

SCENARIOECO

Département des études économiques et sectorielles

L'INVESTISSEMENT, CLÉ DE LA PROLONGATION DU CYCLE

- L'activité mondiale reste solide. Les indicateurs de confiance indiquent une poursuite de l'expansion en 2018 et une activité manufacturière soutenue par une reprise de l'investissement. Aux États-Unis, une expansion budgétaire de grande ampleur prolongera le cycle économique.
- Avec les principaux pays proches du plein emploi, le dynamisme de l'activité pourrait pâtir de contraintes du côté de l'offre, ce qui conduirait à des pressions inflationnistes.
- Les marchés boursiers mondiaux se sont fortement repliés en février en raison des inquiétudes sur l'inflation. Or, la correction s'est avérée de courte durée sans élargissement des spreads de crédit. Au mois de mars, le risque d'une escalade des tensions commerciales a de nouveau secoué les marchés. La volatilité en 2018 serait légèrement plus élevée qu'en 2017 du fait de la normalisation progressive des politiques monétaires.
- La possibilité que les tensions commerciales se transforment en une guerre commerciale généralisée figure en tête de la liste des risques à notre scénario. Un choc brutal sur les rendements obligataires et la matérialisation du risque politique restent également à l'ordre du jour.

Sommaire

Synthèse Conjoncturelle	3
L'investissement au secours de la croissance	4
Prévisions Économiques.....	6
Zone Euro.....	7
Allemagne	8
France	9
Italie.....	10
Espagne	11
Royaume-Uni	12
États-Unis	13
Japon	14
Chine.....	15
Inde	16
Brésil	17
Russie	18
Afrique.....	19
Amérique latine	20
Asie émergente	21
Pays du Golfe.....	22
Europe centrale et orientale	23
Données Économiques	24
Données Structurelles.....	27
Données Conjoncturelles	28
Données Financières.....	29

Achévé de rédiger le 29 Mars 2018

Synthèse Conjoncturelle

ÉCONOMIE MONDIALE

- L'activité mondiale reste solide mais probablement proche du pic. Les indicateurs de sentiment annoncent une poursuite de la croissance en 2018 et un maintien de l'activité manufacturière dans les économies avancées, soutenus par une hausse des investissements. Les échanges commerciaux internationaux sont très dynamiques. Le PIB mondial est attendu à 3,8 % en 2018 (contre 3,7 % en 2017) et de 3,6 % en 2019.
- Les craintes inflationnistes se sont modérées en mars, après la publication des salaires aux États Unis (en progression modérée) et les déclarations du président de la BCE, M. Draghi, qui a évoqué des éléments (sous-utilisation des capacités) qui pourraient ralentir l'émergence des pressions sur les prix. En outre, les prix à terme du pétrole restent inférieurs aux niveaux actuels.
- Les principaux risques à notre scénario sont liés à 1) un protectionnisme croissant, 2) des surprises inflationnistes à la hausse aux États-Unis forçant la Fed à accélérer son rythme de resserrement, 3) des risques politiques en Europe (y compris sur un Brexit désordonné), 4) un « atterrissage brutal » en Chine déclenchant une chute du commerce international, et 5) une réévaluation du risque global dû aux tensions géopolitiques.

ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

- Les baisses d'impôts et maintenant les plafonds de dépenses plus élevés aux États-Unis devraient prolonger le cycle. Cela nous a amenés à revoir nos prévisions de croissance pour 2018 et 2019. Un chômage faible et en baisse pourrait stimuler les salaires, ce qui, à son tour, augmenterait les risques d'inflation.
- La croissance dans la zone euro bénéficiera en 2018-2019 de la dynamique de l'industrie et du commerce et de l'effet conjugué d'une reprise de l'investissement et des politiques économiques toujours accommodantes. L'inflation sous-jacente ne devrait que très légèrement progresser. Cependant, une accélération des prix ne peut être complètement exclue en Allemagne, qui est proche du plein emploi.
- Plusieurs questions, y compris la gestion de la frontière de l'Irlande du Nord, peuvent encore empêcher la conclusion de l'accord de retrait dans les négociations sur le Brexit. Étant donné qu'il existe toujours un risque de Brexit sans accord, les entreprises font toujours face à une incertitude considérable, ce qui risque de peser sur les décisions d'investissement et d'embauche. Malgré une forte demande extérieure, la croissance au Royaume-Uni reste faible.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- Le dynamisme de l'activité devrait se modérer progressivement en Chine, mais une demande extérieure plus forte maintiendra une croissance élevée dans les pays émergents d'Asie autour de 6% en 2018 et 2019.
- En Europe émergente, les taux de croissance devraient ralentir après le rebond de 2017. L'activité va continuer à profiter d'un environnement externe favorable et de mesures accommodantes (Roumanie, Turquie).
- En Amérique latine, la reprise devrait se renforcer, sur fond de consolidation de la croissance en Amérique du Sud (Brésil, Argentine).
- En Afrique, la croissance devrait continuer à s'accroître en 2018-19, en raison de la hausse des prix des matières premières et de l'amélioration des conditions météorologiques, qui favoriserait la production agricole.
- Au Moyen-Orient, des prix du pétrole plus élevés vont favoriser la demande domestique, profitant aux secteurs non énergétiques. Les ajustements budgétaires devraient toutefois pénaliser la croissance à moyen terme.

BANQUES CENTRALES

- Le resserrement monétaire devrait rester progressif aux États-Unis, mais les hausses de taux devraient y être plus nombreuses que ce que prévoient les marchés en 2018-2019.
- Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente ne devrait que légèrement augmenter. La BCE devrait mettre en place une stratégie de sortie progressive de sa politique non conventionnelle, mais elle ne devrait pas relever ses taux avant 2019.
- Le renouvellement de H. Kuroda à la tête de la BOJ indique la poursuite d'une politique monétaire accommodante (incluant un objectif de rendement pour les obligations d'État à dix ans et un taux directeur négatif).

MARCHÉS FINANCIERS

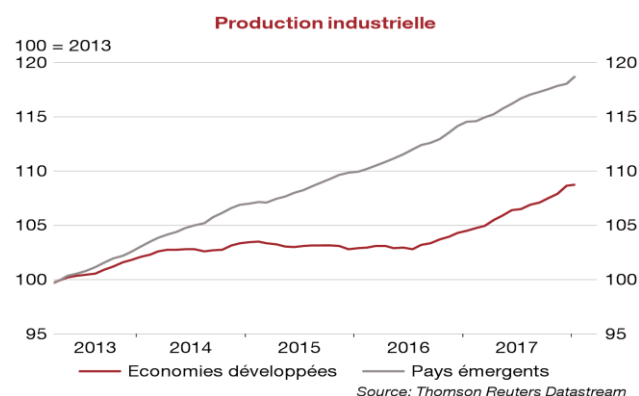
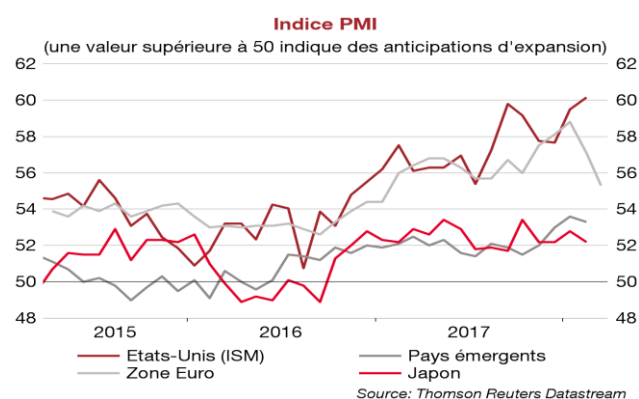
- L'année 2018 a débuté par des craintes d'inflation et d'une montée du protectionnisme sur les marchés.
- La volatilité a atteint son plus haut niveau depuis 2011, mais la correction a été de courte durée, sans élargissement des spreads de crédit, ni fluctuation importante des taux de change.
- Si les conditions monétaires restent favorables à moyen terme, les investisseurs en quête de rendement pourraient renforcer leur exposition aux emprunteurs de moindre qualité, ce qui pourrait accroître les risques de vulnérabilité financière.

L'INVESTISSEMENT AU SECOURS DE LA CROISSANCE

- L'économie mondiale est dans une phase d'expansion inobservée depuis 2012
- Ce cycle pourrait se heurter à des contraintes d'offre
- Le comportement actuel de l'investissement apporte des éléments rassurants

LA CROISSANCE SURPREND DEPUIS UN AN

L'activité mondiale a surpris par sa vigueur depuis un an. En effet, après plusieurs années de quasi-stagnation, la production industrielle dans le monde développé se montre très dynamique et croît même plus vite que dans le monde émergent. Reflétant le redressement global de la demande, le commerce mondial enregistre aussi un fort rebond. Après les craintes de déflation de la période 2015-2016, les inquiétudes se sont reportées sur les craintes d'inflation après l'élection de D. Trump et son programme de stimulus budgétaire. Depuis, l'élan conjoncturel ne cesse de durer mais des questions surgissent quant à la solidité de la dynamique à l'œuvre.

