

SCENARIOECO

Département des études économiques et sectorielles

EXPANSION CONFIRMÉE

- L'embellie mondiale devrait se poursuivre en 2018. Les baisses d'impôt aux Etats Unis, des politiques monétaires toujours accommodantes et la dynamique du cycle confirment l'expansion.
- A partir de 2019, la croissance mondiale pourrait décélérer sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires dans les économies avancées, de l'affaiblissement de l'impulsion donnée par les baisses d'impôts aux Etats Unis et d'un peu plus d'inflation.
- Le niveau élevé de la dette des entreprises pourrait être un frein à la croissance alors que les banques centrales resserrent leur politique monétaire. Les risques provenant des tensions dans la péninsule coréenne, au moyen orient ou même du Brexit sont toujours présents.

Synthèse Conjoncturelle	3
Focus Emergents	4
Prévisions Économiques.....	6
Inflation faible, mais attention aux surprises.....	7
ZONE EURO	9
ALLEMAGNE	10
FRANCE	11
ITALIE	12
ESPAGNE.....	13
ROYAUME UNI.....	14
ÉTATS-UNIS.....	15
JAPON	16
CHINE	17
INDE.....	18
BRÉSIL	19
RUSSIE	20
Données Économiques	21
Données Structurelles.....	24
Données Conjoncturelles.....	25
Données Financières	26

Synthèse Conjoncturelle

ÉCONOMIE MONDIALE	<ul style="list-style-type: none"> ➤ L'économie mondiale bénéficie d'une embellie synchronisée, avec une accélération de la croissance dans la plupart des grandes zones économiques et une belle dynamique du commerce international. En 2018, la croissance mondiale devrait progresser de 3,7%, contre 3,6% en 2017. ➤ En 2018, des taux d'intérêt bas et un appétit pour le risque élevé de la part des investisseurs devrait aussi soutenir l'activité. La baisse d'impôts aux États-Unis, prolongerait le cycle d'expansion à travers la consommation et l'investissement. En Chine, les autorités poursuivront le rééquilibrage de l'économie tout en conservant leur objectif d'atteindre un doublement du PIB entre 2010 et 2020, ce qui devrait contribuer à soutenir la dynamique de croissance mondiale. ➤ Cependant, certains facteurs de soutien vont s'affaiblir à partir de 2019. Les conditions monétaires devraient rester accommodantes, mais moins que par le passé, avec la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et des efforts de la BCE à partir de fin 2018 pour retirer progressivement son stimulus. La consommation privée dans les grands pays devrait s'affaiblir avec le retour modéré de l'inflation qui pèserait sur le revenu disponible et avec l'atténuation des effets des baisses d'impôt aux États-Unis. ➤ La croissance économique s'accompagne d'une hausse de l'endettement des grandes entreprises, qui se situe à des niveaux historiquement élevés. Bien que le taux de défaut des obligations d'entreprises ait diminué en 2017, l'endettement élevé est non seulement un risque pour la continuité du cycle de croissance mais aussi, plus généralement, une source de fragilité financière à surveiller.
ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La croissance des pays de l'OCDE a encore accéléré au T3-17. Les enquêtes de confiance restent à des niveaux très élevés. L'activité au Royaume-Uni est toutefois pénalisée par les incertitudes liées au Brexit. ➤ Aux États-Unis, la croissance resterait solide en 2018, sous l'hypothèse que l'allègement de la fiscalité des ménages des sociétés seraient mises en place en début d'année. L'économie étant proche du plein emploi, l'activité fléchirait au-delà de 2018 avec un retour modéré de l'inflation dans les trimestres à venir. ➤ En Zone Euro, l'activité continuerait de bénéficier de politiques budgétaires légèrement expansionnistes, de conditions monétaires accommodantes et de la reprise de l'emploi. Alors qu'une fenêtre d'opportunité semblait ouverte pour la relance de la construction européenne à la suite des élections françaises, la fragmentation du paysage politique outre-Rhin pose question de la capacité de l'Allemagne à jouer un rôle moteur de l'intégration européenne.
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. Les termes de l'échange des pays exportateurs de matières premières se sont légèrement améliorés de sorte que leurs revenus augmentent. Des pays, comme la Turquie, qui exportent vers des marchés aujourd'hui très dynamiques, enregistrent une forte croissance. ➤ En Chine, la stratégie de rééquilibrage de la croissance et de réduction des risques financiers reprendrait, ce qui pourrait ralentir la croissance à l'avenir, mais l'ajustement devrait être graduel.
BANQUES CENTRALES	<ul style="list-style-type: none"> ➤ La normalisation des politiques monétaires restera très graduelle. Après avoir relevé ses taux d'intérêt trois fois en 2017, la Fed prévoit trois hausses additionnelles en 2018 et en 2019 mais la réduction de son bilan se ferait de manière progressive. ➤ La BCE a annoncé un retrait graduel de sa politique d'achats d'actifs et la fin de son programme en octobre 2018. Ses taux directeurs ne seraient pas relevés avant 2019. Le Banque de Japon continuera elle aussi son assouplissement quantitatif et maintiendrait des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts.
MARCHÉS FINANCIERS	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Dans un 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. ➤ Si des surprises en termes d'inflation apparaissaient dans certains pays-clés, même modérées, motivant un resserrement monétaire de la part des banques centrales, les marchés financiers risqueraient de surréagir

Focus Emergents

AFRIQUE

- Les perspectives de croissance du continent sont affectées par l'ajustement en cours suite à la baisse des prix du pétrole et des métaux depuis 2014. Après avoir chuté à 2,2% en 2016, la croissance régionale resterait en retrait par rapport à la moyenne de la décennie passée, à 3,5% en 2017 et 3,7% en 2018, soit en dessous du niveau qui assurerait un véritable décollage.
- En Afrique du Nord l'activité se redresse en 2017, avec un rebond de la croissance en Egypte et au Maroc et grâce à la reprise des exportations vers l'Union Européenne. Au Maroc les exportations sont tirées par l'émergence de nouveaux secteurs industriels exportateurs comme l'électronique, l'automobile et l'aéronautique.
- Le Nigeria, l'Algérie et l'Angola restent affectés par la faiblesse des prix du pétrole depuis 2014 et vont devoir continuer à s'ajuster, de même que la zone franc d'Afrique centrale.
- La trajectoire difficile des grands pays pétroliers du continent masque cependant la croissance soutenue des pays plus diversifiés comme le Sénégal, la Côte d'Ivoire ou le Kenya. Au Sénégal et en Côte d'Ivoire, la croissance reste proche de 7% en 2017, soutenue par les investissements. Au Kenya, malgré une élection présidentielle contestée et l'incertitude qui en découle, elle reste supérieure à 5%.

AMERIQUE LATINE

- La croissance latino américaine devrait accélérer légèrement en 2018 à 2% profitant du contexte international favorable et de la fin des ajustements macroéconomiques dans certains pays. La région bénéficie, d'une part, de l'amélioration des termes de l'échange et d'une demande externe toujours soutenue; et, d'autre part, de la faiblesse de l'inflation. Cet environnement permet de maintenir des conditions financières accommodantes et des politiques fiscales neutres dans la plupart des pays. En contraste avec le reste de la région, la croissance devrait légèrement ralentir au Mexique. Dans ce pays, la consommation ralentit à cause d'une inflation élevée alors que les incertitudes quant à l'avenir de l'ALENA et un policy-mix restrictif contraindront l'investissement.
- Le calendrier électoral est sensible avec des élections générales en Colombie en mai 2018, au Mexique en juillet 2018 et au Brésil en octobre 2018. Dans tous les cas, la volatilité pourrait augmenter dans les marchés financiers.
- Un resserrement plus fort que prévu de Fed pourrait augmenter la volatilité des capitaux vers la région. Le niveau élevé de réserves de change dans la plupart des pays permettrait de stabiliser les mouvements potentiels des monnaies et de limiter ainsi l'impact sur l'économie réelle.

ASIE EMERGENTE

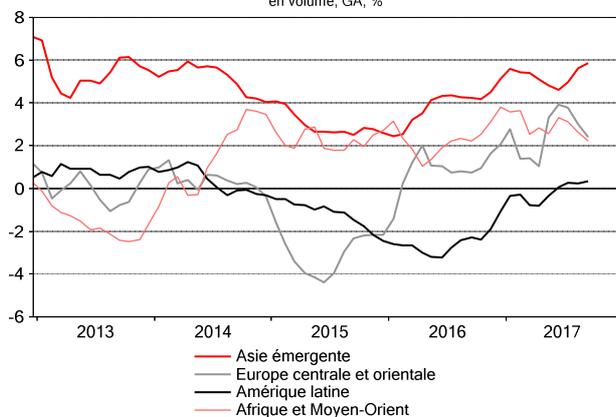
- Après une expansion de 6,1% en 2017, la croissance économique en Asie émergente devrait ralentir à 5,8% en 2018 et à 5,6% en 2019 du fait d'une moindre progression des exportations. La région restera toutefois la plus dynamique au monde.
- En Chine, la croissance économique devrait diminuer de 6,8% en 2017 à 6,3% en 2018 et à 5,8% en 2019 avec un ralentissement de l'investissement en 2018 et 2019. Alors que la maîtrise de l'endettement est devenue une priorité, l'impulsion donnée par le crédit à l'économie devrait diminuer.
- Les grands projets d'infrastructure publics aux Philippines, en Thaïlande, et en Indonésie devraient soutenir la croissance dans la région de l'Asie du Sud-est.
- Certaines banques centrales (Corée du Sud, Malaisie et Thaïlande) ont indiqué une orientation plus restrictive de leur politique monétaire dans un contexte de dette domestique élevée et de normalisation de la politique de la Fed.
- Un ralentissement plus fort que prévu de la demande chinoise ou une détérioration de la situation géopolitique liée à la Corée du Nord pourrait perturber de manière marquée le commerce régional et pèserait sur les perspectives de croissance.

- La remontée du prix du pétrole a amélioré les perspectives économiques des pays du Golfe. Les indicateurs d'activité commencent à se redresser, notamment en Arabie saoudite et Emirats arabes unis, et les recettes d'exportation s'accroissent, réduisant les besoins de consolidation budgétaire. Cependant, en Arabie Saoudite, Oman et Bahreïn les déficits budgétaires restent élevés. Le risque d'un « hard landing » n'est pas négligeable en Oman et Bahreïn et des tensions sur le marché des changes ne sont pas à exclure.
- La perception du risque politique dans la région a augmenté avec la crise diplomatique au Qatar. La poursuite du conflit militaire au Yémen et les tensions communautaires dans certains pays, nourries par le chômage, sont aussi des éléments à surveiller.
- Les gouvernements des pays du Golfe ont annoncé des réformes structurelles ambitieuses visant à diversifier l'économie. Compte tenu de la portée des obstacles structurels tant sur le marché du travail que sur le front de l'administration de l'État, le succès des initiatives de diversification reste incertain.

- La croissance économique dans la région a surpris à la hausse en 2017 et devrait rester bien orientée en 2018. La consommation privée bénéficie toujours de la baisse du chômage et des politiques budgétaires procycliques (Pologne, Hongrie et Roumanie). Après un recul en 2016, l'investissement a commencé à se redresser, soutenu par l'absorption des fonds structurels européens. Dans le sillage du dynamisme observé en zone euro, les exportations ont poursuivi leur progression dans la région en 2017. Néanmoins, elles devraient ralentir au cours des deux prochaines années.
- La forte croissance des salaires observée dans la région depuis le début de l'année dépasse celle de la productivité en particulier en Roumanie, en Hongrie et en Bulgarie. Dans ce contexte, l'inflation a augmenté. Jusqu'à présent, seule la Banque nationale tchèque a relevé son taux directeur en août 2017, mais plusieurs banques centrales de la région pourraient également resserrer leur politique monétaire en 2018 (Pologne, Roumanie).
- A moyen terme, des risques de surchauffe pourraient apparaître dans certains pays. Contrairement aux autres pays émergents, des pressions inflationnistes se profilent dans la région, essentiellement en raison d'une forte hausse de la demande. La Roumanie est la principale concernée compte tenu du boom de la consommation et de la dégradation des déficits budgétaire et courant qui doit être surveillée.
- En Turquie, après une année 2017 de fort rebond, l'économie devrait ralentir, avec un moindre soutien des politiques publiques. Alors que l'économie est dépendante des financements externes, une inflation persistante risquerait de peser sur les anticipations des marchés et générer de la volatilité du change.

