,7	7,2	8,2
Investissement	3,4	6,5	2,4	3,0	3,7
Exportations	1,8	-5,3	4,5	5,2	4,6
Importations	0,9	-5,9	2,3	3,5	3,9
Taux d'inflation	6,0	4,9	4,6	3,5	4,8
Solde public (en % du PIB)	-7,2	-7,0	-6,6	-6,4	-6,5
Dettes publiques (en % du PIB)	68,6	69,5	69,5	67,8	66,0
Dettes externes (en % du PIB)	23,3	23,4	22,9	22,7	22,5
Solde courant (en % du PIB)	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,5

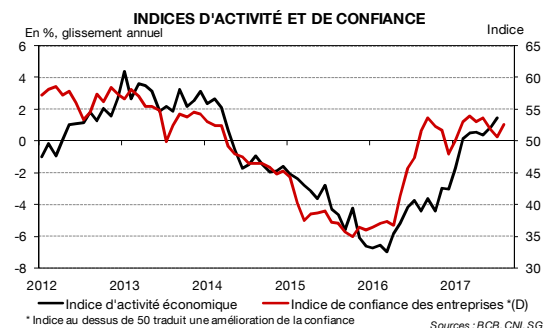
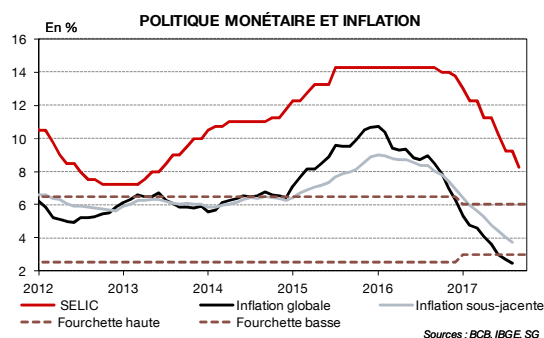
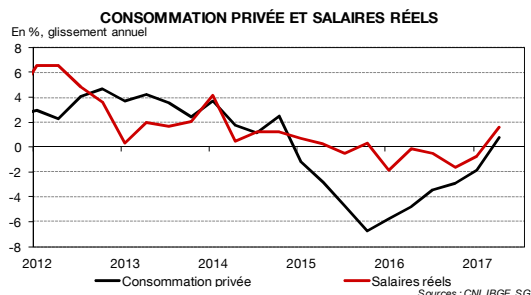
BRÉSIL

- L'activité économique poursuit sa lente reprise, soutenue par le redressement de la consommation privée et la bonne dynamique des exportations.
- La baisse de l'inflation et des taux d'intérêt devrait continuer de favoriser la demande au second semestre 2017.
- L'investissement devrait légèrement augmenter en 2018, tout en restant probablement limité par la crise politique en cours.

L'activité a poursuivi sa lente progression, le PIB augmentant de 0,3 % T/T au T2-17. Si la croissance du PIB a ralenti par rapport au T1, la dynamique sous-jacente s'est quant à elle améliorée. La consommation privée a renoué avec la croissance (1,4 % en T/T), soutenue par la hausse des salaires réels et l'autorisation accordée par le gouvernement de retirer une partie de l'épargne obligatoire (fonds d'épargne salariale). Par ailleurs, le secteur extérieur a de nouveau contribué à la croissance, porté par la dépréciation du BRL, le redressement des prix des matières premières et la hausse de la demande venant de Chine.

Les autorités monétaires ont poursuivi leur cycle d'assouplissement, abaissant leur taux directeur à 8,25 %, alors que l'inflation continue de ralentir (2,5 % en glissement annuel en août) tandis que la volatilité des actifs financiers domestique s'est atténuée. Compte tenu des perspectives favorables en matière d'inflation et des prévisions de reprise modérée de la croissance, la BCB devrait prolonger son cycle d'assouplissement jusqu'à la fin de l'année. Cette politique accommodante, qui s'est surtout traduite par un assouplissement des conditions financières pour les ménages, devrait soutenir la hausse de la consommation privée dans les trimestres à venir.

La reprise devrait s'intensifier en 2018, du fait de l'amélioration progressive du marché du travail, de l'assouplissement des conditions financières ainsi que de la bonne dynamique de la demande extérieure. L'investissement privé devrait lui aussi rebondir après trois années consécutives de contraction, grâce au programme de privatisation et de concession de service public lancé par le gouvernement dans l'optique de stabiliser les finances publiques. Toutefois, la résolution de la crise politique sera déterminante pour que ce programme porte ses fruits et que l'investissement se redresse significativement.