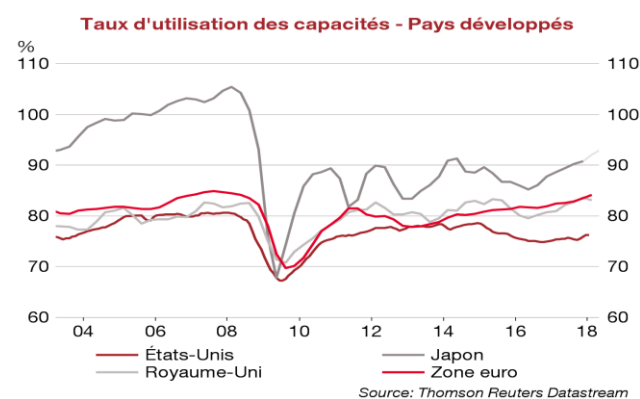


Les interrogations tournent autour de la nature du « cycle ». Est-ce un simple rattrapage après des années de croissance faible ? La reprise de la demande pourrait-elle conduire à des pressions inflationnistes ? Peut-on s'attendre à une accélération de la productivité ? La demande est-elle assez solide pour faire face à un environnement de taux plus élevés ?

Dans le débat actuel sur les perspectives de croissance à moyen ou long terme, le thème de l'investissement joue un rôle central. Ce dernier étant en effet l'élément permettant de pérenniser le processus d'accumulation de capital et de prolonger le cycle.

ET L'INVESTISSEMENT REPART

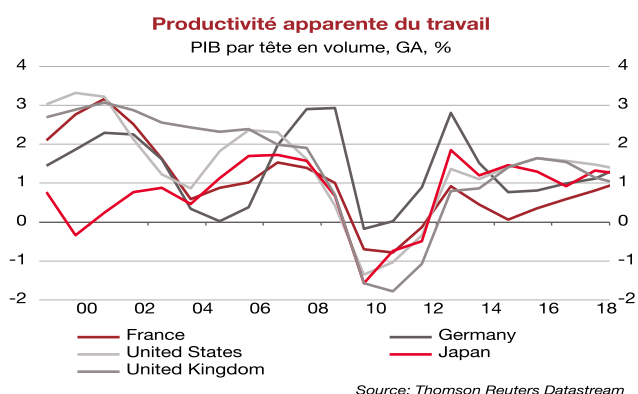
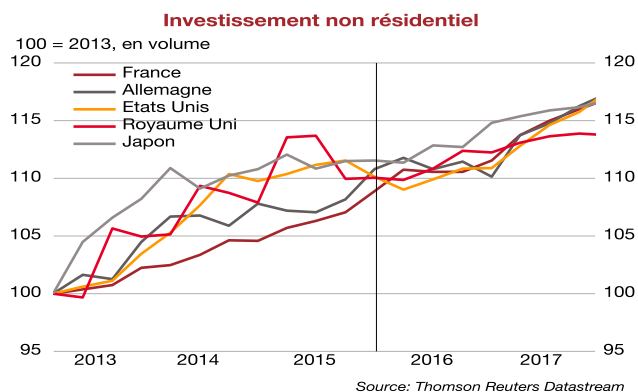
Bien que les conditions financières soient toujours très accommodantes, la croissance actuelle ne semble pas simplement portée par un boom de la consommation alimentée par la dette. Après plusieurs années d'atonie, l'investissement redevient dynamique.



La part de l'investissement dans le PIB n'a toujours pas retrouvé son niveau de 2008 dans les pays développés. Or, depuis un peu plus d'un an, les taux d'utilisation des capacités de production se redressent et commencent à atteindre des hauts historiques en Europe (France, Allemagne, Royaume Uni) ou restent en dessous de leurs pics mais sont en hausse graduelle (États Unis, Japon). Cela est également vrai dans certains grands pays émergents, notamment en Europe centrale et orientale et en Turquie. Dans ces derniers, on voit, en effet, que les pressions inflationnistes se font déjà sentir dans un contexte où le marché du travail montre des signes de tension. Dans les pays développés, l'inflation reste faible, ce qui explique le rythme très progressif de sortie des politiques monétaires non conventionnelles.

L'investissement dit « productif » repart donc dans la plupart des pays. On observe, en effet, que les dépenses en capital des entreprises se redressent aussi bien pour l'investissement en machines et

équipement qu'en informatique ou construction non résidentielle. Ceci indique que la vigueur de la croissance de ces derniers trimestres pourrait avoir des vertus. A noter que si le niveau d'investissement privé non résidentiel en volume augmente de manière synchronisée pour les grands pays développés, cela n'est pas le cas pour le Royaume Uni on le niveau reste proche de celui de 2015. Les incertitudes liées au Brexit pèsent sur les perspectives des entrepreneurs.



La question qui vient ensuite est de savoir si cette croissance plus intensive en capital pourrait se traduire à plus ou moins courte échéance par une hausse du potentiel de croissance. Si ce n'est pas le cas, est-ce que l'on est simplement dans un cycle de rattrapage après des années de faible capex tout en restant dans une situation de « stagnation séculaire » ?

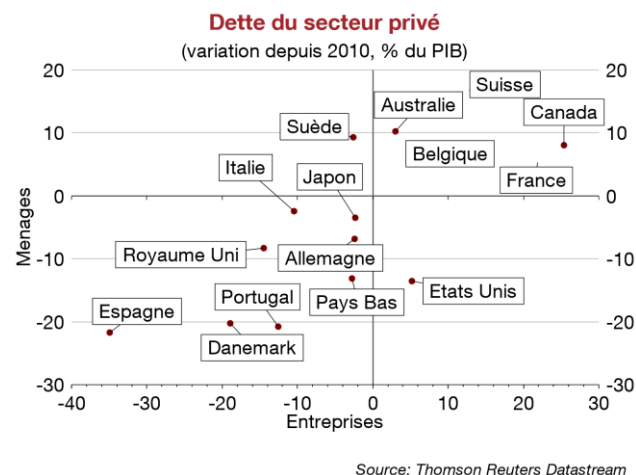
Il est bien sûr difficile de trancher le débat sur la durée du cycle actuel. Dans tous les cas, nous pouvons noter que les gains de productivité du travail semblent légèrement se redresser

La reprise de l'investissement et la hausse concomitante de la productivité du travail conduisent à penser que la croissance repose sur un certain nombre d'éléments solides : plus d'investissement, plus d'emploi, sans dérapage inflationniste. Nous ne voyons pas non plus une hausse trop rapide de l'endettement global.

LA QUESTION DE L'ENDETTEMENT

Les politiques monétaires accommodantes ont permis aux agents économiques de bénéficier d'un environnement de taux d'intérêt historiquement favorable. Les entreprises ont ainsi pu lever du capital pour financer leur activité et l'investissement.

Dans un certain nombre de pays développés et émergents la dette des entreprises a eu tendance à augmenter ces dernières années. Cela n'est pas en soi inquiétant mais soulève la question de la vulnérabilité potentielle du secteur productif à un environnement de taux d'intérêt plus élevés. Si la croissance reste forte, la rentabilité du capital peut suffire à couvrir son coût. En revanche, le scénario défavorable serait celui d'une croissance économique faible avec une inflation et un coût de la dette plus élevés.



Pour le moment une « stagflation », déclenchée par exemple par un nouveau choc pétrolier, semble peu probable, mais l'augmentation de l'endettement invite à surveiller attentivement l'efficacité des investissements en cours. Une dynamique d'investissement qui ne s'accompagne pas de gains de productivité durables pourrait conduire à l'apparition de contraintes du côté de l'offre. Il en résulterait des pressions inflationnistes et une fin prématurée du cycle actuel de croissance.