PRODUCTION INDUSTRIELLE

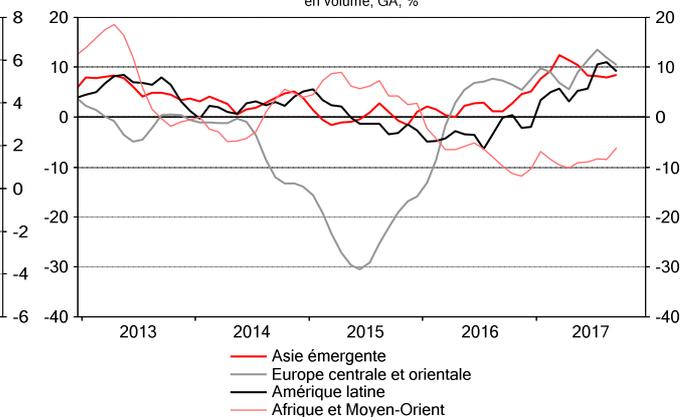
en volume, GA, %



Source: Thomson Reuters Databstream

IMPORTATIONS

en volume, GA, %



Source: Thomson Reuters Databstream

Prévisions Économiques

	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (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	2,2	1,6	2,2	2,0	1,6	37,8	57,1	43 013
États-Unis	2,9	1,5	2,3	2,4	1,7	15,5	24,8	18 624
Japon	1,1	1,0	1,5	1,1	1,0	4,4	6,6	4 947
Zone euro	2,0	1,8	2,3	1,9	1,6	11,6	15,7	11 931
Allemagne	1,5	1,9	2,5	1,9	1,7	3,3	4,6	3 473
France	1,0	1,1	1,9	1,8	1,7	2,3	3,3	2 464
Italie	0,9	1,1	1,5	1,3	1,1	1,9	2,5	1 860
Espagne	3,4	3,3	3,0	2,4	2,1	1,4	1,6	1 238
Royaume-Uni	2,3	1,8	1,6	1,3	1,3	2,3	3,5	2 655
Pays émergents	4,0	4,1	4,5	4,6	4,7	62,2	42,9	31 218
Asie	6,1	5,9	6,1	5,8	5,5	35,0	24,8	18 694
Chine	6,9	6,7	6,8	6,3	5,8	17,8	14,9	11 190
Inde	8,0	7,1	6,5	7,0	7,3	7,3	3,0	2 190
Afrique	2,7	0,1	1,9	2,9	3,4	3,9	2,3	1 151
Amérique Latine	-0,3	-0,8	1,6	2,5	2,8	7,9	6,6	4 796
Brésil	-3,8	-3,6	1,0	2,0	2,5	2,6	2,4	1 811
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	3,4	2,6	4,3	3,3	2,8	4,8	3,1	2 333
Russie	-2,8	-0,2	1,5	1,2	2,2	3,2	1,7	1 296
Proche et Moyen-Orient	2,4	4,2	2,4	3,3	3,9	7,4	4,3	2 949
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,3	3,1	3,6	3,7	3,5	100		
Monde - Pondération taux de change courants	3,0	2,6	3,2	3,1	2,9		100	74 231
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	53	44	53	55	60			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	0,1	1,3	2,0	2,3	1,6			
Japon	0,8	-0,1	0,5	0,8	1,3			
Zone euro	0,0	0,2	1,5	1,4	1,6			
Allemagne (IPCH)	0,1	0,4	1,6	1,6	1,7			
France (IPC)	0,1	0,2	1,0	1,4	1,7			
Italie (IPCH)	0,7	0,5	0,9	1,3	1,4			
Espagne (IPCH)	-0,5	-0,2	2,0	1,3	1,5			
Royaume-Uni	0,0	0,7	2,6	2,6	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.

	15/12/2017	juin 2018	déc 2018	déc 2019	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
Taux d'intérêt								
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	1,25-1,5	1,75-2	2-2,25	2,25-2,5	0,40	1,00	1,80	2,35
Emprunts d'État à 10 ans	2,4	2,7	2,9	3,1	1,9	2,4	2,7	3,1
Japon								
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,10	-0,10	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,0	0,1	0,2	0,4	0,0	0,1	0,1	0,3
Royaume-Uni								
Bank rate	0,50	0,50	0,75	0,75	0,40	0,30	0,60	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	1,2	1,5	1,5	1,5	1,3	1,2	1,5	1,5
Zone euro								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,50	0,00	0,00	0,00	0,30
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,3	0,7	1,2	1,5	0,1	0,4	0,8	1,5
France	0,5	1,0	1,5	1,7	0,5	0,8	1,1	1,7
Italie	1,8	2,4	2,9	3,2	1,5	2,1	2,5	3,2
Espagne	1,5	1,9	2,2	2,4	1,4	1,6	1,9	2,3
Cours de change								
EUR / USD	1,18	1,15	1,18	1,10	1,11	1,13	1,15	1,10
EUR / GBP	0,88	0,90	0,90	0,89	0,82	0,88	0,90	0,89
EUR / JPY	132	130	130	118	120	127	130	119
GBP / USD	0,00	1,28	1,31	1,24	1,35	1,29	1,28	1,24
USD / JPY	113	113	110	107	109	112	112	108

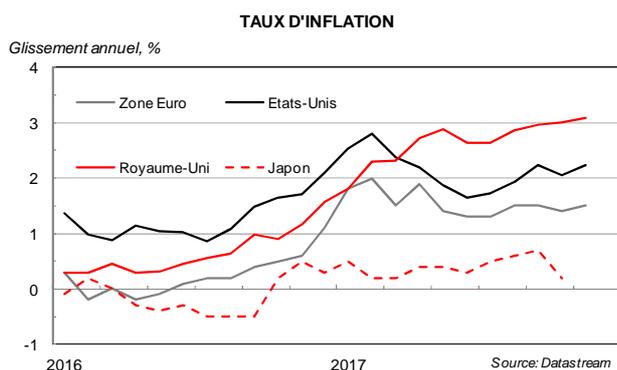
Inflation faible, mais attention aux surprises

- La reprise économique s'accompagne aujourd'hui d'une hausse de l'inflation dans les pays développés, mais celle-ci est modérée et s'explique principalement par la remontée sur un an des prix de l'énergie.
- Les facteurs structurels —développement des chaînes globales de valeurs, bouleversements des marchés de travail, avènement du commerce en ligne,— opèrent toujours en faveur d'une inflation mondiale faible.
- Cela dit, si des surprises en termes d'inflation apparaissaient dans certains pays-clés, même modérées, les marchés financiers risqueraient de surréagir.

Malgré la reprise, l'inflation reste faible

Un trait caractéristique de la reprise économique mondiale qui a commencé au milieu de 2016 est qu'elle n'a eu jusqu'à présent qu'une très modeste incidence sur l'inflation. Malgré les politiques monétaires ultra-accommodantes, l'inflation reste modérée dans la plupart des économies, même dans celles qui sont proches du plein-emploi, comme les Etats-Unis ou l'Allemagne. Qui plus est, l'inflation apparaît jusqu'à présent surtout liée à la remontée des prix de l'énergie, avec un prix du baril est passé d'une moyenne de \$44 en 2016 à \$55 en 2017.

Parmi les grandes économies, seul le Royaume-Uni présente une inflation élevée. Or, les tensions sur les prix outre-manche ne viennent pas vraiment d'une dynamique « endogène » par laquelle la croissance crée des tensions sur le marché de travail, des pressions salariales et une hausse des prix. L'inflation résulte surtout de la hausse des prix des biens importés provoquée par l'affaiblissement de la livre sterling, dans le contexte des incertitudes sur le Brexit.

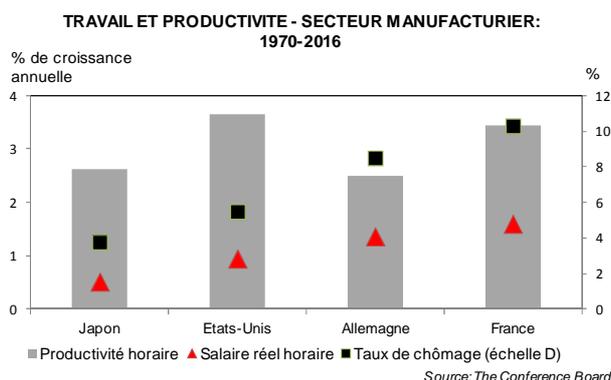


Les facteurs structurels

Il y a des explications à la faiblesse de l'inflation qui sont communes à tous les pays. La mondialisation a provoqué une fragmentation des chaînes de valeur, et a créée la possibilité pour les entreprises d'acquérir des biens intermédiaires provenant de pays où il est plus efficace (moins cher) de les produire. La mondialisation a aussi généré une discipline concurrentielle accrue

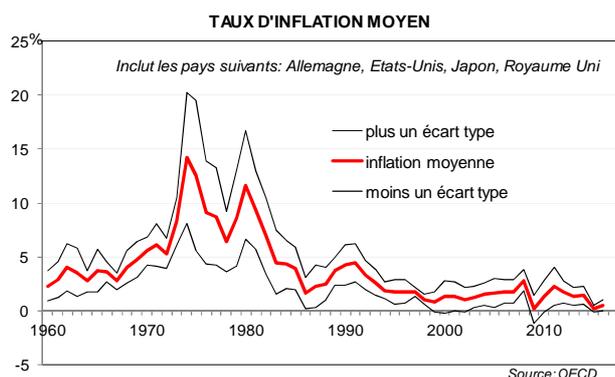
pour les entreprises, ce qui a également contribué à la stabilité des prix.

Avec la diminution des barrières au commerce des biens et services, le pouvoir de négociation des travailleurs s'est affaibli, et les politiques de formation continue restent clé pour monter dans la chaîne des valeurs. Cela est d'autant plus vrai dans les pays où le pouvoir des syndicats a diminué. Dans les pays où l'indexation des salaires est plus forte, les taux de chômage sont généralement plus élevés. Les progrès rapides de l'automatisation, qui réduisent le besoin en salariés peu qualifiés, ont également mis leur rémunération sous pression.



Enfin, la propagation du progrès technologique dans le transport et les communications a été aussi un facteur contribuant à une moindre inflation. Les plateformes numériques, par exemple, sont un outil puissant de comparaison des prix, aussi bien pour les achats réalisés par des consommateurs finaux (l'effet "Amazon") que pour le commerce en ligne des entreprises.

Avec la possibilité de réorganiser assez rapidement la production à l'international pour s'ajuster aux chocs, il n'est pas surprenant de voir un aplatissement des « courbes de Phillips » (la liaison entre la progression des salaires et le taux de chômage) au niveau national. La tendance négative des taux d'inflation depuis les années 1980 et les co-mouvements de l'inflation dans les pays développés donne une illustration assez remarquable de rôle puissant des facteurs globaux. A noter que ces facteurs ont aussi contribué à sortir de la pauvreté des millions de personnes dans les pays émergents.



Gare à l'effet « ketchup » !

La présence des effets structurels ne doit pas conduire à penser que les effets cycliques ont disparus. Certes, bien que l'économie s'approche du plein emploi, aux Etats Unis, l'expansion récente ne s'est pas encore traduite par une hausse de l'inflation sous-jacente, ce qui serait un « mystère » d'après la formulation de Mme Yellen, Gouverneur de la Réserve Fédérale. Or, des facteurs ponctuels, telle que le redressement du taux de participation —la proportion des personnes en âge de travailler qui cherchent un emploi— expliquent en partie l'absence des tensions plus fortes sur le marché de travail. Or, même si cela prendra plus de temps que par le passé, les tensions sur le marché de travail pourraient réapparaître si le cycle actuel de croissance se prolonge, ce qui est probable en raison des baisses d'impôts prévues.

Dans un climat économique porteur en Zone Euro, l'inflation pourrait bien faire son retour. En Allemagne notamment, l'économie s'approche du plein emploi, et les salaires pourraient s'accélérer dans le cadre de négociations salariales qui s'appuieront sur une inflation plus élevée que par le passé. Selon une estimation préliminaire de l'Office fédéral des statistiques, l'indice des salaires négociés a augmenté en Allemagne de 2,3% en 2017 par rapport à l'année précédente, soit le gain le plus élevé des trois dernières années.

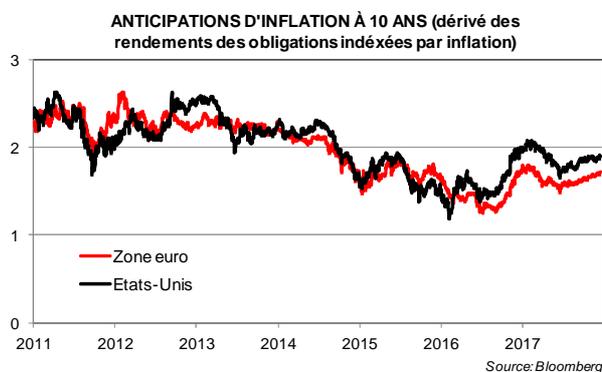
A présent et à en juger par la valorisation des instruments de couverture contre l'inflation, les marchés financiers semblent écarter tout décollage rapide de l'inflation.

Au fur et à mesure que les surcapacités sont absorbées au niveau mondial, l'inflation pourrait émerger à nouveau et déclencher des mécanismes qui l'accélèrent, surprenant des banquiers centraux et des marchés trop confiants.

Il est par ailleurs probable que les banques centrales tentent de « normaliser » leur politique monétaire, et de profiter d'une hausse de l'inflation —même faible— pour mettre en place des stratégies de sortie de leur politique accommodante plus rapide ce qui est attendu.

Cela ouvre une période d'incertitude. Dans le cas où banques centrales sortent de leurs programmes d'achat des titres, ou tentent de réduire leur bilan, elles cesseront de contrôler la partie longue de la courbe des taux. Cette initiative, dans un contexte de très faibles primes de risque, pourrait générer une forte correction de valorisations et de la volatilité financière.

Tant que les facteurs structurels précédemment évoqués restent présents — globalisation, automatisation, changements structurel sur le marché du travail— le scénario de remontée limitée de l'inflation semble être le plus probable, mais il convient toujours de rappeler les risques.