En %	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,5	-3,8	-3,6	0,7	2,0
Consommation des ménages	2,3	-3,9	-4,2	0,5	1,8
Investissement	-4,1	-14,0	-10,0	0,0	4,7
Exportations	-0,8	6,3	1,8	4,8	4,0
Importations	-1,9	-13,9	-9,6	0,5	2,7
Taux d'inflation	6,4	9,5	8,0	3,5	4,0
Solde public (en % du PIB)	-6,2	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0
Dettes publiques (en % du PIB)	57,2	66,5	71,0	75,0	79,0
Dettes externes (en % du PIB)	20,9	25,6	29,0	27,0	27,0
Solde courant (en % du PIB)	-4,5	-3,3	-1,5	-0,5	-1,0

RUSSIE

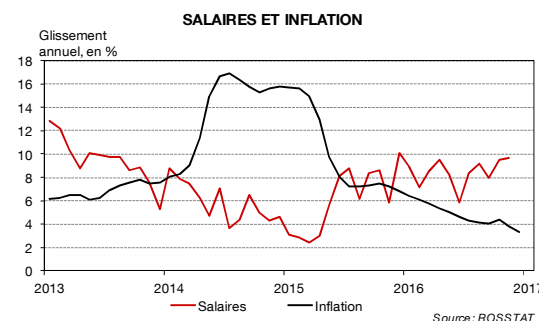
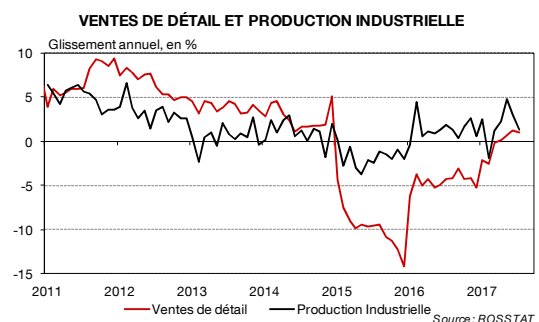
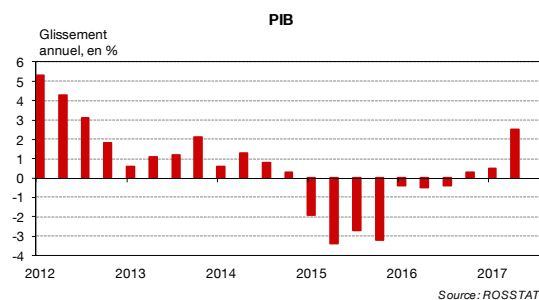
— La croissance a fortement rebondi au premier semestre grâce à la vigueur de l'investissement, ce qui nous amène à revoir nos prévisions à la hausse. L'activité pourrait toutefois être bridée par l'effet des nouvelles sanctions.

— La consommation reste encore le maillon faible de la reprise russe. Celle-ci devrait toutefois rebondir en 2018 dans un contexte de faible inflation et de redressement progressif des prix du pétrole.

L'activité économique a surpris par sa vigueur au premier semestre de l'année. Elle a été essentiellement tirée par le rebond des exportations mais aussi par l'investissement. Ainsi, la croissance du PIB au T2 s'est élevée à 2,5 % en glissement annuel, soit le plus fort rythme depuis 2012. Toutefois, ce dynamisme ne durerait pas car l'investissement a bénéficié de facteurs temporaires (les commerces de détail étaient obligés de se munir de caisses enregistreuses connectées avant le 1^{er} juillet). De plus, les nouvelles sanctions approuvées par l'administration américaine pourraient être de nature à peser sur le moral des entrepreneurs mais aussi à compliquer leur accès aux financements internationaux. Par ailleurs, le commerce extérieur serait moins dynamique en 2018. La production industrielle qui a fortement bondi au T2 montre des premiers signes de faiblesse depuis l'été. L'année prochaine, le supplément de croissance pourrait venir d'une reprise de la consommation.

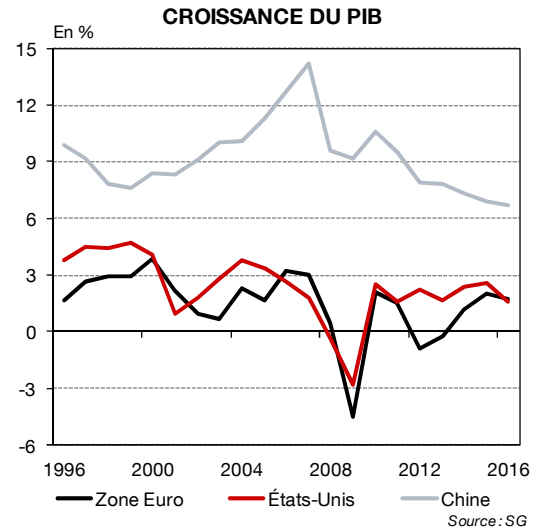
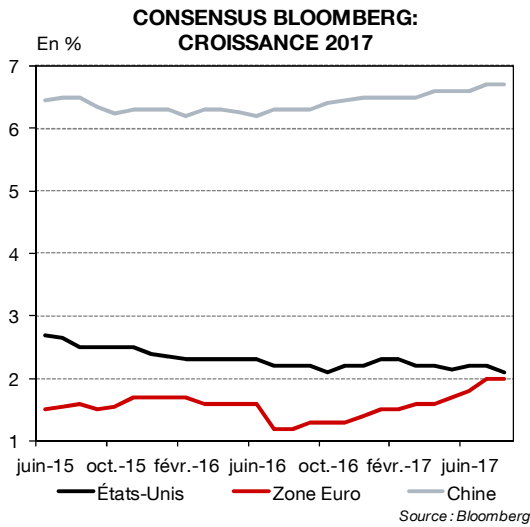
Jusqu'à présent la consommation est resté le maillon faible de la croissance et ce malgré le redressement des salaires réels depuis 2016 grâce à la forte désinflation. Ceci s'explique par le fait que les ménages russes continuent de se désendetter et qu'ils n'ont pas encore retrouvé le niveau de revenus d'avant crise. Nous pensons qu'en 2018, cette situation devrait s'améliorer dans un contexte d'inflation restant faible et de reprise du crédit dont les prémices sont déjà visibles.