Prévisions Économiques

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2016		PIB - 2016 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat ¹	Taux de change courant	Taux de change courant
PIB en volume (taux de croissance, en %)								
Pays industrialisés	2,3	1,6	2,3	2,4	1,9	37,8	57,1	43 033
États-Unis	2,9	1,5	2,3	2,9	2,4	15,5	24,8	18 624
Japon	1,4	0,9	1,7	1,4	1,0	4,4	6,6	4 960
Zone euro	2,0	1,8	2,5	2,2	1,7	11,6	15,7	11 922
Allemagne	1,5	1,9	2,5	2,1	1,9	3,3	4,6	3 473
France	1,0	1,1	2,0	2,0	1,7	2,3	3,3	2 464
Italie	0,8	1,0	1,5	1,4	1,1	1,9	2,5	1 861
Espagne	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,4	1,6	1 238
Royaume-Uni	2,3	1,9	1,7	1,5	1,3	2,3	3,5	2 658
Pays émergents	4,0	4,2	4,6	4,7	4,6	62,2	42,9	31 256
Asie	6,2	6,0	6,2	5,9	5,7	35,0	24,8	18 724
Chine	6,9	6,7	6,9	6,4	6,0	17,8	14,9	11 181
Inde	8,0	7,1	6,8	6,9	6,8	7,3	3,0	2 210
Afrique	3,2	0,8	2,4	3,4	3,7	3,9	2,3	1 152
Amérique Latine	0,1	-0,7	1,5	2,1	2,8	7,9	6,6	4 790
Brésil	-3,8	-3,6	1,0	2,0	2,5	2,6	2,4	1 809
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	3,0	2,6	5,0	3,8	3,0	4,8	3,1	2 341
Russie	-2,8	-0,2	1,5	1,2	1,2	3,2	1,7	1 296
Proche et Moyen-Orient	2,7	5,3	1,9	3,2	3,6	7,4	4,3	2 953
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	3,4	3,2	3,7	3,8	3,6	100		
Monde - Pondération taux de change courants	3,0	2,7	3,3	3,3	3,1		100	74 289
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	52,5	43,5	54,0	62,0	65,0			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	0,1	1,3	2,1	2,2	2,5			
Japon	0,8	-0,1	0,4	0,8	1,3			
Zone euro	0,0	0,2	1,5	1,3	1,8			
Allemagne (IPCH)	0,1	0,4	1,7	1,6	1,8			
France (IPC)	0,1	0,2	1,0	1,4	1,6			
Italie (IPCH)	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4			
Espagne (IPCH)	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,9			
Royaume-Uni	0,0	0,7	2,6	2,5	2,3			
¹ Les parités de pouvoir d'achat (PPA) 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.								
	13/03/2018	juin 2018	déc 2018	déc 2019	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Taux d'intérêt								
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	1,25-1,5	1,75-2	2-2,25	2,75-3	0,39	0,95	1,80	2,50
Emprunts d'État à 10 ans	2,8	3,1	3,4	3,7	1,8	2,4	3,1	3,5
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	0,75	0,75	0,75	0,40	0,30	0,65	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	1,5	1,6	1,6	1,6	1,3	1,2	1,5	1,6
Zone euro								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,50	0,01	0,00	0,00	0,30
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,6	0,6	0,9	1,4	0,1	0,4	0,7	1,2
France	0,8	0,8	1,1	1,5	0,5	0,8	0,9	1,3
Italie	2,0	2,1	2,3	3,0	1,5	2,1	2,1	2,8
Espagne	1,4	1,5	1,6	1,9	1,4	1,6	1,5	1,7
Cours de change								
EUR / USD	1,24	1,23	1,20	1,25	1,11	1,13	1,22	1,23
EUR / GBP	0,89	0,89	0,91	0,94	0,82	0,88	0,90	0,93
EUR / JPY	132	132	132	128	120	127	132	130
GBP / USD	1,40	1,37	1,32	1,32	1,35	1,29	1,36	1,32
USD / JPY	107	107	110	102	109	112	108	106

ZONE EURO

- **L'activité restera soutenue par l'investissement et l'amélioration du marché de l'emploi**
- **L'inflation modérée laissera du temps à la BCE pour normaliser sa politique monétaire**
- **Le risque politique pourrait faire dérailler ce scénario en cas de tensions financières**

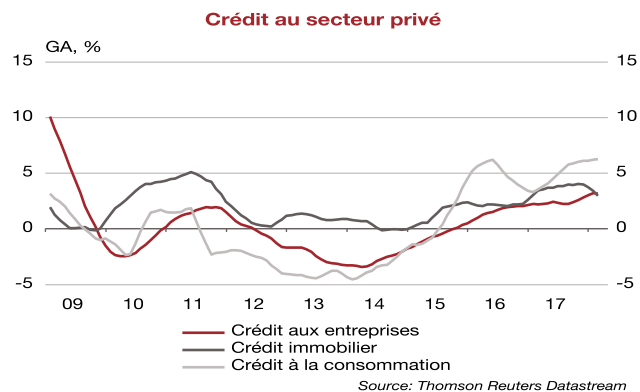
L'économie de la zone euro devrait continuer d'afficher des performances au-dessus de la tendance des dernières années. La région bénéficiera d'une dynamique d'investissement soutenue dans la mesure où le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie atteint des hauts historiques. Les conditions financières favorables et une amélioration de la confiance dans un contexte où les profits des entreprises se redressent seront de nature à maintenir le rythme d'investissement des entreprises.

Les enquêtes confirment un optimisme retrouvé dans tous les secteurs aussi bien le secteur manufacturier, les services, le commerce de détail, la consommation et la construction. Ainsi, l'Indicateur de Sentiment Économique élaboré par la Commission Européenne atteint son plus haut niveau depuis près de 18 ans.



La consommation restera un autre moteur car elle continuera de bénéficier de l'amélioration du marché de l'emploi. A noter que des pénuries sur ce marché se

font déjà sentir, ce qui dans les deux ans à venir devra se traduire par des pressions inflationnistes. La persistance d'une croissance forte et une inflation faible devrait conduire, la BCE à maintenir sa politique accommodante avec seulement une première hausse des taux en 2019 tout en maintenant son bilan constant après la fin de ses achats nets de titres en 2018. Ce contexte devrait être aussi soutenu par des conditions d'accès au crédit toujours favorables. En 2019, la croissance devrait se tasser sous l'effet d'un moindre dynamisme du commerce mondial et de l'investissement.



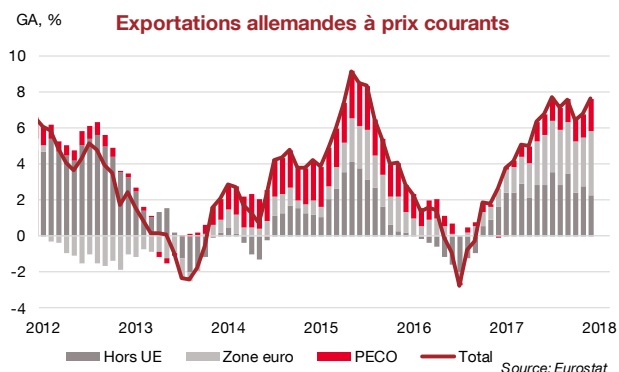
Les risques demeurent néanmoins de remontée des tensions financières si le contexte politique venait à se détériorer. Les questions liées à la forme de la coalition à venir en Italie ne doivent en ce sens pas être négligées. De même, les risques protectionnistes associés à un Brexit désordonné pourraient peser sur les décisions d'investissement

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

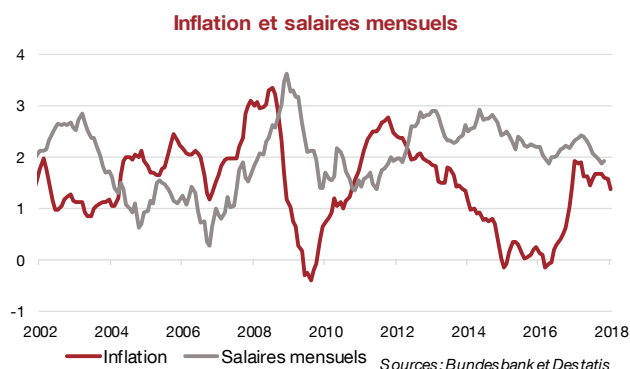
ALLEMAGNE

- La croissance ralentira légèrement dès 2018 après la bonne performance de l'an dernier
- Les hausses de salaires négociées ne conduiront pas à une accélération de l'inflation
- Malgré la hausse prévue des dépenses, le solde budgétaire devrait rester en surplus

La croissance a atteint 2,5% en Allemagne en 2017, soit la meilleure performance depuis 2011, en ligne avec une reprise cyclique dans la zone euro. L'Allemagne continue de bénéficier du dynamisme du commerce mondial dans un contexte où l'investissement productif est en augmentation dans les pays développés. La consommation privée reste dynamique, soutenue par la progression du pouvoir d'achat des ménages. La croissance va toutefois se modérer dès 2018, avec une économie qui se rapproche du plein emploi (l'emploi est à son niveau le plus élevé depuis la réunification en 1990).



Malgré le dynamisme de l'emploi, l'inflation restera contenue. Les rémunérations réelles sont en forte progression dans l'industrie manufacturière, mais elles sont moins dynamiques dans les services et les emplois les moins qualifiés. Un grand nombre de travailleurs âgés et des personnes constituant le deuxième revenu d'un ménage occupent des emplois mal rémunérés (les «mini-jobs»).



Le nouveau gouvernement issu de la coalition entre le CDU et le SPD prévoit une hausse des investissements publics dans les infrastructures et les technologies digitales, ainsi que des dépenses courantes (santé, éducation). La hausse interviendra entre 2018-2022 et sera financée par les ressources issues des surplus budgétaires précédents. Le relâchement des dépenses ne devrait donc pas compromettre l'équilibre budgétaire.

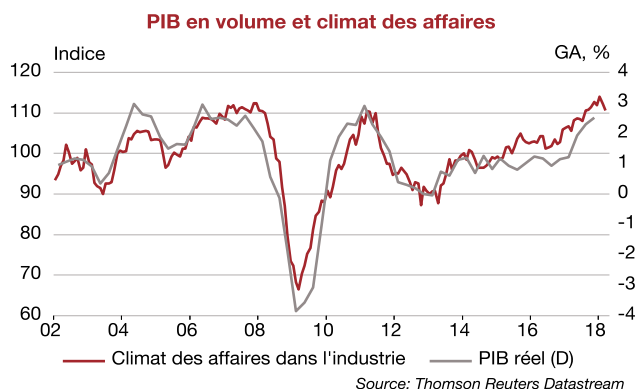
Malgré des fondamentaux solides, l'économie allemande est confrontée à des risques. La population est vieillissante, ce qui aggrave la pénurie de main d'œuvre. Des surprises sur l'inflation pourraient malgré tout se matérialiser dans un contexte de plein emploi et de politiques budgétaire et monétaire accommodantes. Enfin, une éventuelle montée du protectionnisme aux États-Unis risque de frapper l'industrie allemande, qui est fortement orientée vers le commerce extérieur.