ZONE EURO

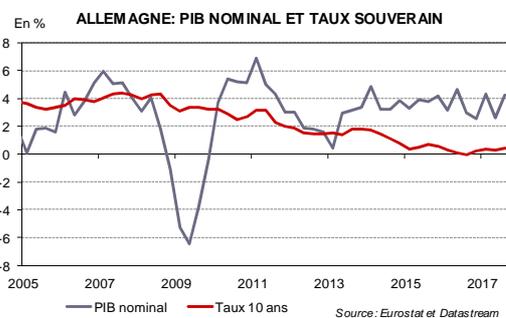
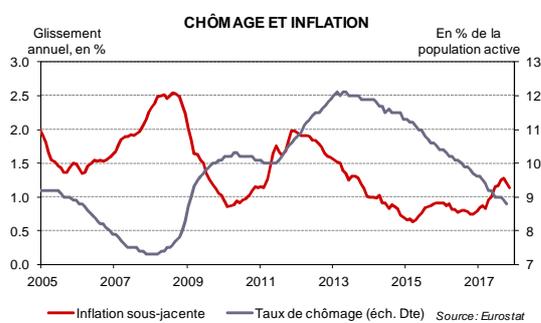
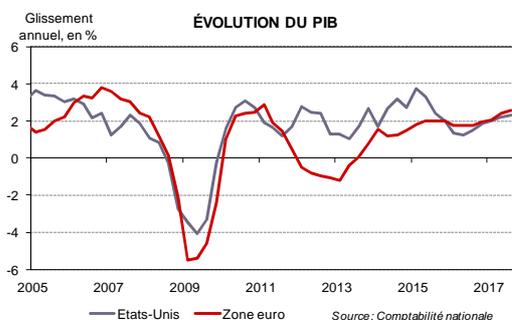
- En 2017, la croissance en zone euro serait la plus élevée depuis 10 ans. Ce cycle devrait se poursuivre à un rythme plus modéré, sous l'effet conjugué (1) des capacités toujours inutilisées, (2) d'un ensemble de politiques accommodantes et (3) de la solidité de la demande internationale.
- Si les aspects structurels pesant sur l'inflation semblent persister, l'impact du resserrement du marché du travail devrait toutefois faire remonter l'IPC sous-jacent vers le seuil de 1,5 %.

Le souvenir de la crise de la zone euro s'éloigne, alors que la région s'apprête à connaître sa troisième année de croissance supérieure à la tendance. La zone euro détient toujours des capacités inutilisées, ce qui présage d'un potentiel de croissance ultérieure. Toutefois, nous anticipons pour 2018 une moindre dynamique de croissance, notamment en raison d'un ralentissement au Royaume-Uni, dû au Brexit, et d'un resserrement progressif du policy-mix.

L'inflation sous-jacente ne devrait enregistrer qu'une reprise modeste, et la BCE serait alors en mesure de mettre en œuvre une stratégie de sortie très progressive, mettant fin au programme d'assouplissement quantitatif au T4 2018, avant de procéder à un premier relèvement des taux début 2019. Non sans ironie, une inflation supérieure aux attentes figure parmi les facteurs de risque les plus importants pour les économies avancées. Les prochaines discussions salariales en Allemagne sont au centre de l'attention.

Une hausse des anticipations d'inflation au sein des économies avancées pourrait déclencher une revalorisation, potentiellement déstabilisatrice, de la prime de risque des marchés financiers.

La zone euro sera confrontée à plusieurs risques politiques en 2018. Le risque principal est que l'Allemagne ne parvienne pas à former un nouveau gouvernement et que de nouvelles élections donnent lieu à un Bundestag encore plus fragmenté. L'enjeu est important du point de vue du calendrier des réformes en zone euro, sachant que même dans un scénario positif, nous n'attendons que des progrès modestes. Le second risque est celui des élections générales en Italie qui devraient avoir lieu le 3 mars 2018. Pour l'instant, selon les sondages d'opinion, le parti Cinque Stelle a peu de chance d'obtenir la majorité. Le risque est plutôt la constitution d'un gouvernement incapable de réaliser des réformes.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	2,0	1,8	2,3	1,9	1,6
Consommation des ménages	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7
Investissement	3,0	4,5	3,9	3,1	2,3
Exportations	6,1	3,3	4,6	3,9	3,8
Importations	6,5	4,7	4,6	4,3	4,0
Contribution des stocks à la croissance	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,5	1,9	1,6	1,6	1,3
Taux de chômage	10,9	10,0	9,0	8,4	8,0
Taux d'épargne	12,4	12,1	12,1	12,0	11,7
Taux d'inflation	0,0	0,2	1,5	1,4	1,6
Solde public (en % du PIB)	-2,1	-1,5	-1,2	-1,0	-1,0
Solde courant (en % du PIB)	3,2	3,3	3,2	3,1	3,1

ALLEMAGNE

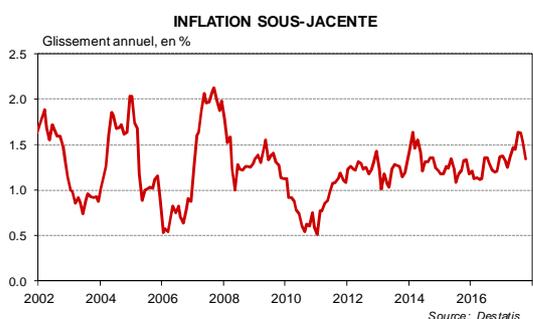
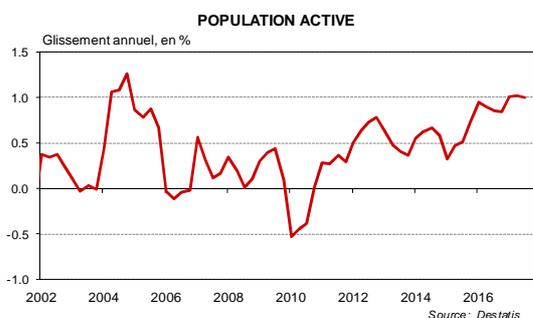
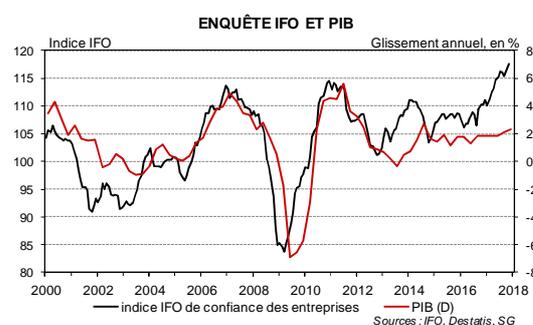
- Après avoir affiché en 2017 sa plus forte croissance depuis 2011, l'économie allemande ralentirait en 2018 et 2019 du fait d'une modération de la demande mondiale et d'un affaiblissement graduel de la consommation.
- Les salaires pourraient cependant accélérer dans le cadre de négociations salariales qui s'appuieront sur une inflation plus élevée que par le passé.
- Le principal risque est celui d'un blocage politique prolongé, si les négociations entre les principales forces politiques échouaient à former un nouveau gouvernement majoritaire.

Après une année 2017 exceptionnelle où l'activité a été soutenue à la fois par une demande extérieure robuste et un investissement dynamique, l'économie allemande devrait progressivement ralentir en 2018 et 2019, avec une croissance se situant toujours au dessus du potentiel.

La consommation privée, bien qu'en retrait, resterait dynamique soutenue par une hausse du revenu disponible. L'économie s'approchant du plein emploi, les salaires devraient accélérer dans le cadre de négociations salariales qui s'appuieront sur une inflation plus élevée que par le passé.

La réduction du poids de la dette publique est un enjeu majeur en Allemagne. Le gouvernement sortant avait fixé un objectif de déficit structurel de 0% sur la période 2015-2019. Le surplus budgétaire devrait perdurer malgré une augmentation maîtrisée des dépenses (notamment de santé et de soins de longue durée). Nonobstant la hausse attendue des prix de l'énergie et le dynamisme des importations, l'Allemagne continuerait d'afficher des excédents commerciaux considérables. L'excédent courant de l'Allemagne devrait diminuer légèrement en 2018, mais se stabiliserait par la suite à un niveau toujours très élevé.

Le principal risque qui pèse sur l'économie allemande est celui d'un blocage politique prolongé, après l'échec du premier round des négociations pour former un gouvernement de coalition après les élections fédérales en septembre 2017. Si les négociations entre la CDU-CSU et le SPD venaient à échouer ou dans le cas d'un gouvernement minoritaire, des nouvelles élections générales ne seraient alors pas à exclure, augmentant le risque de voir apparaître des positions eurosceptiques.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	1,5	1,9	2,5	1,9	1,7
Consommation des ménages	1,6	1,9	2,4	2,0	1,9
Investissement	1,0	2,9	4,3	2,4	2,2
Exportations	4,7	2,4	4,7	3,8	3,6
Importations	5,2	3,8	5,2	4,5	4,1
Contribution des stocks à la croissance	-0,3	-0,1	-0,1	0,2	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,9	2,2	2,4	2,3	1,8
Taux de chômage	6,4	6,1	5,7	5,5	5,3
Taux d'épargne	9,6	9,7	9,8	10,1	10,0
Taux d'inflation	0,1	0,4	1,6	1,6	1,7
Solde public (en % du PIB)	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
Solde courant (en % du PIB)	8,6	8,2	7,8	7,5	7,5

FRANCE

- La croissance resterait solide en 2018-2019, tirée principalement par la consommation et dans une moindre mesure par l'investissement, dans un contexte de hausse de l'emploi et du crédit.
- L'inflation augmenterait progressivement, soutenue par la demande intérieure.
- Le resserrement budgétaire ne pèserait que modestement sur la croissance, mais il pourrait être accru pour permettre un retour durable du déficit public sous le seuil de 3 % du PIB.

La croissance est demeurée forte au T3-17 (0,5 % T/T après 0,6 % au T2), grâce au dynamisme de la demande intérieure et notamment de l'investissement. Le très bon niveau des indices de confiance suggère un maintien de ce dynamisme à court terme.

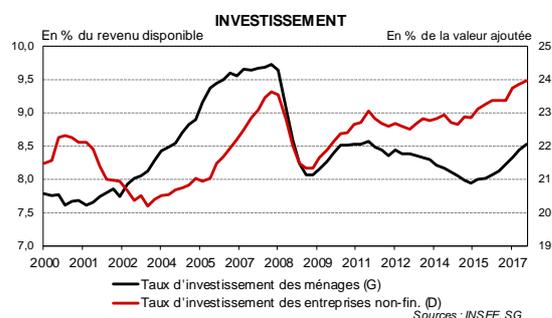
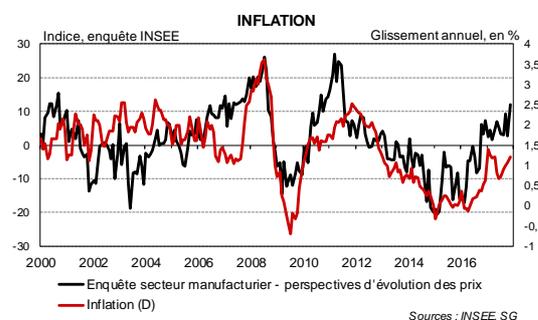
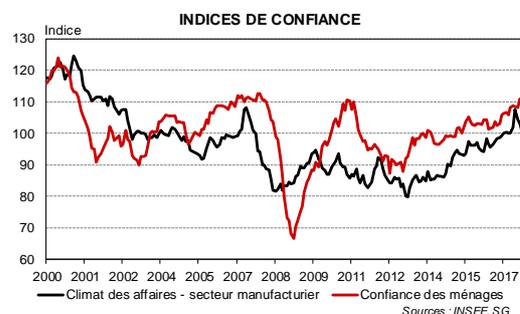
Bien qu'en léger retrait par rapport à 2017, la croissance resterait dans une fourchette de 1,5 % à 2,0 % en 2018-2019.

La consommation privée serait le principal moteur de cette croissance. De fait, les ménages bénéficieraient de la poursuite du redressement de l'emploi, même si le modeste resserrement budgétaire prévu par le gouvernement contiendrait la progression du revenu disponible. Cette bonne orientation de la demande, dans un contexte de remontée graduelle du prix du pétrole, alimenterait un redressement progressif de l'inflation.

L'investissement resterait bien orienté mais perdrait progressivement de son dynamisme. En particulier, l'effort d'investissement des entreprises est déjà historiquement élevé et cesserait de se renforcer dans un contexte d'endettement déjà élevé et de légère remontée des taux d'intérêt. L'investissement des ménages croîtrait plus modestement après avoir opéré, en 2016 et 2017, un net mouvement de rattrapage.

Enfin, nous faisons l'hypothèse que les réformes récentes et programmées (marché du travail, formation professionnelle...) permettraient à la France de stabiliser ses parts de marché à l'exportation. Le pays bénéficierait ainsi du maintien attendu du dynamisme de la demande extérieure.

Une réévaluation de l'effort d'assainissement budgétaire en 2018-2019 constitue l'une des incertitudes pesant sur ce scénario, la Commission Européenne ayant alerté la France sur le risque de non-conformité de son budget quant à ses engagements de moyen terme sur les finances publiques.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	1,0	1,1	1,9	1,8	1,7
Consommation des ménages	1,3	2,1	1,2	1,6	1,9
Investissement	0,9	2,7	3,6	2,7	2,0
Exportations	4,0	1,9	2,7	3,9	4,0
Importations	5,5	4,2	4,6	3,9	3,8
Contribution des stocks à la croissance	0,3	-0,1	0,7	0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,8	1,8	1,7	1,5	1,7
Taux de chômage (France métropolitaine)	10,1	9,8	9,3	9,0	8,6
Taux d'épargne	14,2	14,0	14,4	14,3	14,2
Taux d'inflation	0,1	0,2	1,0	1,4	1,7
Solde public (en % du PIB)	-3,6	-3,4	-2,9	-2,8	-3,0
Solde courant (en % du PIB)	-0,4	-0,9	-1,6	-1,1	-1,1

ITALIE

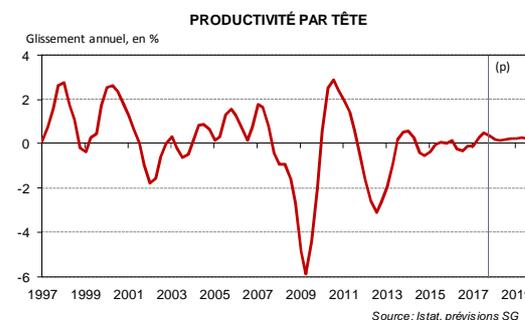
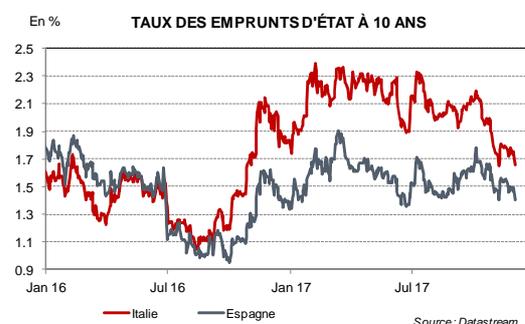
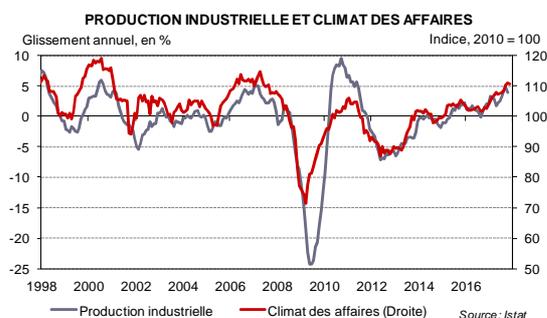
- Les prévisions de croissance sont révisées à la hausse pour 2017 et 2018, du fait d'une amélioration notable de la demande interne et d'un environnement externe qui reste favorable.
- La croissance ne serait cependant pas suffisante pour permettre une baisse significative du déficit public et la dette publique rapportée au PIB ne se réduirait que très graduellement.
- L'incertitude reste importante au vu de la fragmentation du paysage politique à quatre mois des élections générales.