La faiblesse de l'inflation devrait permettre à la Banque Centrale de Russie de poursuivre son assouplissement monétaire dans les trimestres à venir. En effet, avec un taux de référence à 8,5 % et une inflation en dessous de 4 % le niveau des taux réels reste encore trop élevé pour permettre un franc redécollage de l'activité.



En %	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB en volume	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,2
Consommation des ménages	1,5	-8,4	-4,0	1,5	2,0
Investissement	-4,0	-7,6	-5,0	3,0	2,0
Exportations	0,5	0,7	2,0	3,0	2,0
Importations	-7,3	-17,7	-10,0	5,0	5,0
Taux d'inflation	6,5	15,7	7,2	4,5	4,2
Solde public (en % du PIB)	-1,1	-3,5	-3,7	-2,5	-2,0
Dettes publiques (en % du PIB)	13,0	14,0	16,0	18,0	19,0
Dettes externes (en % du PIB)	28,0	37,7	40,0	34,0	35,0
Solde courant (en % du PIB)	2,9	4,9	1,9	2,0	2,6

Données Économiques



En %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)
------	------	------	------	------	------	------	------	------	---------	---------

PIB en volume

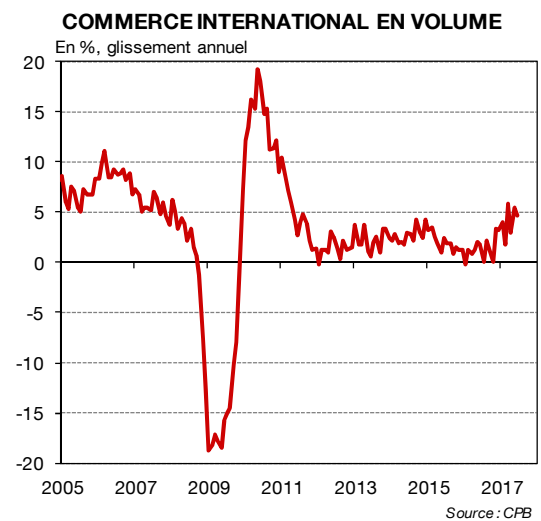
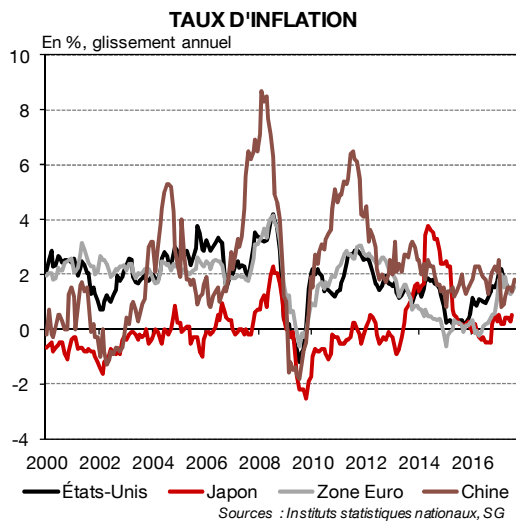
Monde	-1,9	4,2	3,2	2,5	2,6	2,9	2,8	2,5	3,1	3,1
États-Unis	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,3
Japon	-5,4	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,2	1,1	1,0	1,4	1,2
Royaume-Uni	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,6	1,3
Zone euro	-4,5	2,0	1,6	-0,8	-0,2	1,4	1,9	1,8	2,2	1,8
Allemagne	-5,6	3,9	3,7	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,2	1,8
France	-2,9	1,9	2,1	0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6
Italie	-5,5	1,6	0,7	-2,9	-1,7	0,2	0,7	1,0	1,3	1,1
Espagne	-3,6	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,0	2,6
Chine	9,2	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,7	6,3
Inde	8,5	10,3	6,6	5,5	6,5	7,5	8,0	7,1	7,3	7,5
Brésil	-0,1	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	0,7	2,0
Russie	-7,8	4,5	4,0	3,5	1,3	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,2

Investissement en volume

Monde*	-4,3	3,8	5,4	4,3	3,3	3,8	2,3	1,5	2,2	2,0
États-Unis	-16,7	1,5	6,3	9,8	5,0	6,2	3,8	0,6	3,9	3,3
Japon	-9,6	-1,6	1,7	3,5	5,0	2,7	0,1	1,0	2,9	1,8
Royaume-Uni	-15,2	5,0	1,9	2,3	3,2	6,7	3,4	0,5	2,4	0,9
Zone euro	-11,2	-0,5	1,6	-3,3	-2,4	1,7	2,9	4,3	2,6	2,8
Allemagne	-10,0	5,0	7,4	-0,1	-1,2	3,7	1,0	2,9	4,0	2,8
France	-9,0	1,9	2,1	0,3	-0,7	0,0	0,9	2,7	2,9	2,4
Italie	-10,0	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-2,2	1,4	3,1	1,4	1,9
Espagne	-16,9	-4,9	-6,9	-8,6	-3,4	3,8	6,0	3,1	4,3	3,9
Chine	9,2	7,1	9,1	7,2	6,2	6,3	4,2	3,1	1,3	1,1
Inde	-0,7	15,2	11,5	2,4	2,5	3,4	6,5	2,4	3,0	3,7
Brésil	-2,1	17,9	6,8	0,8	5,8	-4,1	-14,0	-10,0	0,0	4,7
Russie	-14,7	6,4	9,2	5,9	1,3	-4,0	-7,6	-5,0	3,0	2,0