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	1,5	1,9	2,5	2,1	1,9
Consommation des ménages	1,6	1,9	2,1	1,7	2,0
Consommation publique	2,9	3,7	1,6	1,5	1,0
Investissement	1,0	2,9	3,9	2,2	2,2
Exportations	4,7	2,4	5,3	4,7	4,1
Importations	5,2	3,8	5,6	4,8	4,2
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9
Taux de chômage, %	6,4	6,1	5,7	5,3	5,0
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	9,6	9,7	9,9	10,2	10,1
Taux d'inflation, %	0,2	0,5	1,7	1,6	1,8
Solde budgétaire, % du PIB	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0
Solde courant, % du PIB	8,6	8,2	7,9	7,7	7,7

FRANCE

- **Le rattrapage conjoncturel se poursuit et la croissance resterait proche de 2 % en 2018**
- **Malgré une hausse de l'inflation, la consommation constituerait le premier moteur de l'activité**
- **La hausse de la dette des entreprises continue et accroît la sensibilité à la remontée des taux**

L'élan conjoncturel demeure fort. Le PIB a accéléré au T4-17 (0,7 % T/T), porté par l'investissement et la bonne tenue des exportations. Début 2018, les enquêtes de confiance des entreprises comme des ménages se maintiennent à des niveaux élevés.



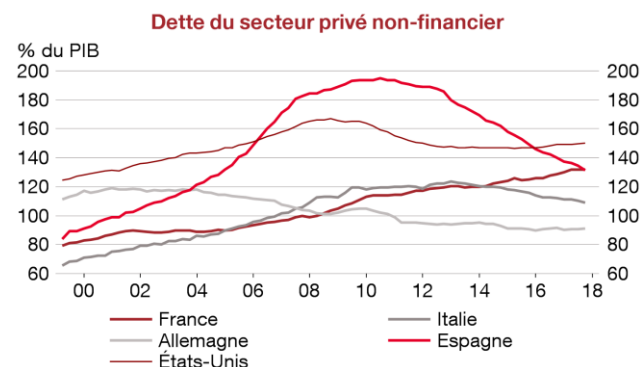
Nous prévoyons que la croissance se maintiendra à 2 % en 2018 pour la 2^e année consécutive, une performance inédite depuis 2006-2007. Elle ralentirait ensuite modestement à partir de 2019.

La consommation privée sera le principal moteur de cette croissance. Les ménages vont bénéficier de la progression continue de l'emploi ainsi que du dynamisme des revenus de la propriété et de l'entreprise. Le pouvoir d'achat sera toutefois freiné en 2018 par la politique budgétaire (notamment la hausse de la CSG) et par la remontée modeste de l'inflation (tirée par les prix de l'énergie et du tabac). Il rebondirait en 2019.

Le dynamisme de l'investissement se modérerait en 2018 et surtout en 2019. L'investissement des ménages (essentiellement constitué de l'achat de loge-

ments neufs et des dépenses d'entretien-rénovation) reviendrait dès cette année à un rythme de croissance plus soutenable. De fait, il serait pénalisé par la légère hausse des taux d'intérêt et la progression des prix, qui dégradent les capacités d'achat de logements. L'investissement des entreprises resterait en revanche très dynamique en 2018 au vu du fort degré d'utilisation des capacités de production. Il bénéficierait d'ailleurs de la progression des exportations, même si une éventuelle appréciation du taux de change de l'euro serait un facteur clé de risque à surveiller.

Dans ce scénario, la hausse de l'endettement des entreprises et, dans une moindre mesure, des ménages, se poursuivrait. Si plusieurs facteurs nuancent la portée de cette tendance (hausse de la trésorerie des entreprises...), cette dernière est surveillée par les autorités macro-prudentielles car elle expose la France au risque d'une hausse plus rapide des taux d'intérêt.



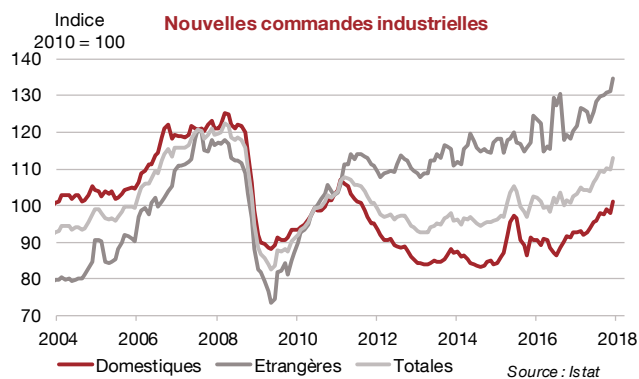
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	1,0	1,1	2,0	2,0	1,7
Consommation des ménages	1,3	2,1	1,3	1,7	1,7
Consommation publique	1,1	1,2	1,6	1,4	1,2
Investissement	0,9	2,7	3,8	3,1	2,1
Exportations	4,0	1,9	3,3	4,5	4,0
Importations	5,5	4,2	4,1	4,1	3,8
Taux d'inflation, %	0,1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

ITALIE

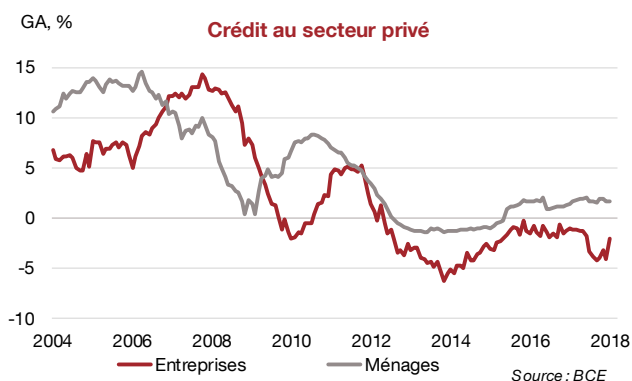
- La croissance économique devrait rester forte en 2018 et ralentir à partir de 2019
- La défaite des partis traditionnels aux élections générales n'a pas créé de la volatilité sur les marchés
- Le risque augmenterait si la nouvelle coalition menait une politique économique insoutenable

Dans le sillage de la zone euro, la croissance italienne a accéléré en 2017 pour atteindre 1,5%. Celle-ci est tirée par l'investissement, en particulier dans la branche transport, et par le dynamisme de la production industrielle.

En 2018, la croissance restera dynamique. L'investissement bénéficiera des conditions d'emprunts très attractives qu'offre la politique accommodante de la BCE et des taux de marge en légère amélioration. La bonne dynamique des exportations soutiendra la production industrielle. En revanche, la consommation des ménages restera pénalisée par des créations d'emplois modérées et une progression des salaires anémique.



Nous tablons sur une accélération temporaire de l'inflation du fait de la hausse des prix de l'énergie, mais le sous-jacent resterait inférieur à la moyenne européenne, du fait d'un marché du travail durablement dégradé. Le taux de chômage poursuivrait sa décrue mais serait toujours supérieur à 10% en 2019.



La situation politique au lendemain des élections demeure très incertaine. La défaite des partis traditionnels (le Parti Démocrate de Matteo Renzi et Forza Italia, parti de Berlusconi) au profit du mouvement 5 étoiles (Luigi di Maio) et de la Ligue (Matteo Salvini) signe la défiance des italiens face à la classe politique dans un contexte de chômage et de pauvreté élevés, tandis que la perception de la gestion de la crise des migrants par l'Union européenne a généré une montée importante de l'euroscpticisme dans la péninsule.

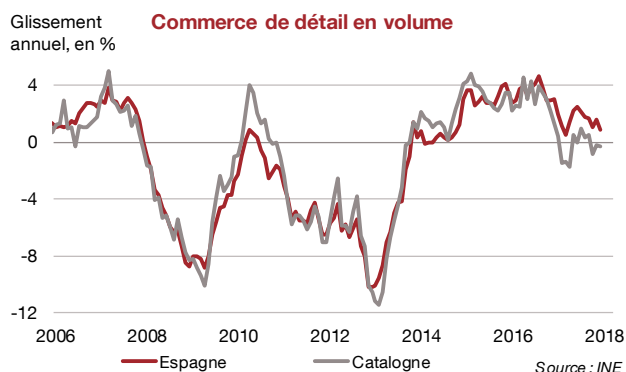
Les programmes électoraux des partis eurosceptiques font une place importante à un choc fiscal de grande ampleur : baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises, abrogation de la réforme des retraites de 2011, hausse des allocations familiales, plan d'infrastructures, etc. La probabilité d'un dérapage budgétaire augmenterait donc cette année, mais le déficit resterait inférieur à 3 % du PIB.