L'Italie semble enfin profiter de l'embellie conjoncturelle en zone euro. L'investissement en machines et équipements repart de façon dynamique et les indicateurs avancés sont au vert, en particulier pour le secteur manufacturier. Les exportations connaîtraient en 2017 leur plus forte croissance depuis 2011.

La croissance ralentirait cependant en 2018 et 2019 du fait d'une modération du commerce mondial et de la consommation des ménages, du fait d'une progression du revenu disponible qui resterait contenue. Des conditions de financement toujours favorables et une amélioration de la santé financière des entreprises soutiendraient l'investissement en 2018, mais celui-ci ralentirait à l'horizon 2019. L'inflation resterait contenue autour de 1,4%, sans accélération du sous-jacent.

Les finances publiques continueraient de bénéficier de la baisse des charges d'intérêt, permettant une politique budgétaire légèrement expansionniste en 2019. Le déficit budgétaire resterait proche de 2 %, ne permettant pas une réduction significative de la dette publique. Avec une dette proche de 130 % du PIB, l'Italie reste très sensible à une hausse des taux souverains.

Enfin, les élections à venir (attendues en mars) devraient aboutir à un parlement fragmenté, aucun grand parti n'étant en mesure de remporter seul cette élection dans le cadre de la nouvelle loi électorale. Il serait alors difficile pour le gouvernement d'avancer sur les réformes nécessaires afin d'améliorer la productivité de l'économie et redonner de la compétitivité aux entreprises.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	0,9	1,1	1,5	1,3	1,1
Consommation des ménages	2,0	1,5	1,5	1,2	1,1
Investissement	1,7	3,0	3,2	2,9	1,8
Exportations	4,2	2,6	5,1	4,2	3,7
Importations	6,6	3,3	5,6	4,9	4,1
Contribution des stocks à la croissance	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,4	1,2	1,0	0,9	0,9
Taux de chômage	11,9	11,7	11,3	10,7	10,3
Taux d'épargne	10,5	10,6	10,2	10,0	9,9
Taux d'inflation	0,1	-0,1	1,4	1,2	1,4
Solde public (en % du PIB)	-2,6	-2,5	-2,2	-2,0	-2,0
Solde courant (en % du PIB)	1,5	2,7	2,7	2,6	2,5

ESPAGNE

- L'économie est restée très dynamique jusqu'au T3 2017, mais subirait dès le T4 l'impact des incertitudes liées à la crise catalane. Alors que le PIB a retrouvé cette année son niveau d'avant crise, l'activité convergerait vers son rythme de croissance potentielle.
- Les risques à moyen terme sont liés au niveau élevé de la dette publique, à la faible productivité de l'économie et au taux de chômage structurellement élevé, auxquels s'ajoute le risque politique.

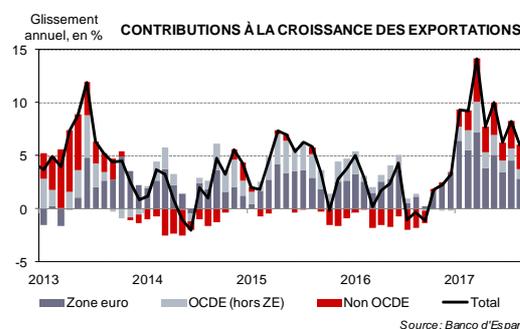
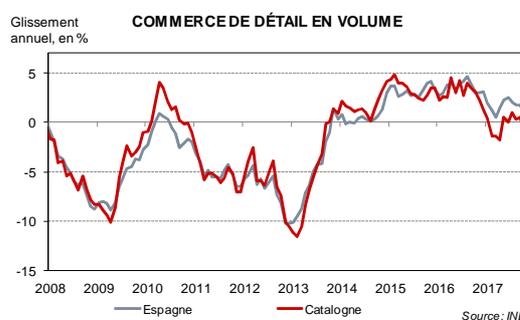
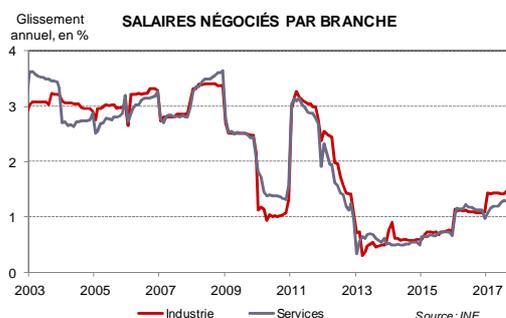
Après trois années de forte croissance, l'activité en Espagne devrait ralentir à partir de 2018. Elle resterait au-dessus du potentiel, avec une demande intérieure solide, qui viendrait notamment d'une belle performance de l'investissement. La consommation serait cependant moins dynamique que par le passé et les ménages stabiliseraient leur taux d'épargne, aujourd'hui à un plus bas historique. Le revenu des ménages serait soutenu par une légère accélération des salaires mais les créations d'emploi seraient moins dynamiques.

L'investissement progresserait à un rythme plus modéré, impacté à court terme par les incertitudes liées la crise catalane et à moyen terme par un durcissement progressif des conditions monétaires. Après une année 2017 très dynamique, la demande extérieure devrait également ralentir.

L'inflation ralentirait en 2018 du fait d'un repli des prix de l'énergie en début d'année. Elle accélérerait par la suite dans la lignée des augmentations de salaires sur fond de réduction progressive du chômage.

La politique budgétaire serait neutre en 2018 et 2019 et le déficit public se réduirait du fait de la croissance économique. La dette publique atteindrait 96% en 2019, soit 4 points de moins que son pic de 2014.

L'Espagne n'est pas à l'abri d'une crise politique suite au résultat des élections du 21 décembre en Catalogne. Les indépendantistes catalans ayant obtenu à nouveau une majorité de sièges au parlement, les négociations avec Madrid se compliquent. Un risque serait que le gouvernement Rajoy soit contraint de démissionner conduisant à de nouvelles élections générales.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	3,4	3,3	3,0	2,4	2,1
Consommation des ménages	3,0	3,0	2,4	2,1	1,8
Investissement	6,5	3,3	4,8	3,6	3,5
Exportations	3,9	3,1	4,9	3,6	4,0
Importations	6,1	1,3	4,7	3,7	3,5
Contribution des stocks à la croissance	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	2,3	2,0	1,2	2,0	1,7
Taux de chômage	22,1	19,7	17,2	15,4	14,2
Taux d'épargne	8,6	7,7	6,8	6,8	6,8
Taux d'inflation	-0,5	-0,2	2,0	1,3	1,5
Solde public (en % du PIB)	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5	-2,0
Solde courant (en % du PIB)	1,1	1,9	1,8	1,8	2,0

ROYAUME UNI

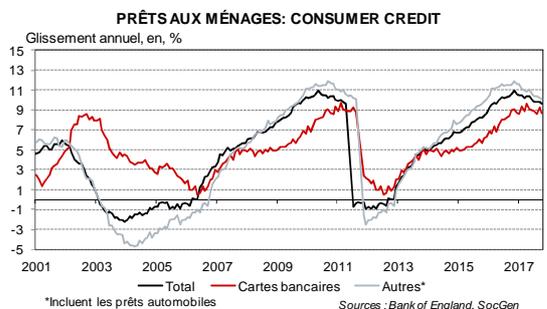
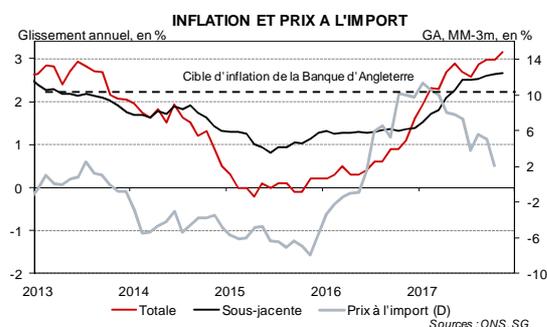
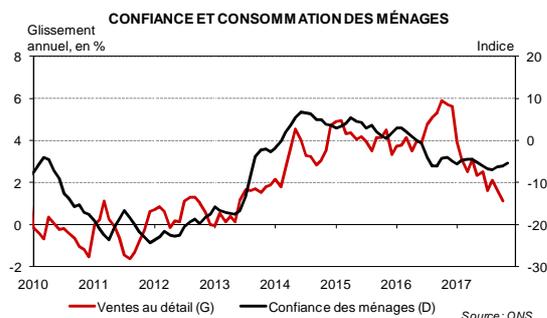
- Les négociations autour du Brexit vont rester une source d'incertitude pour l'économie britannique.
- Nous anticipons un ralentissement de la croissance du PIB réel en 2018, sur fond d'incertitude politique pesant sur l'investissement privé et la consommation des ménages.
- La politique monétaire resterait accommodante en 2018 mais la Banque d'Angleterre devrait durcir la politique macro-prudentielle afin de ralentir la progression du crédit à la consommation.

Un accord de transition pourrait être adopté permettant au Royaume Uni de rester dans le marché commun pendant deux ans après mars 2019. Une déclaration d'intention sur l'accord commercial à venir pourrait être faite courant 2018. Les négociations restent complexes et seront une source d'incertitudes qui pèseront sur l'investissement et la croissance économique.

Alors que l'essentiel de l'impact de la dépréciation de la livre sur l'inflation s'est déjà produit, l'inflation ne devrait pas s'accélérer et resterait entre 2,5% et 3%. Un pouvoir d'achat des ménages affaibli laisserait peu de place à davantage de consommation. L'embellie conjoncturelle mondiale profiterait aux exportations et devrait ainsi compenser partiellement le ralentissement de la demande intérieure.

La Banque d'Angleterre procéderait à une hausse de taux de 25pb en 2018, maintenant la politique monétaire accommodante. Or, une dépréciation de la livre sterling plus forte que prévue pourrait alimenter l'inflation et conduire la banque centrale à un resserrement monétaire plus important que prévu. Le risque inflationniste est donc à surveiller.

Suite à une forte progression du crédit à la consommation, la dette totale des ménages est en hausse, ce qui est une source de risque pour la stabilité financière. Pour y faire face, les autorités ont déjà annoncé un durcissement additionnel de la politique macro-prudentielle qui se produira par la hausse du coussin de capital contra-cyclique, de 0,5% à 1% en juin 2018, après une première hausse de 50pb en novembre.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	2,3	1,8	1,6	1,3	1,3
Consommation des ménages	2,6	2,8	1,7	1,3	1,0
Investissement	2,8	1,3	2,4	0,5	0,8
Exportations	5,0	1,1	4,8	3,4	4,9
Importations	5,1	4,3	2,9	2,8	3,9
Contribution des stocks à la croissance	0,1	-0,1	-0,6	0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	5,3	0,3	-0,5	1,7	2,2
Taux de chômage	5,3	4,9	4,3	4,4	4,6
Taux d'épargne	9,2	7,1	5,2	5,2	6,2
Taux d'inflation	0,0	0,7	2,6	2,6	2,1
Solde public (en % du PIB)	-4,3	-2,9	-2,2	-2,6	-3,5
Solde courant (en % du PIB)	-5,2	-5,9	-4,6	-4,2	-4,1

ÉTATS-UNIS

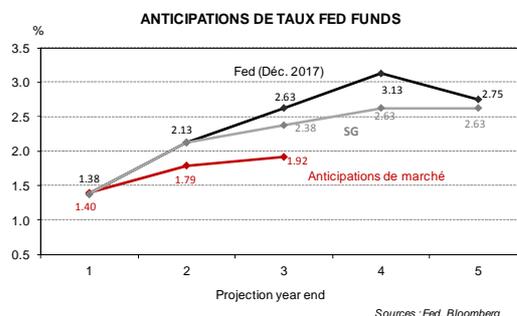
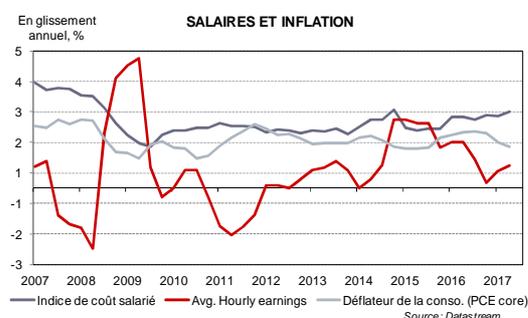
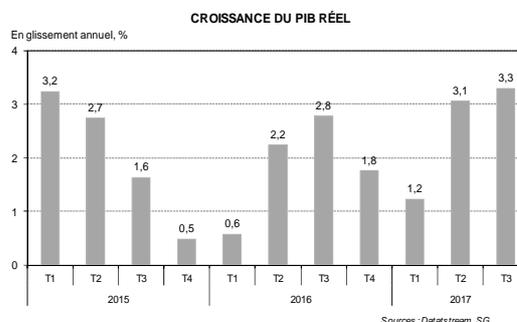
- La bonne dynamique de la croissance du PIB en 2017 devrait perdurer en 2018.
- Les incertitudes sur la politique économique ont diminué. Les réductions d'impôts ont été adoptées tandis que la Fed poursuivra le processus de normalisation de sa politique monétaire sous la direction de J. Powell.
- La dernière phase du cycle d'expansion américain étant proche, les pressions inflationnistes devraient augmenter dans les trimestres à venir.