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

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici



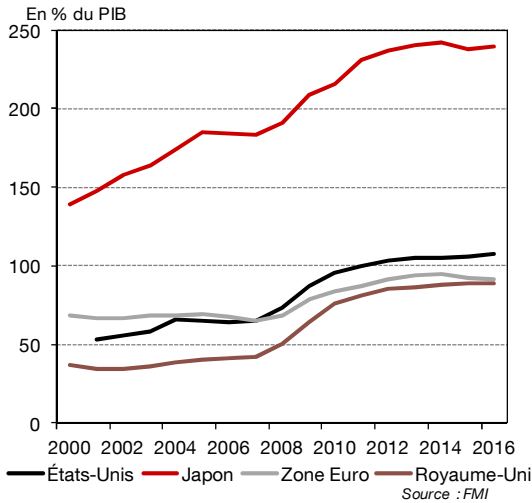
En %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)
Inflation										
Monde*	0,9	2,3	3,7	2,8	2,4	2,2	1,6	1,7	2,0	2,2
États-Unis	-0,3	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,0	2,1
Japon	-1,4	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,6	0,8
Royaume-Uni	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,7	2,7
Zone euro	0,3	1,6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

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

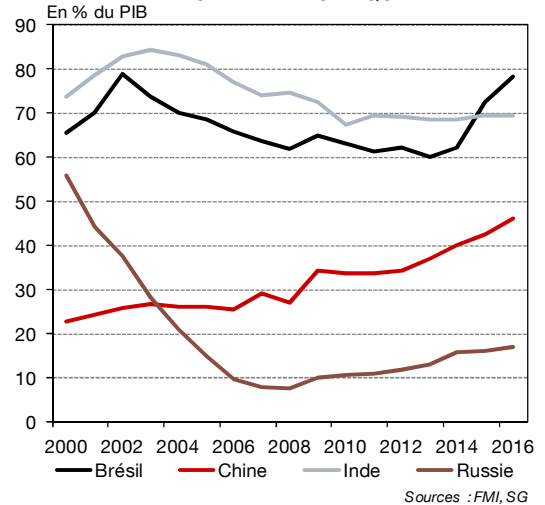
Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

PAYS DEVELOPPÉS : DETTE PUBLIQUE



BRIC : DETTE PUBLIQUE



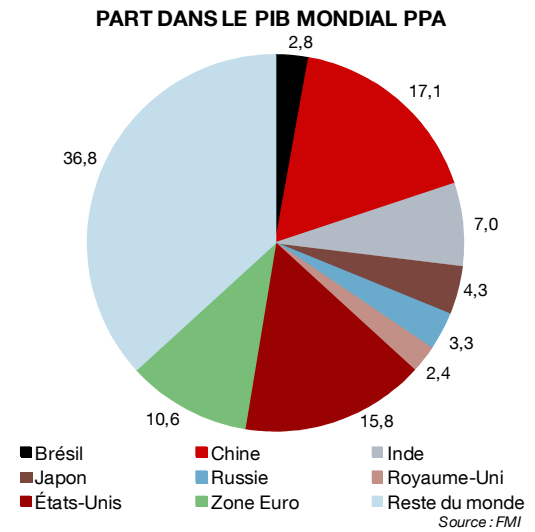
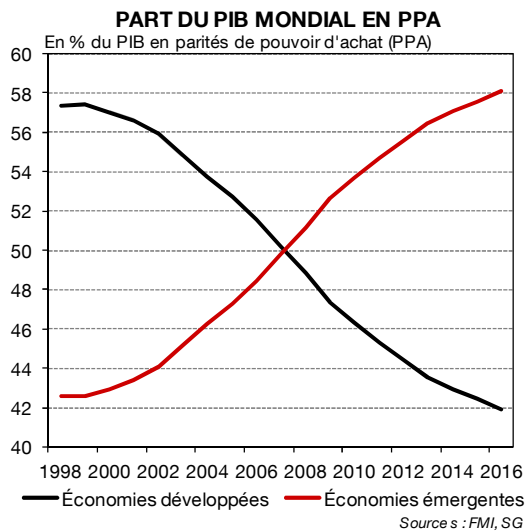
En % du PIB	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)
Solde public										
États-Unis	-12,8	-12,2	-10,7	-9,0	-5,5	-2,8	-2,4	-1,4	-3,2	-3,6
Japon	-9,8	-9,1	-9,1	-8,3	-7,6	-5,4	-3,5	-4,6	-5,0	-4,4
Royaume-Uni	-10,1	-9,5	-7,5	-8,2	-5,6	-5,7	-4,3	-3,0	-2,8	-3,0
Zone euro	-6,3	-6,2	-4,2	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,6	-1,3	-1,2
Allemagne	-3,2	-4,2	-1,0	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	0,8	0,8
France	-7,2	-6,8	-5,1	-4,8	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4	-3,0	-3,0
Italie	-5,3	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0	-2,7	-2,4	-2,2	-2,2
Espagne	-11,0	-9,4	-9,6	-10,5	-7,0	-6,0	-5,1	-4,5	-3,1	-2,4
Chine	-1,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,8	-0,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,0
Inde	-9,5	-8,6	-8,3	-7,5	-7,0	-7,2	-7,0	-6,6	-6,4	-6,5
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	-1,1	-3,5	-3,7	-2,5	-2,0