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	0,8	1,0	1,5	1,4	1,1
Consommation des ménages	1,9	1,4	1,3	1,0	1,1
Consommation publique	-0,6	0,6	0,1	0,4	0,6
Investissement	1,9	3,3	3,9	4,5	1,8
Exportations	4,2	2,6	6,0	5,4	3,7
Importations	6,6	3,8	5,7	5,3	4,1
Taux d'inflation, %	0,1	-0,1	1,3	1,3	1,5
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	0,3	1,0	0,9	1,1	0,8
Taux de chômage (France métropolitaine), %	11,9	11,7	11,3	10,7	10,3
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	10,5	10,6	10,3	10,4	10,2
Solde budgétaire, % du PIB	-2,6	-2,5	-2,2	-2,4	-2,4
Solde courant, % du PIB	1,5	2,7	2,9	3,0	2,9

ESPAGNE

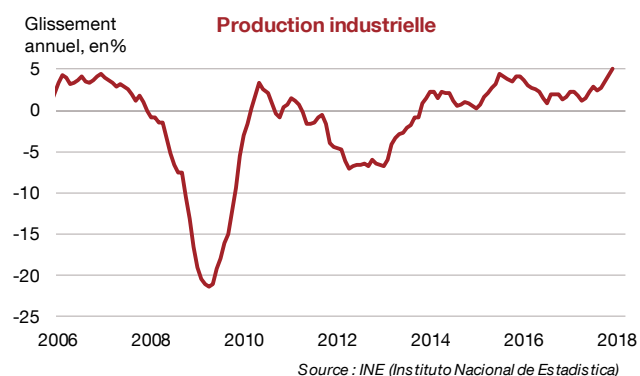
- **Après trois ans de croissance très dynamique, l'économie ralentira en 2018 et 2019**
- **Le pays sortira en 2018 de la procédure de déficit public excessif**
- **Le blocage politique perdure en Catalogne, sans trop inquiéter les marchés**

Après trois années de croissance forte, l'économie espagnole commence à ralentir. Le secteur de la construction perd dynamisme après une croissance à deux chiffres au premier semestre 2017. La consommation des ménages décélère franchement. Le mouvement se poursuivrait avec de moindres créations d'emploi — le taux de chômage se rapproche de son niveau structurel estimé autour de 13% — et avec une progression des salaires par tête à peine supérieure à celle de l'inflation, dans un contexte où le taux d'épargne est proche de son plus bas historique.



L'investissement progresserait également de façon plus contenue après trois années de forte croissance et en l'absence de tensions sur les capacités de production. En revanche, les exportations de biens et de services vont continuer à bénéficier de l'expansion cyclique des principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Les gains de compétitivité engrangés depuis dix ans ne seront pas remis en cause par la progression modérée des salaires.

Nous tablons sur une croissance du PIB de respectivement 2,6 % et 2,1 % en 2018 et 2019 et un retour progressif vers la croissance potentielle de 1,6 % en 2022. Quant à l'inflation, elle accélérerait en 2019 du fait de la hausse attendue des prix du pétrole.



Le solde courant a subi un rééquilibrage après la crise et l'Espagne affiche des excédents. Les finances publiques connaissent aussi une franche amélioration. Après dix ans de forts déficits publics, l'Espagne sortira enfin en 2018 de la procédure de déficit excessif.

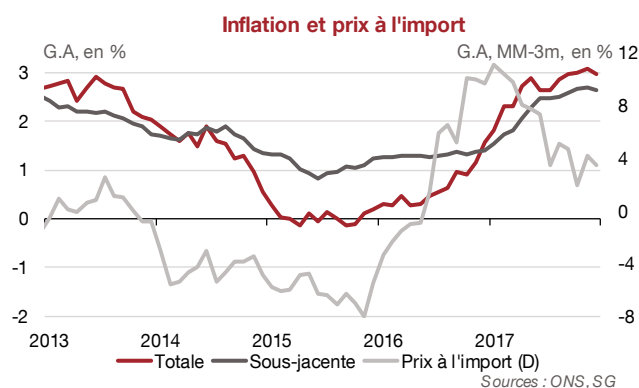
Des risques demeurent concernant l'issue de la crise politique après le referendum et la déclaration unilatérale d'indépendance en Catalogne en octobre 2017, et la prise de contrôle de la région par l'administration centrale. La situation de blocage politique en Catalogne et la sous-performance économique de la région se prolonge, mais sans inquiéter les marchés financiers ni pénaliser excessivement l'investissement dans l'ensemble du pays.

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

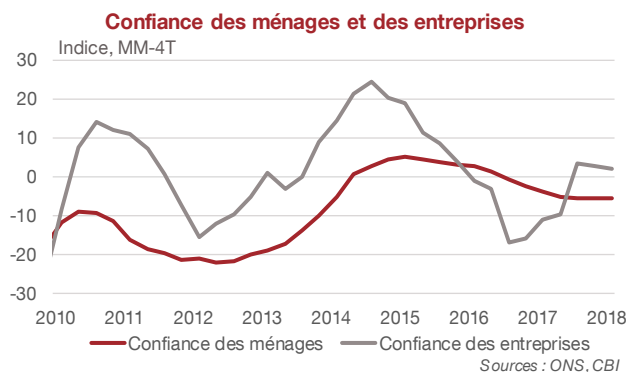
ROYAUME-UNI

- La croissance du PIB avoisinerait 1,5 % en 2018, sur fond d'incertitude politique
- La banque centrale relèverait son taux directeur de 25 pb au Q2-18, avant une pause en 2019
- L'incertitude autour du Brexit est le principal risque, les négociations restant complexes

L'incertitude entourant le Brexit devrait continuer de peser sur l'investissement, les entreprises repoussant leurs projets d'expansion. La consommation des ménages resterait contrainte. La croissance des salaires réels demeure faible malgré un marché du travail tendu. Le faible taux d'épargne et l'endettement croissant des ménages suggèrent en outre un ralentissement à venir de la consommation. En revanche, les exportations continueront de bénéficier de la faiblesse de la livre et du dynamisme de l'économie mondiale. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance moyenne du PIB de 1,5 % en 2018 et 1,3 % en 2019.



La vigueur des recettes budgétaires au S2-2017 ramènera le déficit public à 2,2 % en 2017. Compte tenu de l'engagement du gouvernement de réduire le ratio d'endettement, une hausse des dépenses est peu probable à court terme. L'objectif de réduction du déficit sous les 2% d'ici à 2021 est toutefois menacé par le coût du règlement lié au Brexit, estimé à 37,1 Mds £ par l'Office for Budget Responsibility.



La Banque d'Angleterre devrait relever son taux directeur de 25 pb au T2-18, pour atteindre 0,75 %. Alors que la croissance économique ralentirait aux S2-18 et S1-19, la politique monétaire resterait malgré tout accommodante, la baisse de l'inflation permettant d'éviter un resserrement supplémentaire. La volatilité de la livre et les contraintes d'offre pourraient cependant exercer une pression haussière sur les prix.

L'incertitude autour du Brexit est le principal risque. La deuxième phase des négociations, qui débute fin mars, vise à définir le cadre de la future relation et à achever un retrait ordonné du Royaume-Uni de l'UE. La période de transition, convenue en principe et qui maintient le statu quo jusqu'à la fin de l'année 2020, dépend d'un accord final sur le processus de retrait. Un tel accord pourrait être signé fin 2018. Pendant la transition, le Royaume-Uni resterait dans le marché unique et l'union douanière. Au vu de la complexité des négociations, la finalisation d'un accord commercial complet paraît difficile avant la date de sortie officielle du 29 mars 2019.

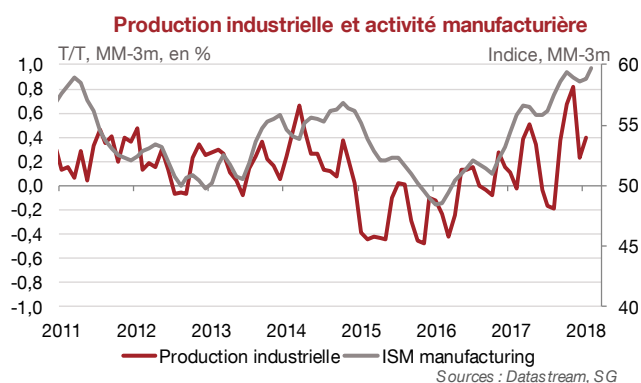
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	2,3	1,9	1,7	1,5	1,3
Consommation des ménages	2,6	2,9	1,7	1,2	1,2
Consommation publique	0,6	0,8	0,3	1,7	1,6
Investissement	2,8	1,8	3,9	2,0	0,6
Exportations	5,0	2,3	5,0	1,5	4,9
Importations	5,1	4,8	3,5	3,1	4,0
Pouvoir d'achat du revenu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

ÉTATS-UNIS

- **La croissance du PIB accélérera en 2018 grâce à une relance budgétaire significative**
- **Nous anticipons six hausses de taux de 25pb chacune au cours des deux prochaines années**
- **A l'approche des élections de mi-mandat, la rhétorique protectionniste pourrait se renforcer**

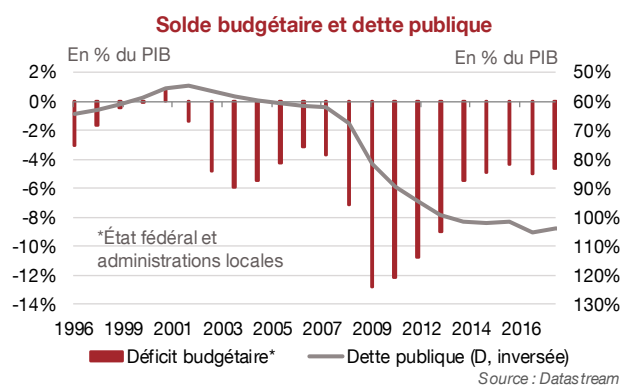
La réforme fiscale et le surcroît de dépenses publiques devraient prolonger le cycle d'expansion actuel. Le supplément de revenu disponible, permis par un moindre d'imposition, soutiendra les dépenses des ménages. L'investissement bénéficiera d'une rentabilité accrue résultant de la baisse de l'impôt sur les sociétés.