La bonne tenue du marché du travail et de la confiance des ménages devraient favoriser la consommation en 2018, mais leur taux d'épargne, au plus bas depuis dix ans, risque de remonter et d'en limiter la progression. L'expansion mondiale synchronisée devrait doper les exportations et les profits des entreprises.

Malgré les divergences importantes qui opposent encore la Chambre des Représentants et le Sénat, la nouvelle loi fiscale devrait être promulguée d'ici la fin de l'année. Le Tax Cuts & Jobs Act (TCJA) devrait coûter à l'État environ 1 000 Mds de dollars sur dix ans. Ce montant est cohérent avec nos prévisions d'accélération de la croissance de 2,4% pour 2018, dont un surcroît de 0,3pp généré par la baisse d'impôts.

Le TCJA est essentiel pour prolonger le cycle d'expansion américain. Les réformes visant la réglementation financière pourraient stimuler la croissance potentielle en favorisant le crédit. Le futur gouverneur de la Fed, J. Powell pourrait assouplir les exigences de fonds propres des banques de plus petite taille car il estime que la réglementation est « suffisamment stricte ».

La normalisation de la politique monétaire devrait se poursuivre en 2018. La Fed prévoit trois hausses de taux de 25 pb chacune, tandis que le marché table seulement sur un peu plus d'un relèvement de 25 pb. Notre scénario central suppose que la Fed appliquera sa stratégie avec trois hausses de taux effectives, à moins qu'un choc ne se produise. Les tensions sur le marché de l'emploi devraient alimenter des hausses de salaires et donc de prix. Le risque de hausse de l'inflation conduirait la Fed à durcir sa politique monétaire plus rapidement que prévu. Compte tenu de l'endettement élevé des entreprises non financières, le resserrement des conditions financières pourrait entraîner une réévaluation globale des risques et susciter des inquiétudes quant à la qualité de la dette.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	2,9	1,5	2,3	2,4	1,7
Consommation des ménages	3,6	2,7	2,7	2,9	1,8
Investissement	3,8	0,6	3,8	3,2	1,8
Exportations	0,4	-0,3	3,3	3,5	3,2
Importations	5,0	1,3	3,4	3,5	2,5
Contribution des stocks à la croissance	0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible	3,1	0,8	1,4	3,1	1,3
Taux de chômage	5,3	4,9	4,4	3,6	4,3
Taux d'épargne	6,1	4,9	3,5	3,5	3,9
Taux d'inflation	0,1	1,3	2,0	2,3	1,9
Solde public (en % du PIB)	-4,3	-5,0	-4,8	-5,2	-5,9
Solde courant (en % du PIB)	-2,4	-2,4	-2,4	-3,0	-2,1

JAPON

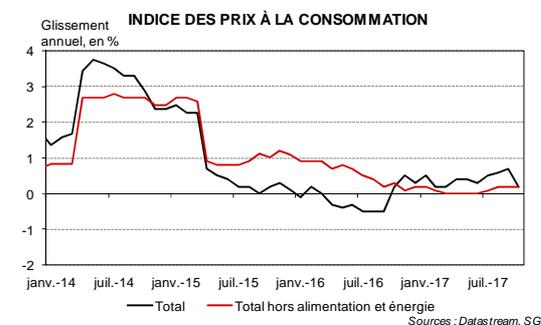
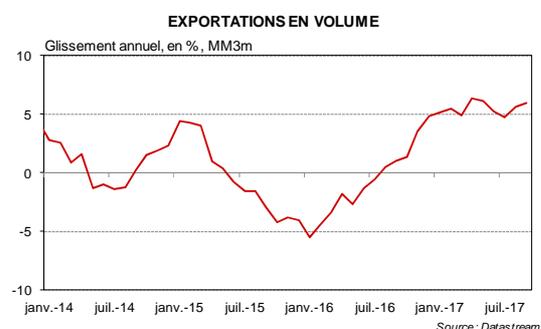
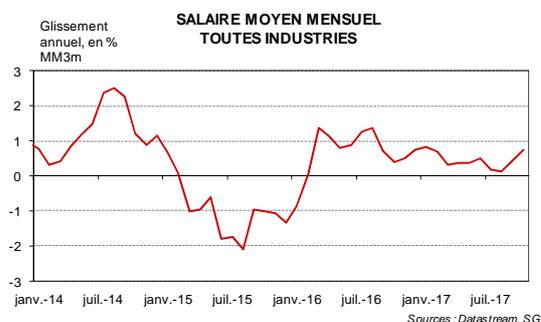
- L'activité économique devrait ralentir en 2018 et en 2019 avec la hausse programmée de la TVA.
- L'inflation resterait faible, bien en dessous de l'objectif de 2% fixé par la Banque du Japon (BoJ).
- La politique monétaire serait accommodante tandis que les efforts de consolidation budgétaire pèseront sur la croissance économique.

La croissance devrait baisser à 1,1% en 2018 puis à 1,0% en 2019. L'augmentation graduelle des salaires dans un contexte de marché du travail tendu devrait soutenir la consommation privée en 2018, mais celle-ci connaîtrait un frein par la suite, notamment après la hausse de la TVA de 8% à 10% programmée pour octobre 2019. Malgré l'impulsion venant de l'organisation des Jeux Olympiques de 2020, l'investissement ralentirait. Les exportations devraient rester robustes malgré l'affaiblissement prévu de la dynamique de la demande extérieure.

L'inflation augmenterait à 0,8% en 2018 avec la reprise économique et à 1,3% en 2019, mais restant en dessous de la cible de 2% fixé par la BoJ.

Alors que le soutien budgétaire s'atténuerait en 2018, la politique de Quantitative and Qualitative Easing (QQE), avec taux d'intérêt négatif (-0,1%) et contrôle de la courbe des taux devrait se maintenir jusqu'à l'atteinte de la cible d'inflation. Après la victoire du Parti Démocrate Libéral (LDP) aux élections anticipées d'octobre dernier, M. Kuroda (son mandat expire en Avril 2018) devrait être renommé comme Gouverneur de la BoJ, garantissant la continuité du QQE.

Les risques pesant sur ce scénario sont liés à l'incertitude géopolitique de la péninsule coréenne, à une éventuelle montée du protectionnisme américain et à un ralentissement plus fort que prévu du commerce mondial (ralentissement de la demande chinoise et/ou américaine).



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	1,1	1,0	1,5	1,1	1,0
Consommation des ménages	-0,3	0,4	1,0	0,6	0,6
Investissement	0,1	1,0	2,4	1,0	0,6
Exportations	3,0	1,1	6,0	4,8	4,2
Importations	0,7	-2,3	2,7	2,7	1,7
Contribution des stocks à la croissance	0,6	-0,3	-0,5	0,0	0,0
Pouvoir d'achat du revenu disponible net	0,8	2,2	1,7	1,0	1,4
Taux de chômage	3,4	3,1	2,9	2,8	2,8
Taux d'épargne	3,1	4,9	5,5	5,9	6,7
Taux d'inflation	0,8	-0,1	0,5	0,8	1,3
Solde public (en % du PIB)	-3,5	-4,6	-4,8	-4,1	-3,6
Solde courant (en % du PIB)	3,1	3,7	4,2	4,4	4,6

CHINE

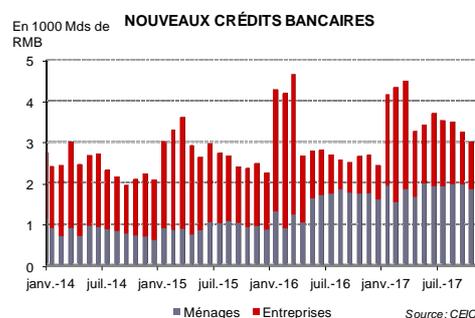
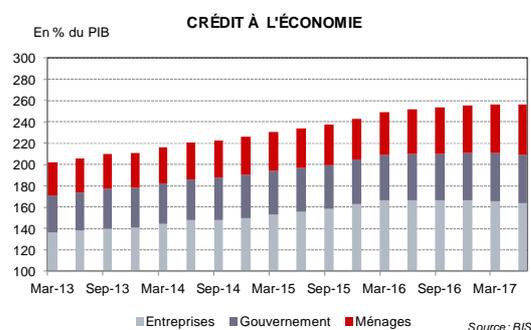
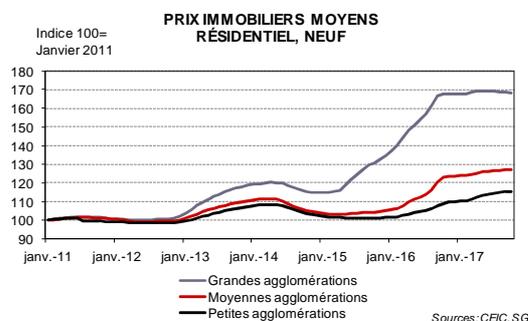
- La croissance économique devrait baisser à 6,3% en 2018 et à 5,8% en 2019 avec la modération de l'investissement et des exportations.
- Le ralentissement de l'endettement est devenu une priorité. Les autorités poursuivront le rééquilibrage de l'économie tout en conservant leur objectif d'atteindre un doublement du PIB entre 2010 et 2020.

La croissance devrait ralentir à 6,3% en 2018 et à 5,8% en 2019. La consommation privée, soutenue par la hausse des revenus disponibles, devrait rester le principal moteur de la croissance. L'investissement manufacturier resterait faible en raison des contraintes environnementales plus strictes et des réductions des capacités de production. L'investissement immobilier serait pénalisé par le resserrement des mesures prudentielles dans plusieurs villes. L'investissement en infrastructures devrait toutefois rester soutenu. Les exportations ralentiraient en ligne avec le tassement de la demande mondiale.

L'inflation devrait rester autour de 2,5% dans les deux prochaines années, principalement tirée par les prix alimentaires avec la progression de la consommation.

Comme réitéré lors du 19^e Congrès en octobre 2017, le ralentissement de l'endettement de l'économie reste la priorité des autorités. Le contrôle macro prudentiel et la politique monétaire en seront les deux piliers. La People's Bank of China devra arbitrer entre: (i) resserrement monétaire pour accompagner le ralentissement de l'endettement de l'économie et (ii) et assouplissement monétaire plus ciblé (comme la baisse du taux de réserve obligatoire pour les prêts aux SMEs et au secteur agricole qui prendra effet en janvier 2018). Dans ce contexte, le succès du ralentissement de l'endettement n'est pas assuré. La politique budgétaire devrait rester expansionniste mais dans une moindre mesure que celle associée au stimulus de 2016-2017.

Les risques baissiers qui mettraient en péril la trajectoire de croissance comprennent: (i) sur le plan interne: un ralentissement trop brutal de l'investissement et un resserrement prudentiel trop fort entraînant des tensions sur la liquidité et des risques de faillite, notamment, pour les plus petites banques; (ii) sur le plan externe: une montée du protectionnisme américain et une reprise des fuites de capitaux en cas de hausse plus forte que prévue des taux américains.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	6,9	6,7	6,8	6,3	5,8
Consommation	8,1	8,4	9,1	9,3	9,5
Investissement	6,2	6,3	4,5	3,1	2,2
Commerce extérieur (contrib., en pts de PIB)	-0,1	-0,5	0,1	0,1	-0,1
Taux d'inflation	1,4	2,0	1,8	2,4	2,5
Solde public (en % du PIB)	-2,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9
Dettes publiques (en % du PIB)	41,1	44,3	47,6	50,8	53,9
Dettes externes (en % du PIB)	11,8	12,0	13,0	14,0	15,0
Solde courant (en % du PIB)	2,7	1,7	1,4	1,2	0,9

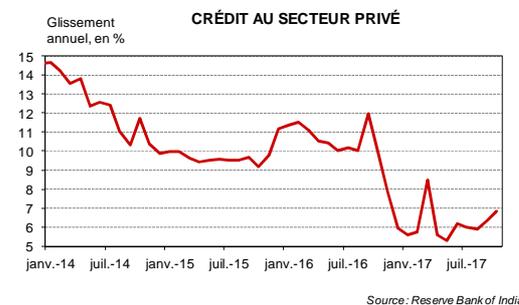
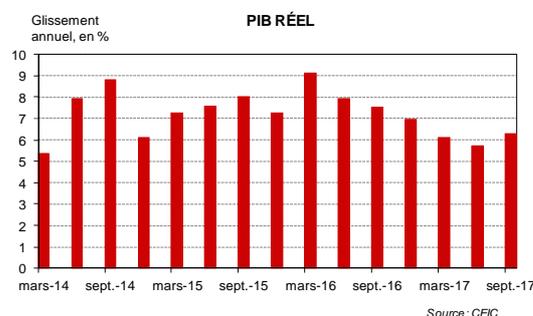
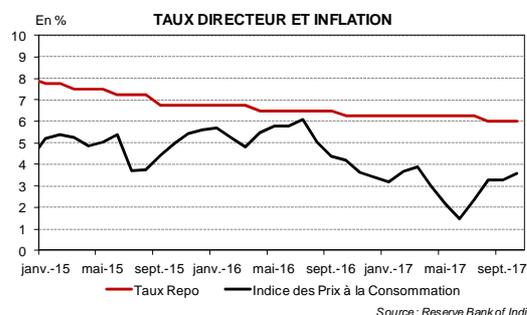
INDE

- Après un fort ralentissement en 2017, l'économie devrait rebondir et croître au dessus 7% dans les deux prochaines années grâce notamment à la reprise graduelle de l'investissement.
- Compte tenu de la fragilité des finances publiques, la politique monétaire devrait être le seul outil de soutien à l'activité à condition que le risque inflationniste reste maîtrisé.