Dettes publiques*	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)
États-Unis	81,3	89,5	94,4	98,9	101,2	102,1	101,2	105,0	102,9	102,0
Japon	177,0	181,4	196,9	205,7	208,6	214,6	219,3	222,2	225,9	227,9
Royaume-Uni	64,5	76,0	81,6	85,1	86,2	88,1	86,6	87,8	83,0	81,8
Zone euro	78,5	84,0	86,3	89,6	91,6	92,2	90,4	89,3	87,4	86,0
Allemagne	72,6	81,0	78,7	79,9	77,5	74,9	71,2	68,3	65,1	62,1
France	78,9	81,6	85,2	89,5	92,3	94,9	95,6	95,6	95,6	95,8
Italie	112,5	115,4	116,5	123,4	129,0	131,8	132,1	132,6	132,4	131,7
Espagne	52,8	60,1	69,5	85,7	95,5	100,4	99,8	99,4	99,1	97,9
Chine	34,3	33,7	33,6	34,3	37,0	39,8	42,9	46,3	49,9	52,6
Inde	72,5	67,5	69,6	69,1	68,5	68,6	69,5	69,5	67,8	66,0
Brésil	64,9	63,0	61,2	62,2	60,2	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 2016	PIB en \$ (Mds \$)	PIB par hab. (\$, PPA)	Population (Millions)	Crédit (% PIB)*	Position ext. nette** (% PIB)	Taux d'ouverture***
États-Unis	18 569	57 436	323	152	-44	21
Zone euro	11 879	37 071	339	163	-6	69
Allemagne	3 467	48 111	83	107	52	71
France	2 463	42 314	65	186	-15	45
Italie	1 851	36 833	61	117	-14	48
Espagne	1 233	36 416	46	166	-82	50
Pays-Bas	771	51 049	17	233	72	143
Chine	11 218	15 399	1 383	211	16	36
Japon	4 939	41 275	127	158	62	29
Royaume-Uni	2 629	42 481	66	164	22	38
Inde	2 256	6 616	1 309	57	-16	32
Brésil	1 799	15 242	206	66	-40	21
Canada	1 529	46 437	36	218	9	54
Corée du Sud	1 411	37 740	51	193	20	70
Russie	1 281	26 490	143	68	18	39
Australie	1 259	48 899	24	204	-59	30
Mexique	1 046	18 938	122	44	-46	69
Indonésie	932	11 720	259	40	-34	34
Turquie	857	24 912	80	84	-42	49
Suisse	660	59 561	8	215	127	81
Arabie Saoudite	640	55 158	32	65	92	58

Sources : Banque mondiale, BRI, FMI, Datastream

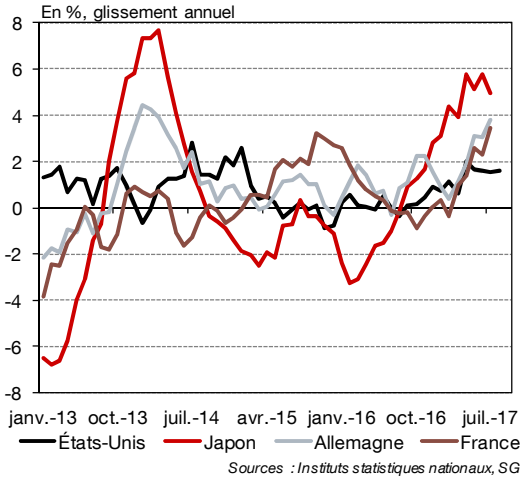
*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

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

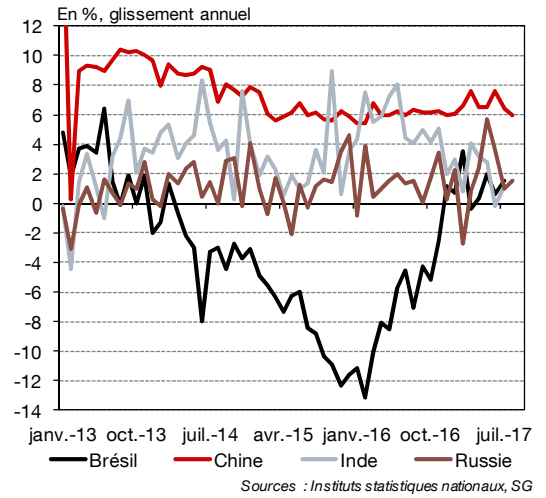
*** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