Le stimulus budgétaire, estimé à USD 2,000 mds sur 10 ans, n'aurait qu'un impact marginal sur la croissance à long terme. Sur la base du maintien d'une impulsion budgétaire jusqu'en 2020, progressivement réduite par la suite, nous anticipons une croissance du PIB de 2,9 % en 2018, 2,3 % en 2019, puis un creux conjoncturel à 1 % en 2020-2021. À plus long terme, la croissance devrait converger vers sa tendance de long terme, estimée à environ 1,8 %.



Par ailleurs, cette relance budgétaire intervient alors que l'économie américaine commence à entrevoir des contraintes d'offre. La baisse du taux de chômage est susceptible d'entraîner une accélération des salaires. Le léger rebond du taux de participation souligne un marché du travail robuste en constante amélioration.

Dans ce contexte, une politique monétaire plus restrictive de la Fed devrait contenir les pressions sur la demande. Toutefois, les pressions inflationnistes pourraient surprendre à la hausse et contraindre la Fed à aller plus loin que les attentes actuelles du marché en matière de hausses de taux d'intérêt (3 hausses de 25pb en 2018, suivies de 2 en 2019). Notre vision d'une accélération progressive de l'inflation en 2018 (2,2 %) et 2019 (2,5 %) au-delà de la cible de 2% est cohérente avec un total de six hausses de 25 pb d'ici à la fin 2019.



La trajectoire des finances publiques sera une source d'inquiétude à long-terme, avec une forte hausse du déficit public global – État fédéral et administrations locales – à 6% du PIB en 2018 et 6,8 % du PIB en 2019. Cela porterait la dette publique à plus de 130 % du PIB à horizon 2027.

La politique commerciale américaine reste le risque majeur de notre scénario. A l'approche des élections de mi-mandat en novembre 2018, on ne peut exclure d'autres restrictions commerciales après les mesures annoncés sur l'acier et l'aluminium.

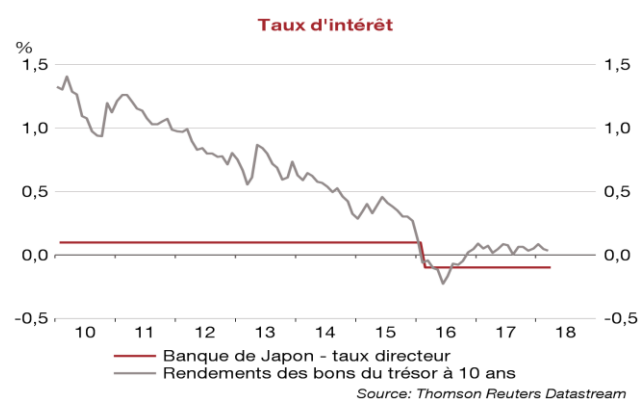
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	2,9	1,5	2,3	2,9	2,4
Consommation des ménages	3,6	2,7	2,7	3,3	2,4
Consommation publique	1,4	0,8	0,1	1,7	3,4
Investissement	3,4	2,2	3,0	3,8	2,8
Exportations	0,4	-0,3	3,4	4,6	3,9
Importations	5,0	1,3	3,9	7,0	6,3
Pouvoir d'achat du revenu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

JAPON

- Le policy mix est favorable à la croissance économique, qui restera supérieure à son potentiel
- Malgré une pénurie de main-d'œuvre manifeste, les salaires et l'inflation ne devraient pas accélérer
- La Corée du Nord, la montée du protectionnisme et la force du yen sont des risques à surveiller

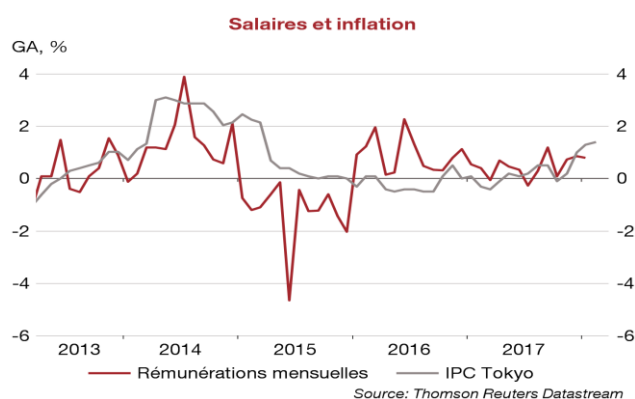
Après une progression de 1,7 % en 2017, nettement supérieure aux 0,5 % de croissance potentielle prévus par la Banque du Japon (BOJ), le PIB réel devrait se rapprocher d'une moyenne de 0,8 % en 2018-2022.

Au plan intérieur, le gouvernement maintiendra dans les années à venir une politique budgétaire souple associée à un déficit du budget primaire. Le renouvellement de Kuroda au poste de gouverneur de la BOJ indique également la poursuite d'une politique monétaire accommodante, combinant un programme d'assouplissement quantitatif, une cible de rendement pour les emprunts d'État japonais à dix ans et un taux directeur égal à -0,1 %. Située à 0 %, la cible de rendement devrait augmenter légèrement en 2018.



La hausse de la TVA de 8 % à 10 %, prévue pour octobre 2019, pourrait cependant perturber les habitudes de consommation et freiner la croissance. Au plan extérieur, le ralentissement du commerce mondial pèsera sur les exportations ; cependant, les services seront dopés par le tourisme en 2020, grâce aux Jeux olympiques d'été qui se tiendront à Tokyo.

La mise en œuvre de réformes structurelles visant à soutenir la croissance potentielle et à relancer l'économie se poursuivra. Le gouvernement souhaite, entre autres, une nouvelle « Réforme du mode de travail ». Ce projet prévoit un plafonnement des heures supplémentaires, ainsi qu'une politique de revenus destinée à améliorer les conditions de travail et à atténuer le manque de personnel, dans un contexte de recul de la population en âge de travailler.



Si la pénurie de main-d'œuvre est manifeste, la croissance des salaires demeure faible. Les employeurs invoqueront probablement la force du yen pour refuser toute hausse salariale significative lors des négociations de printemps. Hormis l'impact du relèvement de la TVA en 2019, l'inflation devrait rester en deçà de sa cible au cours des prochaines années.

L'orientation de l'économie américaine constitue le principal facteur de risque pour le Japon, parallèlement à la hausse des rendements obligataires internationaux, aux tentations protectionnistes de partenaires clés, à la force persistante du yen et aux tensions géopolitiques entourant la Corée du Nord.

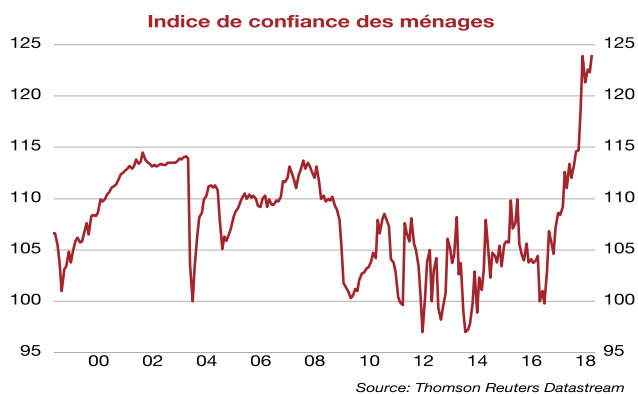
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	1,4	0,9	1,7	1,4	1,0
Consommation des ménages	0,0	0,1	1,0	0,8	0,6
Investissement	1,8	1,1	3,9	1,5	0,6
Exportations	3,0	1,3	6,8	6,3	4,2
Importations	0,7	-1,9	3,6	3,9	1,7
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	0,8	2,3	1,6	0,8	1,4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

CHINE

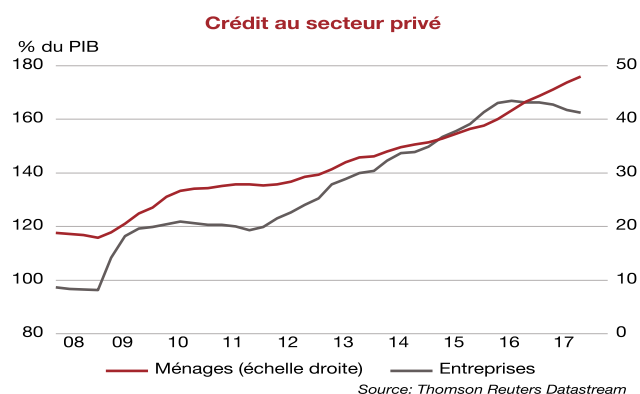
- **L'économie devrait ralentir en 2018-2019 avec moins d'investissement et de consommation**
- **La politique économique continuera de viser à ajuster les déséquilibres financiers**
- **Le risque pourrait venir d'un ajustement financier plus important que prévu**

Le rythme de croissance continuera de se modérer dans les années à venir car les autorités gardent l'objectif de corriger les excès du passé (surinvestissement, surendettement) mais de manière progressive. Avec une croissance légèrement en dessous de 6.5% en GA pour 2018-2019, les autorités auront atteint le but affiché lors du plan quinquennal de 2010 de doubler le PIB annuel en 2020.