Les effets négatifs de la démonétisation en novembre 2016 et de la mise en œuvre de la taxe sur les biens et services (TBS) en juillet 2017 sur l'économie devraient commencer à se dissiper à partir du T4-17. La croissance devrait augmenter à 7,1% et 7,3% en 2018 et 2019 respectivement. La consommation privée devrait rester le principal moteur de la croissance. L'investissement pourrait également rebondir après plusieurs années de morosité, stimulé par les grands projets d'infrastructures publics. L'investissement privé devrait bénéficier de l'uniformisation de la fiscalité entre les États après la mise en œuvre de la TBS. Il sera également soutenu par l'assainissement des bilans des banques avec l'annonce récente du programme de recapitalisation des banques publiques (1,3% du PIB) et la promulgation d'une nouvelle loi sur les faillites.

La reprise graduelle de l'activité devrait s'accompagner d'une hausse de l'inflation qui resterait toutefois autour de 5% et donc dans la cible de la Reserve Bank of India (RBI).

La démonétisation, en limitant la fraude fiscale, devrait se traduire par une hausse des recettes budgétaires. Toutefois, cet effet positif sur les finances publiques sera compensé par l'augmentation des salaires des fonctionnaires et par le coût du soutien public vis-à-vis du secteur agricole dans certains États. Le risque de dérapage budgétaire pourrait restreindre la capacité de la RBI à poursuivre son cycle de baisse des taux (actuellement à 6%). Il existe en effet un risque inflationniste lié à des pressions par la demande en raison de goulots d'étranglements persistants.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	8,0	7,1	6,5	7,0	7,3
Consommation des ménages	6,1	8,7	6,1	7,6	7,9
Investissement	6,5	2,4	2,7	3,9	7,6
Exportations	-5,3	4,5	5,3	7,7	7,4
Importations	-5,9	2,3	1,5	4,8	10,0
Taux d'inflation	4,9	4,5	3,5	4,7	4,8
Solde public (en % du PIB)	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9
Dette publique (en % du PIB)	69,5	69,6	68,7	67,1	65,2
Dette externe (en % du PIB)	22,7	21,4	19,3	22,3	22,1
Solde courant (en % du PIB)	-1,1	-0,7	-1,4	-1,5	-1,6

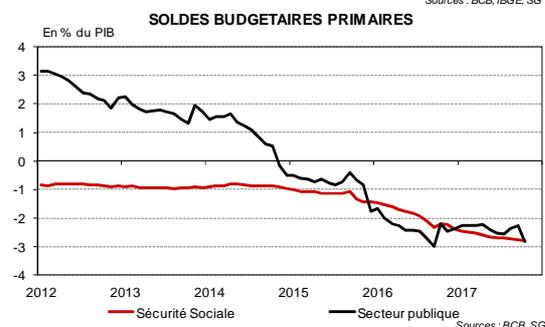
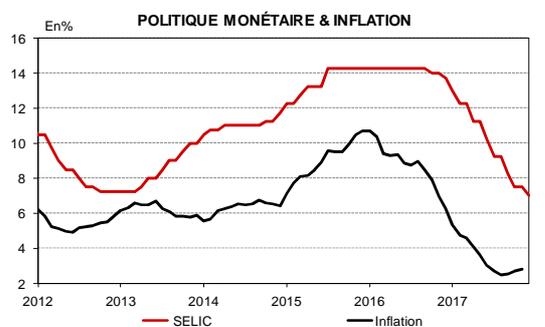
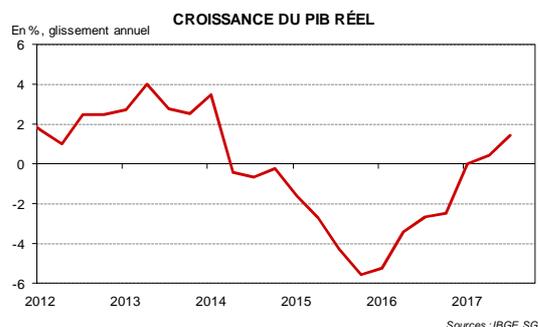
BRÉSIL

- La reprise économique gagne du terrain, soutenue par la consommation et les exportations et plus récemment par un rebond de l'investissement qui devrait se poursuivre en 2018.
- La banque centrale continuerait son cycle d'assouplissement début 2018 compte tenu des prévisions de redressement modéré et d'inflation stable.
- Cependant, l'absence d'ajustement budgétaire et l'intensification des incertitudes entourant les élections de 2018 pourraient pousser la BCB à durcir plus rapidement sa politique monétaire, au risque d'entraver la reprise économique.

La reprise économique se poursuit, toutes les composantes du PIB se redressant. La consommation privée restera le principal moteur de croissance en 2018, sur fond d'amélioration progressive du marché du travail et de faiblesse de l'inflation. Les exportations resteront solides grâce à la hausse de la demande de matières premières et à l'amélioration de la croissance dans la région. L'investissement devrait rebondir (il est repassé en territoire positif au T3-17 après 15 trimestres consécutifs de baisse), soutenu par l'assouplissement des conditions financières et le regain de confiance des entreprises.

En décembre, la BCB a réduit son taux directeur de 50 pb à 7 %, le ramenant à son plus bas niveau depuis 2000. Compte tenu des prévisions de croissance modérée et des perspectives favorables d'inflation, la BCB devrait maintenir son taux directeur à un niveau accommodant pendant une grande partie de 2018. L'inflation, qui s'établit actuellement à 2,8 % en glissement annuel, devrait progressivement se rapprocher du taux cible de la (4,5 %), au vu de l'augmentation des prix de l'alimentation et de l'énergie.

Les comptes budgétaires restent fragiles, constituant le risque principal pour la reprise. Le déficit budgétaire primaire demeure élevé (2,8 % du PIB en octobre), en raison du creusement du déficit de la sécurité sociale. Les autorités tentent de faire adopter une réforme des retraites afin de consolider les comptes de cette dernière. Or, il est incertain si le gouvernement parviendra à la faire passer avant le début du cycle électoral (les élections générales sont prévues pour octobre 2018). Faute de réforme, le plafonnement constitutionnel de la croissance des dépenses primaires (3 % pour 2018) ne pourrait pas être respecté. Ceci risquerait d'entraîner une hausse rapide de la dette publique.



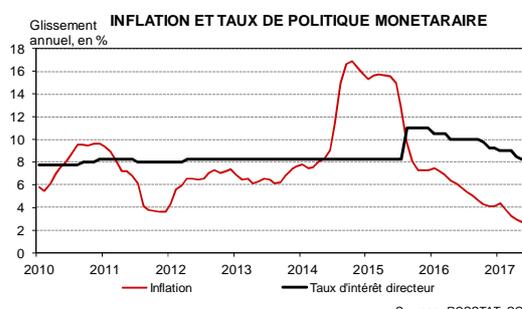
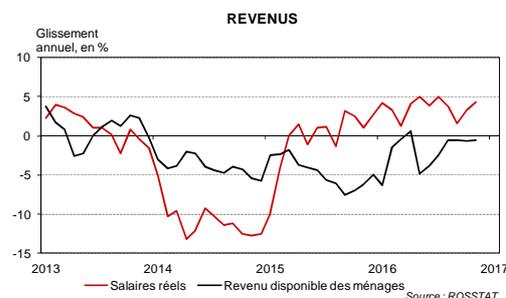
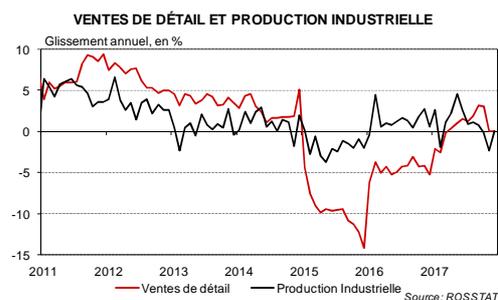
En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	-3,8	-3,6	1,0	2,0	2,5
Consommation des ménages	-3,9	-4,2	1,2	2,0	2,4
Investissement	-13,9	-10,0	-1,0	4,7	6,0
Exportations	6,3	1,7	5,5	4,0	3,8
Importations	-14,1	-9,6	3,0	3,5	4,0
Taux d'inflation	9,5	8,0	3,7	4,5	4,5
Solde public (en % du PIB)	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0	-6,0
Dette publique (en % du PIB)	57,2	66,5	71,0	75,0	79,0
Dette externe (en % du PIB)	25,6	29,0	27,0	26,5	26,0
Solde courant (en % du PIB)	-3,3	-1,5	-0,5	-1,0	-1,5

RUSSIE

- La croissance devrait rester inférieure à 2% dans les deux ans à venir compte tenu de la faible progression des revenus des ménages. L'investissement continuerait de souffrir de conditions financières encore restrictives.
- L'inflation pourrait légèrement rebondir en 2018 mais rester modérée sous l'effet de la faiblesse de la demande et de la stabilité attendue du rouble.
- La politique économique ne viendra pas en soutien à la croissance. La Banque Centrale garderait un biais restrictif afin d'ancrer les anticipations d'inflation. La politique budgétaire aura comme souci de gérer le déficit dans la durée afin de contenir la dette publique

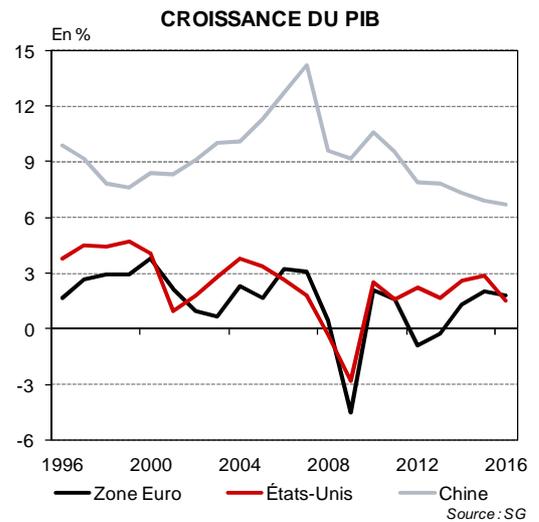
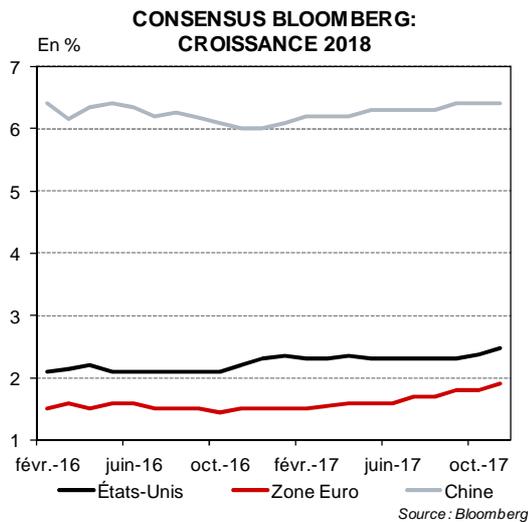
La croissance montre à nouveau un accès de faiblesse. Celle-ci pourrait se prolonger dans les trimestres à venir. La consommation peine à redémarrer franchement dans un contexte où les revenus des ménages stagnent. Contrairement au passé, il est peu probable que la politique budgétaire vienne en aide à travers des hausses de pensions, création d'emplois publics ou hausse du salaire des fonctionnaires. Un certain redressement de la consommation est néanmoins à attendre grâce à une croissance modeste des salaires réels. L'investissement devrait pâtir d'une détérioration lente des marges des entreprises dans la mesure où les salaires augmentent plus vite que la productivité. (les tensions salariales persistent dans un contexte de décroissance de la population active). Par ailleurs, les conditions financières restent relativement restrictives pour les entreprises avec un coût du capital qui reste élevé.

Le salut ne viendra pas de la politique économique. Même si l'inflation a atteint des niveaux jamais observés depuis l'ère soviétique, la Banque Centrale de Russie laisse les taux à des niveaux élevés afin d'ancrer les anticipations d'inflation. En effet, l'économie reste exposée à des épisodes de volatilité financière en cas de mouvements sur les prix du pétrole, de retournement sur les marchés émergents ou bien de sanctions supplémentaires. Toutes choses égales par ailleurs, nous n'attendons donc pas de retour de pressions inflationnistes. La BCR devrait encore abaisser son taux de politique monétaire mais conserver des niveaux de taux réels élevés.