Données Conjoncturelles

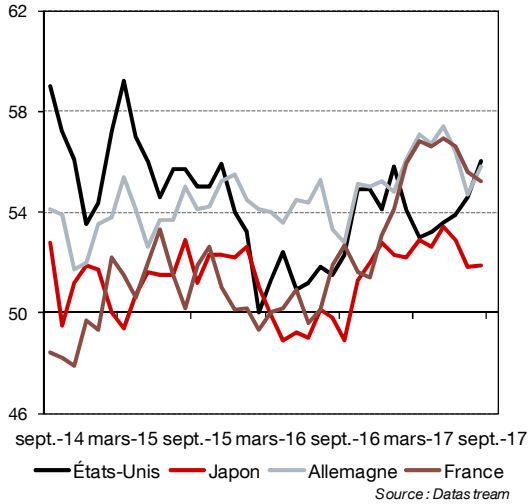
PAYS DÉVELOPPÉS : PRODUCTION INDUSTRIELLE



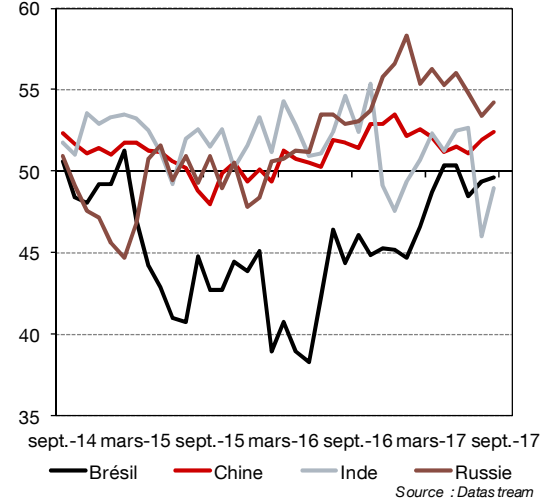
BRIC : PRODUCTION INDUSTRIELLE



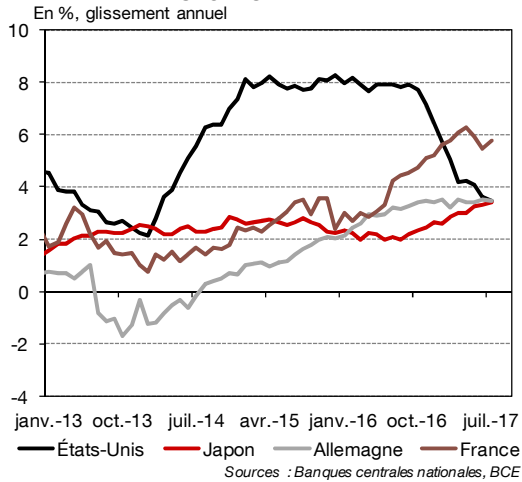
PAYS DÉVELOPPÉS : PMI COMPOSITE



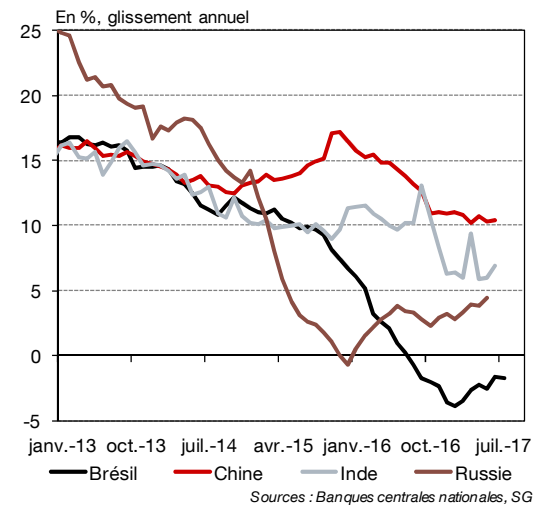
BRIC : PMI COMPOSITE