La volonté de rééquilibrer le modèle de croissance conduirait à prolonger la tendance au ralentissement de l'investissement par rapport à la consommation. Le but étant toujours de diminuer les surcapacités dans l'industrie et freiner l'emballement de la dette des entreprises de ces dernières années. La consommation devrait continuer de bénéficier de la hausse des revenus des ménages dans un contexte où le marché du travail montre des signes de tension et où les enquêtes de confiance des ménages montrent des niveaux historiquement hauts.



La politique économique visera à assurer une croissance économique stable et à traiter le problème de la dette des entreprises, notamment des entreprises publiques dont on observe déjà une certaine stabilisation. Les autorités commencent aussi à se focaliser sur la hausse rapide de la dette des ménages. Ce sujet a été notamment abordé en mars lors de la session annuelle de l'Assemblée nationale populaire. La politique monétaire et macro prudentielle aurait donc un biais restrictif dans les deux ans à venir. La politique budgétaire viendrait plus au soutien de la croissance, notamment via les plans l'investissement en infrastructures.



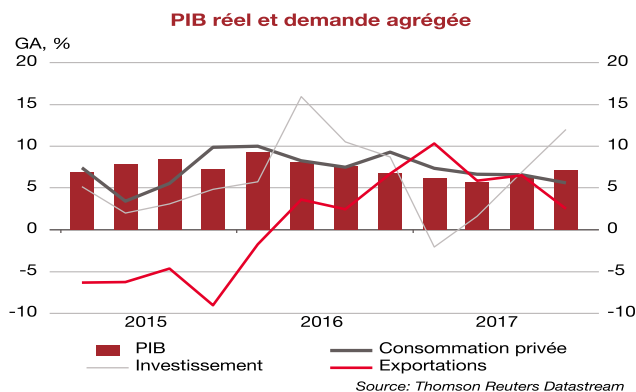
Ce scénario de ralentissement modéré pourrait dérapier en cas de resserrement excessif des conditions monétaires pouvant peser sur la stabilité financière du pays en raison des niveaux élevés de dette. Autre risque est celui lié à la dynamique du commerce mondial qui pourrait se gripper en cas de guerre commerciale entre la Chine et les Etats Unis.

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

INDE

- La croissance devrait se situer aux alentours de 7% par an en 2018-2019
- La RBI va rester vigilante sur l'inflation, mais le déficit budgétaire devrait se creuser
- Les besoins de financement extérieurs seront orientés à la hausse

L'économie a enregistré une forte croissance ces dernières années, soutenue par des termes de l'échange favorables (prix de l'énergie relativement faibles) et un retour à des pluies de mousson normales qui ont amélioré les récoltes agricoles. Nous tablons sur une croissance aux alentours de 7% par an en 2018-2019.

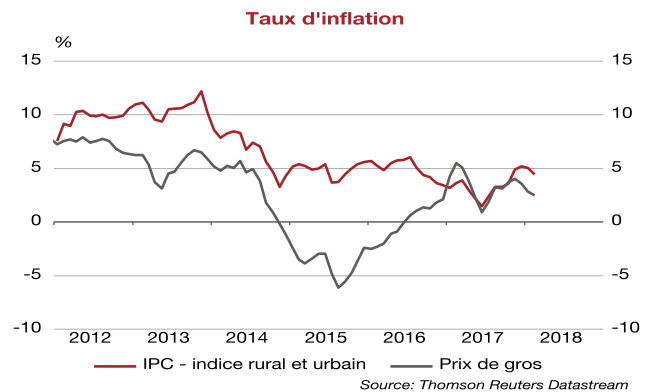


La consommation privée, qui avait été perturbée à la suite de la démonétisation en novembre 2016 (retrait de la circulation des billets de 500 et de 1000₹ provoquant des ruptures des paiements) est à nouveau bien orientée. Dans la mesure où la capacité d'utilisation des entreprises est en hausse, l'investissement devrait également rebondir mais de façon modérée. Les grandes entreprises sont actuellement dans une période de nettoyage des bilans suite à une phase d'endettement forte. A plus long terme les perspectives sont plus favorables : la promulgation d'une nouvelle loi sur les faillites et l'initiative de recapitalisation des banques annoncée fin 2017 devraient améliorer la qualité des bilans et augmenter la disponibilité du crédit.

La RBI, qui a fait de l'inflation la pierre angulaire de son cadre de politique monétaire, augmentera ses taux d'intérêts en cas de tensions inflationnistes. Longtemps considérée comme un facteur d'instabilité, l'inflation est aujourd'hui inférieure à la moyenne de la cible de 2-6% de la RBI. Or, les prix alimentaires et le coût du pétrole brut sont déjà orientés à la hausse.

Le gouvernement envisage une hausse des dépenses pour moderniser l'infrastructure au cours des cinq prochaines années, ainsi que celle des subventions et des prestations sociales pour obtenir le soutien des électeurs, ce qui va dégrader le déficit budgétaire. Des élections générales doivent avoir lieu en avril 2019.

Les besoins de financement extérieur de l'Inde ont diminué. L'Inde reste toutefois un importateur net de ressources énergétiques. Une éventuelle hausse du prix du pétrole et le dynamisme de la croissance pourraient creuser le déficit courant.



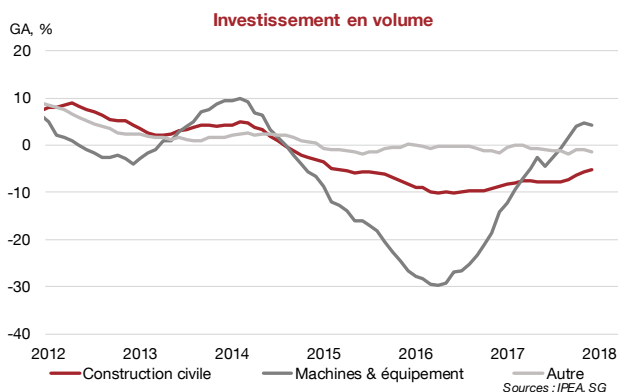
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, croissance en %, année fiscale	8,0	7,1	6,8	6,9	6,8
Consommation des ménages	6,1	8,1	7,2	7,0	6,9
Investissement	6,5	7,9	7,5	7,5	7,3
Exportations	-5,3	5,8	6,4	6,3	6,1
Importations	-5,9	5,3	10,2	8,5	6,5
Taux d'inflation, %	4,9	4,5	3,5	4,7	4,8
Solde budgétaire, % du PIB	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9
Dettes publiques, % du PIB	69,5	69,6	68,7	67,1	65,2
Dettes externes, % du PIB	22,7	21,4	19,3	22,3	22,1
Solde courant, % du PIB	-1,1	-0,7	-1,4	-1,5	-1,6

BRÉSIL

- La reprise va se poursuivre, soutenue par la consommation et les exportations
- L'inflation devrait rester contenue, incitant la BCB à maintenir une politique monétaire souple
- Une forte détérioration des finances publiques risquerait d'accroître l'effervescence politique

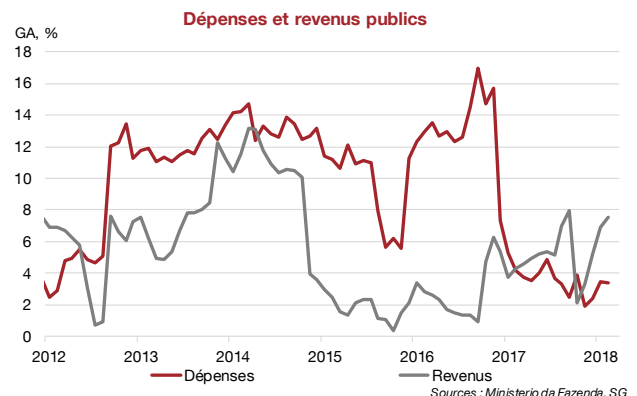
La reprise économique demeure modeste. La croissance du PIB n'a pas dépassé 0,1 % en glissement trimestriel au T4-17 (2,1 % en glissement annuel), reflétant une consommation domestique atone. Cette dernière reste timide, alors que les salaires réels stagnent. L'investissement a cependant progressé, soutenu par des dépenses croissantes en machines et biens d'équipement.

L'économie devrait accélérer modestement en 2018. L'amélioration progressive du marché du travail et une politique monétaire assouplie soutiendront les dépenses de consommation. La hausse de la demande extérieure et l'amélioration des termes de l'échange renforceront également l'activité. Les incertitudes politiques et le désendettement des entreprises freineront toutefois la reprise de l'investissement réel.



Les perspectives d'inflation demeurent rassurantes. Avec le déclin des prix alimentaires dû à de bonnes récoltes, l'inflation s'est stabilisée à 2,8 % en glissement annuel. Les prix à forte rigidité, comme ceux des services, ralentissent significativement.

L'inflation convergera lentement vers la cible de 4,5 % de la BCB, reflétant la hausse des prix de l'énergie. En 2017, la BCB a réduit son taux directeur de 13 % à 6,5 %, soit son plus bas niveau historique. En l'absence de pressions significatives sur la devise, les conditions financières devraient rester favorables.