En %	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	-2,8	-0,2	1,5	1,2	1,2
Consommation des ménages	-9,8	-4,5	1,5	2,0	2,0
Investissement	-9,9	-1,8	3,0	2,0	2,5
Exportations	3,7	3,1	3,0	2,0	2,0
Importations	-25,9	-3,8	4,0	4,0	4,0
Taux d'inflation	15,7	7,2	4,5	4,2	4,2
Solde public (en % du PIB)	-3,5	-3,7	-2,5	-2,0	-1,5
Dette publique (en % du PIB)	13,0	14,0	16,0	18,0	19,0
Dette externe (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



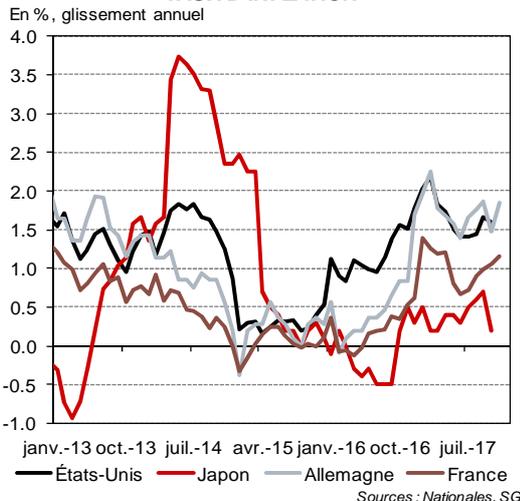
En %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)	2019(p)
PIB en volume										
Monde	4,2	3,2	2,5	2,7	2,9	2,8	2,6	3,2	3,1	2,9
États-Unis	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,4	1,7
Japon	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,2	1,1	1,0	1,5	1,1	1,0
Royaume-Uni	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,6	1,3	1,3
Zone euro	2,0	1,7	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,3	1,9	1,6
Allemagne	3,9	3,7	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,5	1,9	1,7
France	1,9	2,1	0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	1,9	1,8	1,7
Italie	1,6	0,7	-2,9	-1,7	0,2	0,9	1,1	1,5	1,3	1,1
Espagne	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,0	2,4	2,1
Chine	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,8	6,3	5,8
Inde	10,3	6,6	5,5	6,4	7,5	8,0	7,1	6,5	7,0	7,3
Brésil	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,8	-3,6	1,0	2,0	2,5
Russie	4,5	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,2	1,2

Investissement en volume										
Monde*	-0,7	4,2	3,4	4,2	3,7	3,5	3,2	2,4	2,8	2,4
États-Unis	-16,7	1,5	6,3	9,8	5,0	6,2	3,8	0,6	3,8	3,2
Japon	-9,6	-1,6	1,7	3,5	5,0	2,7	0,1	1,0	2,4	1,0
Royaume-Uni	5,0	1,9	2,3	3,2	6,7	3,4	0,5	2,4	0,9	1,8
Zone euro	-0,5	1,6	-3,3	-2,4	1,9	3,0	4,5	3,9	3,1	2,3
Allemagne	5,0	7,4	-0,1	-1,2	3,7	1,0	2,9	4,3	2,4	2,2
France	1,8	2,2	0,3	-0,7	0,0	0,9	2,7	3,6	2,7	2,0
Italie	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-2,2	1,7	3,0	3,2	2,9	1,8
Espagne	-4,9	-6,9	-8,6	-3,4	4,7	6,5	3,3	4,8	3,6	3,5
Chine	7,1	9,1	7,2	6,2	6,3	6,2	6,3	4,5	3,1	2,2
Inde	15,2	11,5	2,4	2,5	2,5	6,5	2,4	2,7	3,9	7,6
Brésil	17,9	6,8	0,8	5,8	-4,2	-13,9	-10,0	-1,0	4,7	6,0
Russie	6,4	9,2	5,9	1,3	-2,7	-9,9	-1,8	3,0	2,0	2,5

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 %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)	2019(p)
------	------	------	------	------	------	------	------	---------	---------	---------

Inflation

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

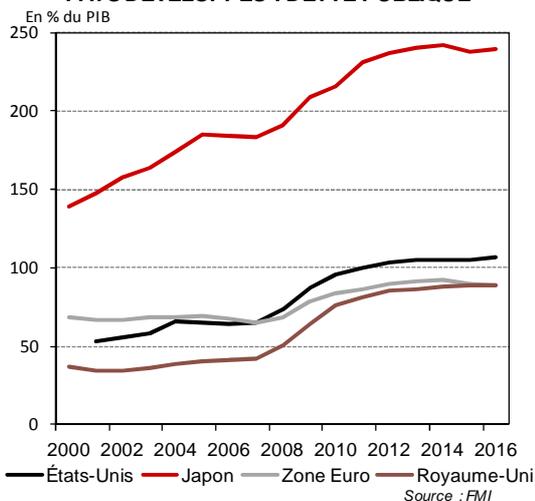
Solde courant (% du PIB)

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

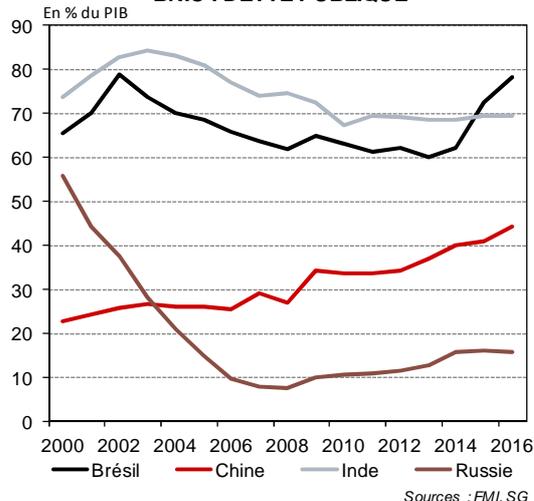
Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

PAYS DEVELOPPÉS : DETTE PUBLIQUE



BRIC : DETTE PUBLIQUE



En % du PIB	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017(p)	2018(p)	2019(p)
Solde public										
États-Unis	-12,2	-10,7	-9,0	-5,5	-4,9	-4,3	-5,0	-4,8	-5,2	-5,9
Japon	-9,1	-9,1	-8,3	-7,6	-5,4	-3,5	-4,6	-4,8	-4,1	-3,6
Royaume-Uni	-9,5	-7,5	-8,2	-5,6	-5,7	-4,3	-3,0	-2,8	-3,0	-3,0
Zone euro	-6,2	-4,2	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,2	-1,0	-1,0
Allemagne	-4,2	-1,0	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
France	-6,8	-5,1	-4,8	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4	-2,9	-2,8	-3,0
Italie	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,2	-2,0	-2,0
Espagne	-9,4	-9,6	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5	-2,0
Chine	-0,4	-0,1	-0,3	-0,8	-0,9	-2,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9
Inde	-8,6	-8,3	-7,6	-7,0	-7,2	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9
Brésil	-2,7	-2,5	-2,5	-3,0	-5,4	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0	-6,0
Russie	-3,2	1,4	0,4	-1,2	-1,1	-3,5	-3,7	-2,5	-2,0	-1,5

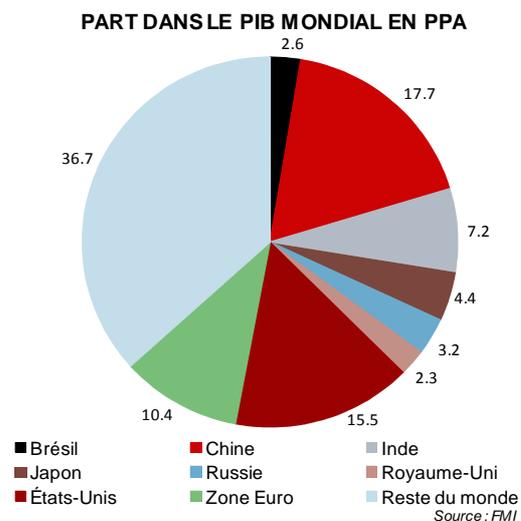
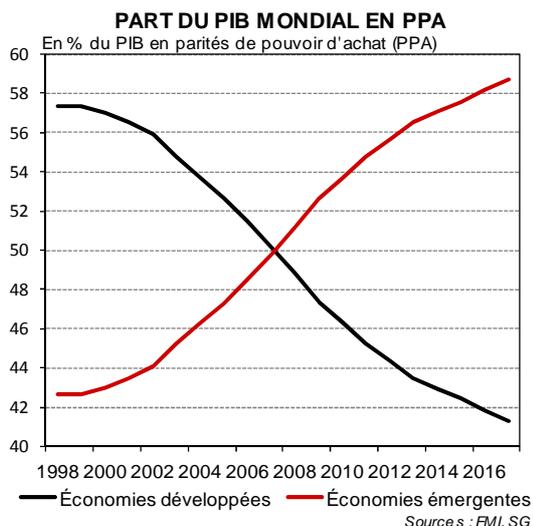
Dette publique*

États-Unis	89,5	94,4	98,9	101,2	102,1	101,2	105,0	103,7	104,4	106,3
Japon	184,2	199,6	206,2	210,0	214,5	214,7	217,7	221,0	223,3	224,3
Royaume-Uni	76,0	81,6	85,1	86,2	88,1	86,6	87,8	83,0	81,8	80,4
Zone euro	84,0	86,2	89,6	91,5	92,0	90,1	89,1	86,7	85,2	83,4
Allemagne	80,9	78,6	79,8	77,4	74,6	70,9	68,1	64,6	61,5	58,5
France	81,6	85,2	89,5	92,3	94,9	95,6	96,3	96,7	96,7	96,8
Italie	115,4	116,5	123,4	129,0	131,8	131,5	132,0	131,2	130,2	129,1
Espagne	60,1	69,5	85,7	95,5	100,4	99,4	99,0	98,4	97,6	96,3
Chine	33,7	33,6	34,3	37,0	39,9	41,1	44,3	47,6	50,8	53,9
Inde	67,5	69,6	69,1	68,5	68,5	69,5	69,6	68,7	67,1	65,2
Brésil	63,0	61,2	62,2	60,2	62,3	57,2	66,5	71,0	75,0	79,0
Russie	10,6	10,8	11,5	12,7	15,6	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	18 624	57 608	323	151	-45	21
Zone euro	11 923	37 071	341	163	-7	67
Allemagne	3 479	48 449	82	106	52	69
France	2 466	42 336	65	189	-15	44
Italie	1 851	36 823	61	115	-9	47
Espagne	1 233	36 347	46	166	-80	48
Pays-Bas	778	51 249	17	231	66	139
Chine	11 232	15 395	1 383	211	16	33
Japon	4 937	41 220	127	159	61	25
Royaume-Uni	2 629	42 421	66	168	-1	40
Inde	2 264	6 694	1 300	57	-16	28
Brésil	1 799	15 238	206	66	-34	18
Canada	1 530	46 441	36	218	8	53
Corée du Sud	1 411	37 730	51	193	20	64
Russie	1 283	26 926	143	68	17	37
Australie	1 262	48 712	24	204	-59	32
Mexique	1 047	18 935	122	44	-44	74
Indonésie	932	11 717	259	40	-36	30
Turquie	863	24 986	80	85	-41	40
Suisse	669	60 374	8	212	125	87
Arabie Saoudite	646	55 331	32	65	94	49

Sources : Banque mondiale, BRI, FMI, Datastream

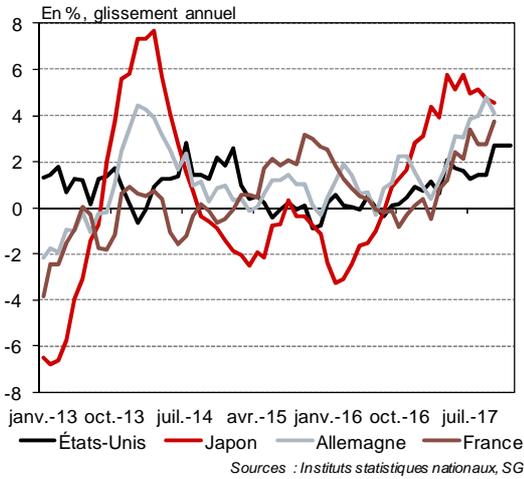
*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

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

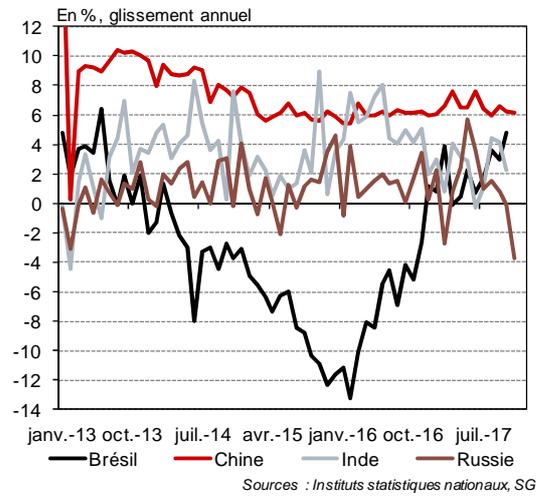
*** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