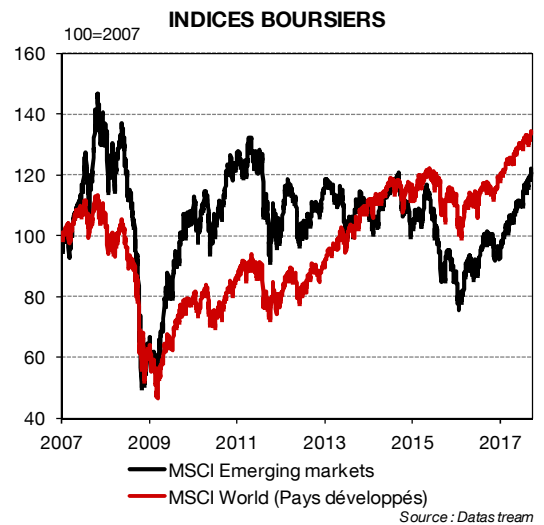
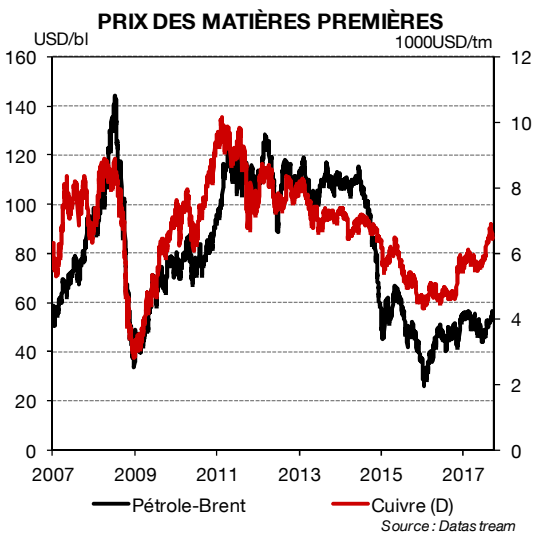
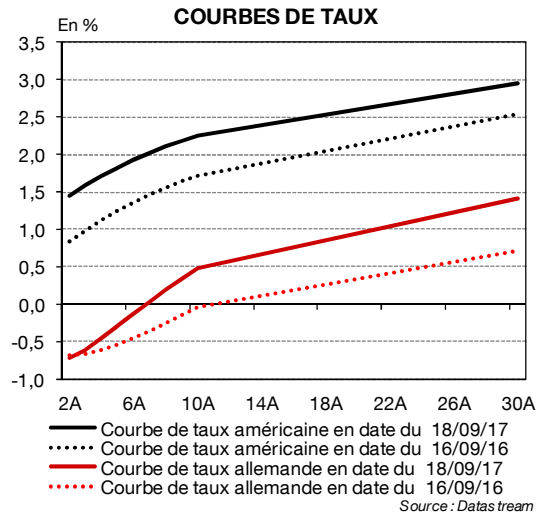
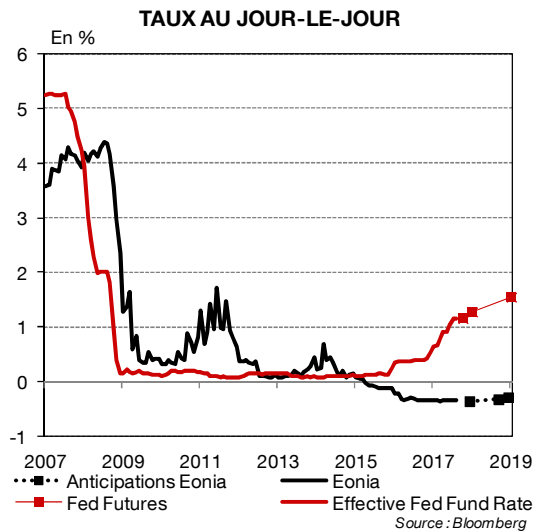
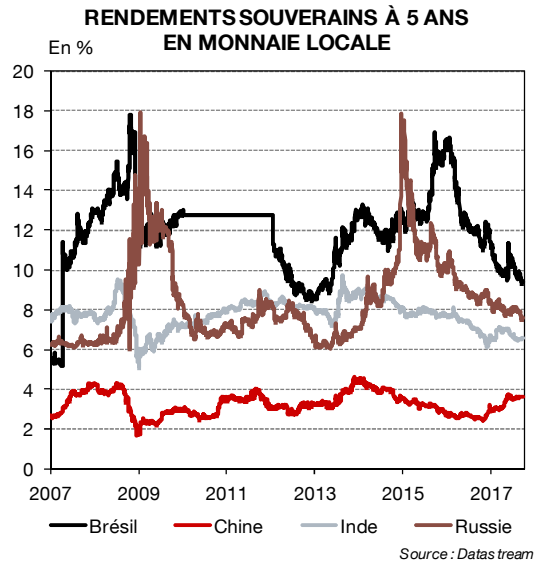
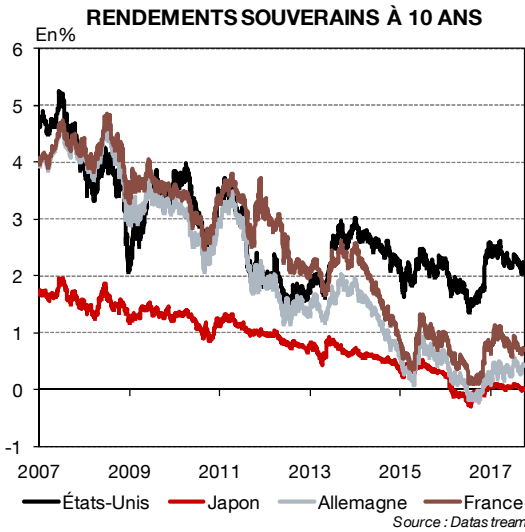
PAYS DÉVELOPPÉS : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ

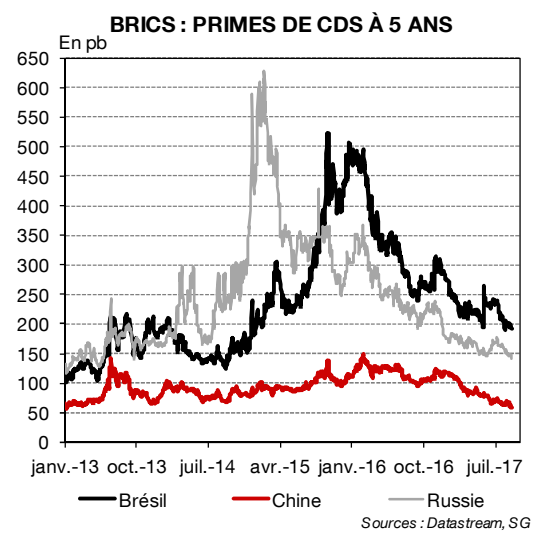
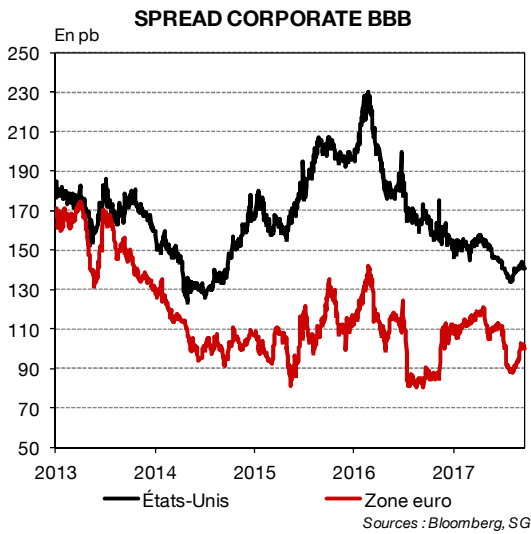
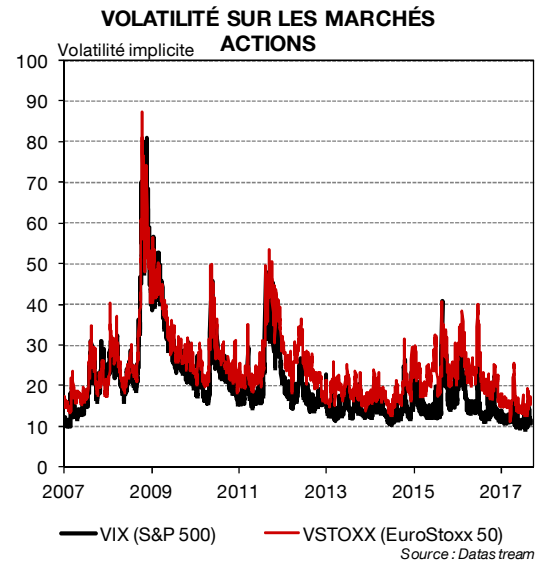
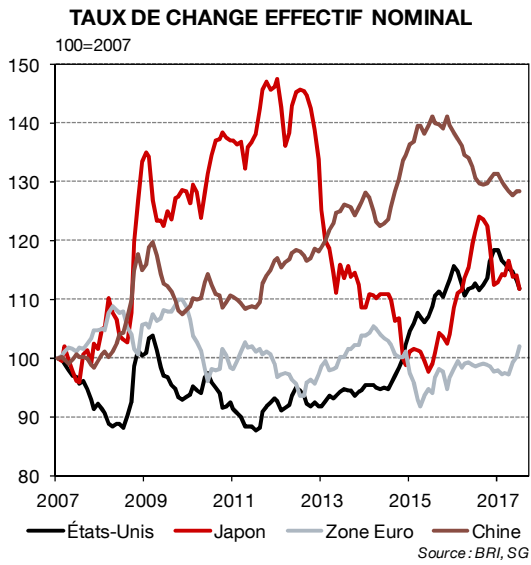
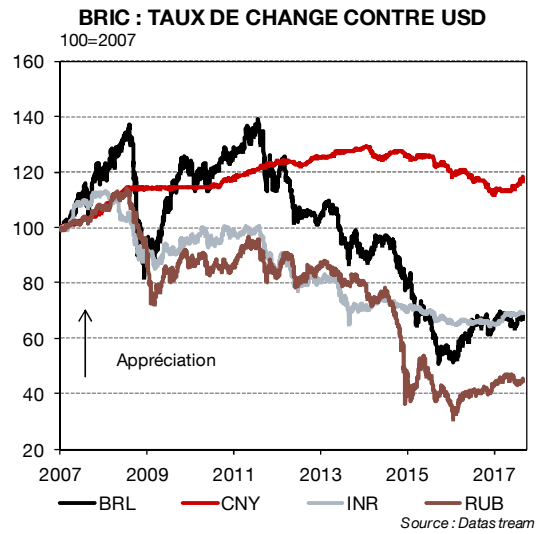
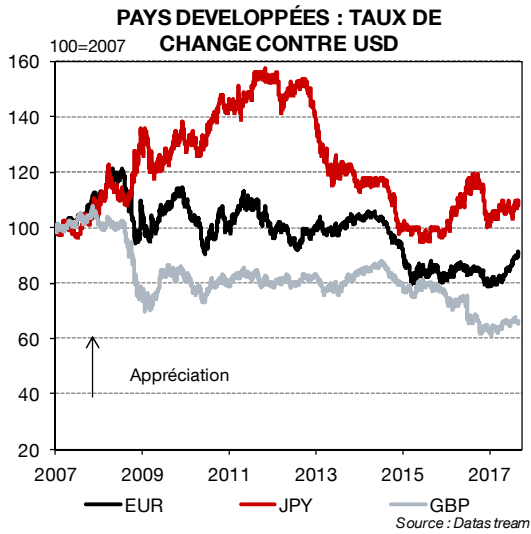


BRIC : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ



Données Financières





ÉTUDES ÉCONOMIQUES

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@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

Claire ABBO

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 19 46
claire.abbo@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

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

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

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

Aurélien DUTHOIT

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

Elyas GALOU

États-Unis et Royaume-Uni
+33 1 57 29 43 33
elyas.galou@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

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

Edgardo TORIJA ZANE

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@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.