Données Conjonctuelles

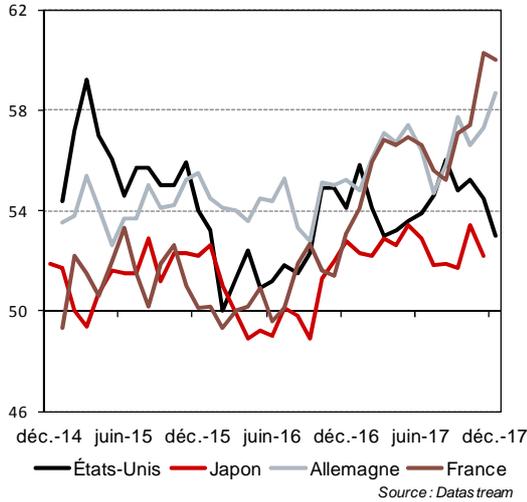
PAYS DÉVELOPPÉS : PRODUCTION INDUSTRIELLE



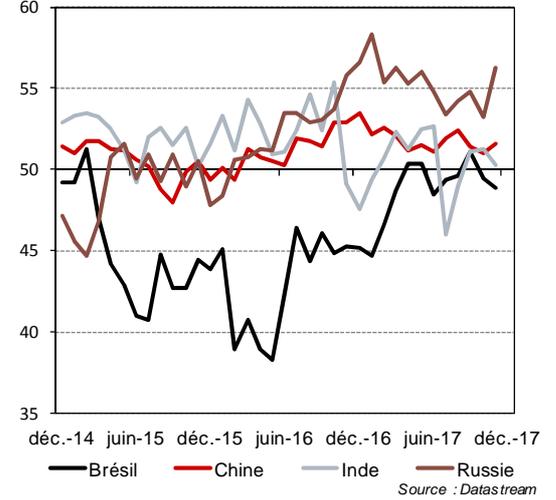
BRIC : PRODUCTION INDUSTRIELLE



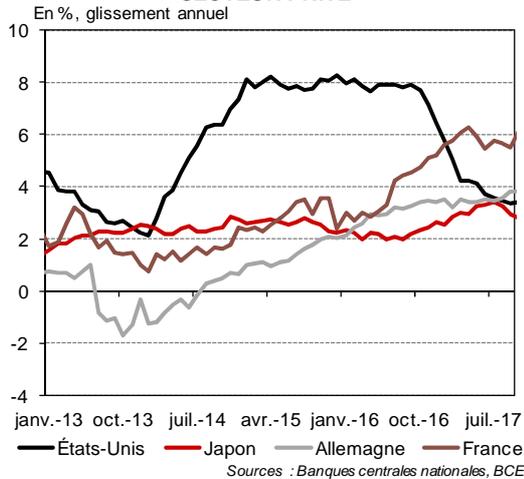
PAYS DÉVELOPPÉS : PMI COMPOSITE



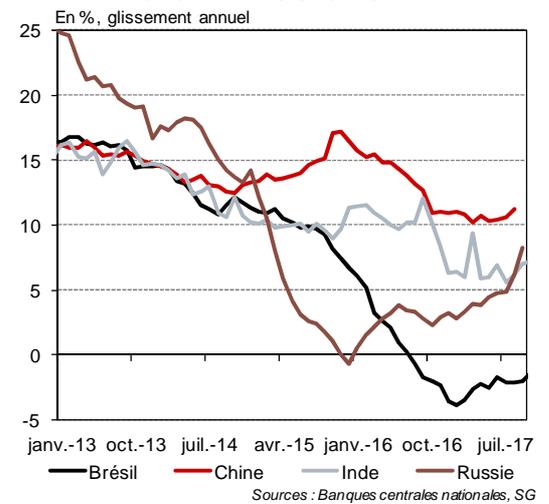
BRIC : PMI COMPOSITE



PAYS DÉVELOPPÉS : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ

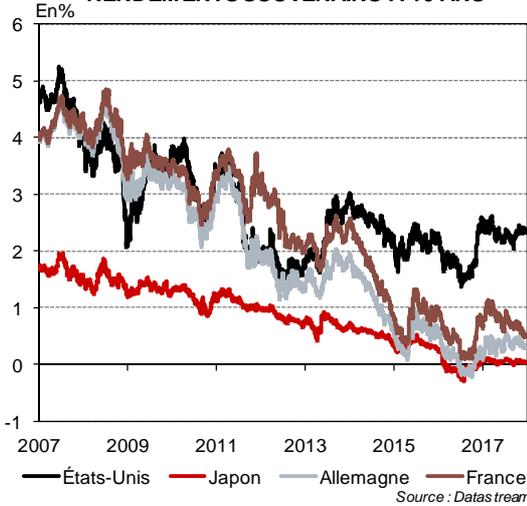


BRIC : CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ

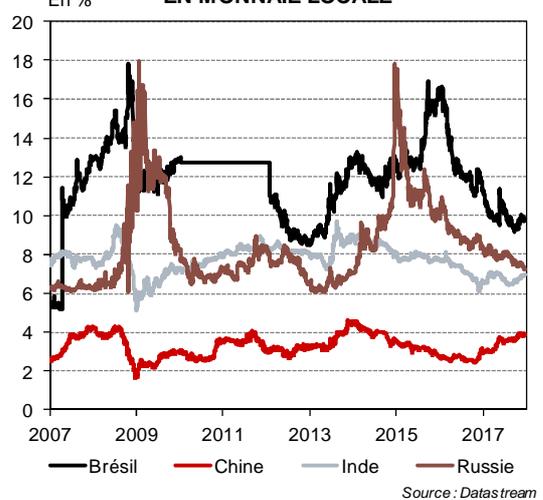


Données Financières

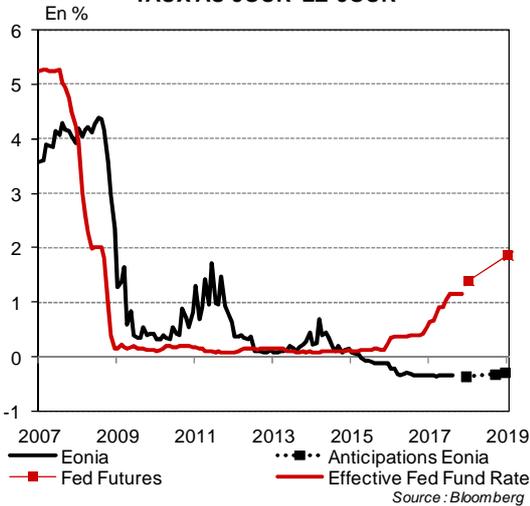
RENDEMENTS SOUVERAINS À 10 ANS



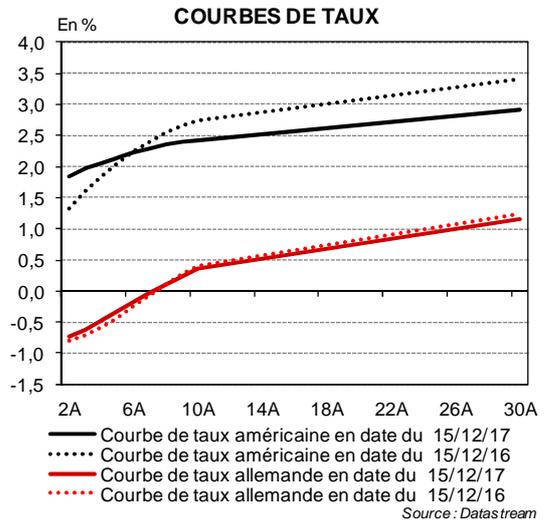
RENDEMENTS SOUVERAINS À 5 ANS EN MONNAIE LOCALE



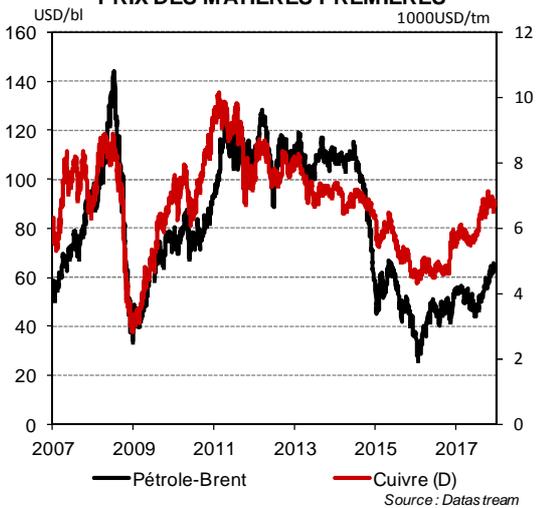
TAUX AU JOUR-LE-JOUR



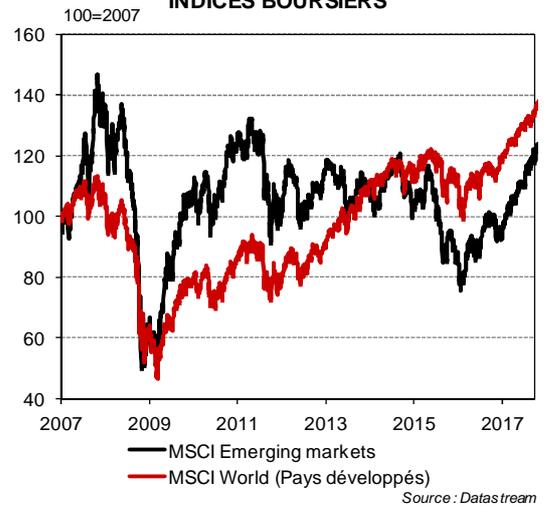
COURBES DE TAUX

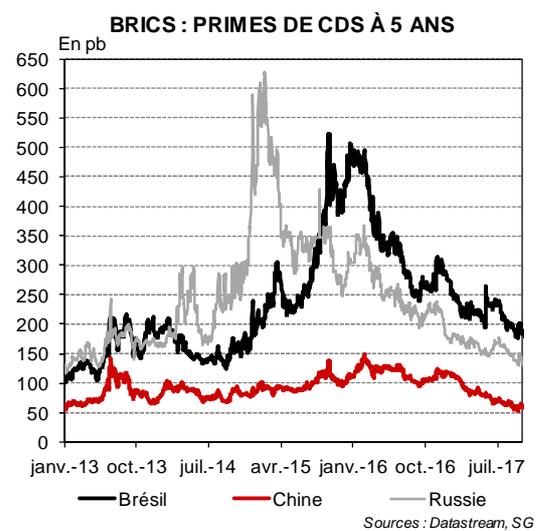
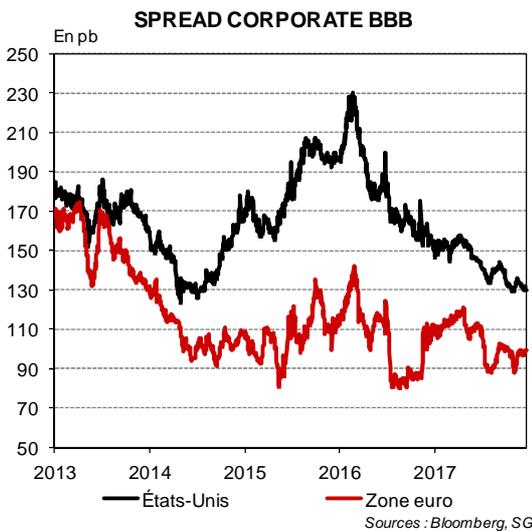
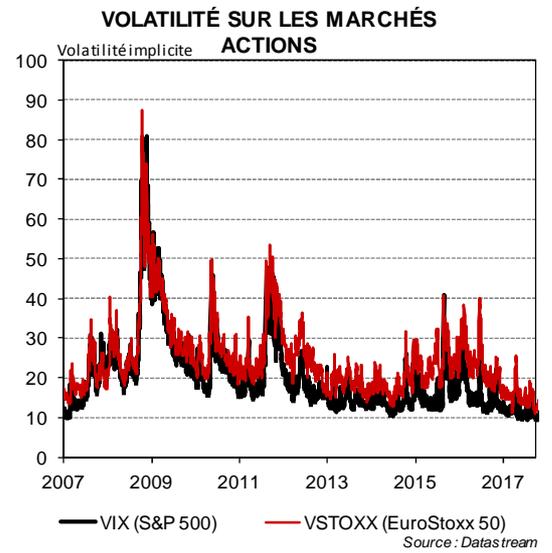
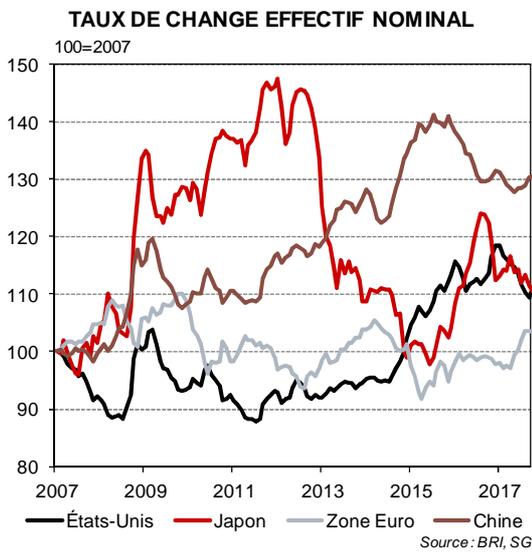
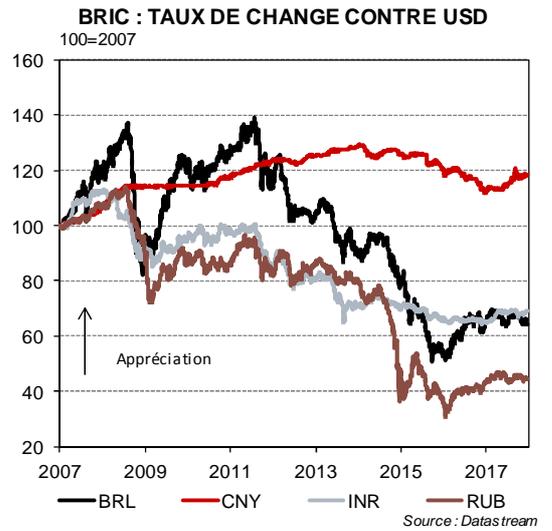
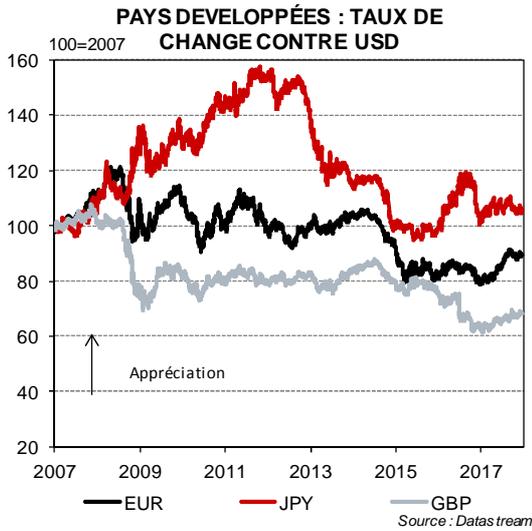


PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES



INDICES BOURSIERS





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

François LETONDU

Analyse macrosectorielle
+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

Laura ATARODY

Assistante économiste, Edition
+33 1 58 98 79 50
laura.atarody@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

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.