Malgré une légère amélioration, les perspectives budgétaires restent une source d'inquiétude. Le déficit budgétaire primaire a baissé à 1,5 % du PIB en janvier, tandis que la dette se stabilise. Toutefois, cette amélioration semble essentiellement passagère. Le rétablissement des recettes publiques reflète le renforcement de l'activité, mais aussi des revenus exceptionnels tirés de remboursements des banques publiques au Trésor et d'un programme de renégociation fiscale concernant des actifs *offshore* non déclarés. Sans réformes structurelles profondes concernant les dépenses obligatoires, le plafonnement de la croissance des dépenses primaires (reposant sur l'inflation de l'année passée) pourrait ne pas être respecté en 2019.

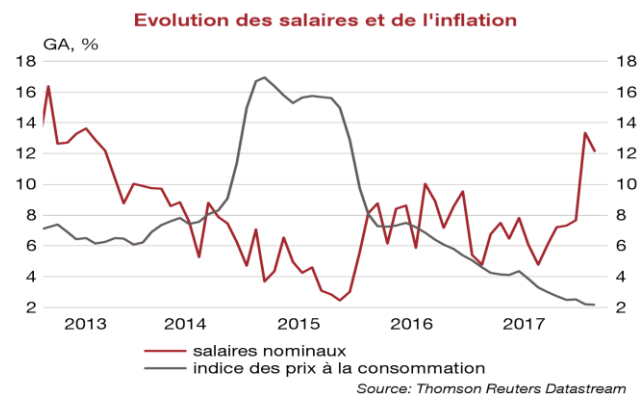
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	-3,5	-3,5	1,0	2,0	2,5
Consommation des ménages	-3,2	-4,3	1,0	2,0	2,4
Consommation publique	-1,4	-0,1	-0,6	-0,6	0,0
Investissement	-13,9	-10,3	-1,8	4,7	6,0
Exportations	6,8	1,9	5,2	4,0	3,8
Importations	-14,2	-10,2	5,0	3,5	4,0
Taux d'inflation, %	9,5	8,0	3,7	4,0	4,5
Solde budgétaire, % du PIB	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0	-6,0
Dette publique, % du PIB	65,5	69,9	75,0	75,0	77,0
Dette externe, % du PIB	25,6	29,0	27,0	26,5	26,0
Solde courant, % du PIB	-3,3	-1,3	-0,5	-1,0	-1,5

RUSSIE

- La croissance demeurera contrainte par l'atonie de la demande interne en 2018-2019
- L'inflation pourrait légèrement accélérer mais restera à un niveau modéré à court terme
- Des changements sur les prix du pétrole ou les sanctions pourraient générer de la volatilité

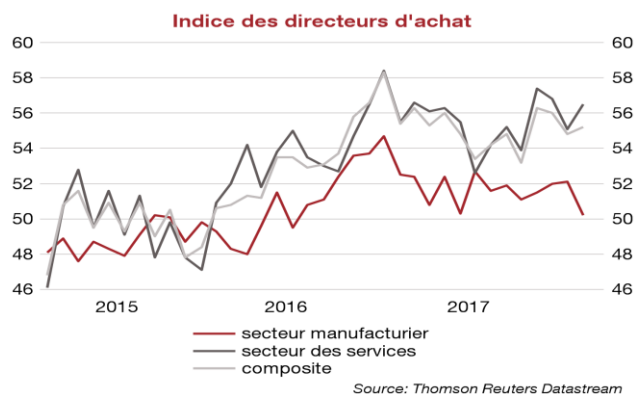
Malgré un environnement externe porteur et une remontée des cours du pétrole, la croissance russe devrait rester inférieure à 2% en 2018-2019. Les performances décevantes de l'investissement resteront d'actualité, en témoigne la lente détérioration des marges des entreprises et l'atonie des prêts aux entreprises.

La consommation des ménages connaîtra toutefois un redressement, soutenue par l'accélération de la croissance des salaires réels (+6% en GA en janvier 2018) dans un contexte de taux de chômage historiquement bas (5,1% en décembre 2017) et de déclin démographique. Les exportations, qui ont affiché une forte progression en 2017, devraient encore bénéficier du dynamisme de l'Union Européenne (qui capte 40% des exports russes) et de l'Asie (30% des exportations russes, dont 11% pour la Chine).



Du côté de l'offre, la faiblesse de la production industrielle reflète à la fois la baisse de l'extraction de pétrole dans le sillage de l'accord avec l'OPEP et des performances décevantes du secteur manufacturier et de la construction. La campagne de substitution des

importations par la production nationale ne semble donc pas porter ses fruits globalement, même si certains secteurs spécifiques tirent leur épingle du jeu (automobile, pharmacie, chimie, plastique).



Les finances publiques se sont significativement consolidées en 2017 grâce aux bonnes performances des recettes (recettes pétrolières, TVA, etc.). La politique budgétaire devrait rester restrictive en 2018-2019, l'objectif étant un déficit budgétaire inférieur à 1% du PIB en 2019.

Dans un contexte de baisse de l'inflation à des niveaux jamais observés depuis l'ère soviétique, la Banque centrale de Russie a de nouveau baissé son taux directeur en décembre 2017 puis février 2018 à 7,5%. Elle devrait encore abaisser son taux de politique monétaire mais conservera des niveaux de taux réels élevés pour ancrer les anticipations d'inflation.

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.

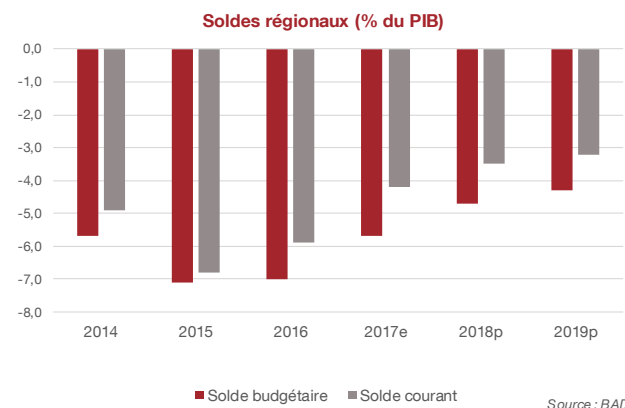
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	-2,8	-0,2	1,5	1,2	1,2
Consommation des ménages	-9,8	-4,5	3,9	3,0	2,5
Investissement	-9,9	-1,8	4,0	2,5	2,0
Exportations	3,7	3,2	5,0	3,0	2,5
Importations	-25,9	-3,8	16,7	9,0	7,0
Taux d'inflation, %	15,5	7,0	3,7	4,0	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-3,7	-2,1	-1,5	-1,0
Dettes publique, % du PIB	15,9	15,6	17,4	17,7	18,2
Dettes externe, % du PIB	38,0	40,0	35,9	35,0	34,6
Solde courant, % du PIB	5,0	2,0	2,8	3,2	3,6

AFRIQUE

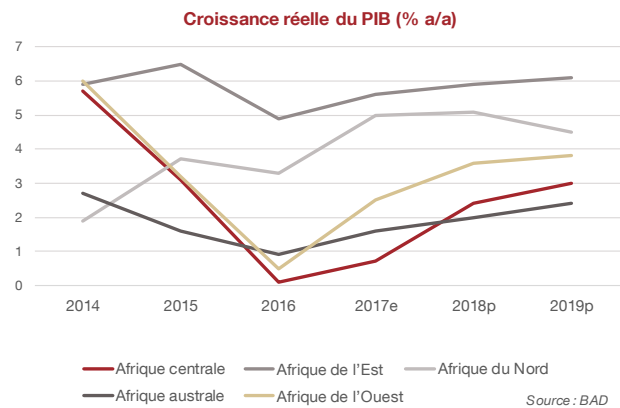
- La croissance régionale devrait continuer d'accélérer en 2018 et 2019, au-dessus de 4%
- Les déficits publics et courants commencent à se résorber, mais restent préoccupants
- Les divergences entre pays (grands/petits, pétroliers/non pétroliers, etc.) se poursuivent

La croissance régionale devrait poursuivre le rebond démarré en 2017, et s'établir au-dessus de 4% en 2018 et 2019. Cette accélération s'explique par i) une conjoncture internationale plus favorable, et ii) par de meilleures conditions climatiques permettant une hausse de la production agricole (comptant pour environ 20% du PIB et plus de 50% de l'emploi en Afrique). Ces niveaux de croissance ne sont toutefois pas suffisants pour assurer un réel décollage de la région, ne serait-ce que parce que la croissance démographique reste élevée : le PIB par habitant moyen de la région, qui avait ainsi baissé en 2016 et stagné en 2017, ne devrait croître que faiblement en 2018 et 2019 (soit moins de 1% par an).

Dans ce contexte plus favorable, les déséquilibres financiers (publics et extérieurs) devraient continuer à se résorber progressivement : le déficit budgétaire moyen devrait se réduire à 4/4,5% du PIB en 2018 et 2019, principalement suite à d'importants ajustements fiscaux dans les pays pétroliers et à la remontée des prix pétroliers. Pour sa part, le déficit courant moyen devrait se contracter aux alentours de 3,5% du PIB en 2018 et 2019. En dépit ce léger mieux (récent), les niveaux de dettes (publiques et extérieures) ont rapidement augmenté, et 30 pays d'Afrique affichent désormais un niveau de dette publique supérieur à 50% (contre 15 pays seulement en 2013).



Ces tendances générales masquent toujours d'importantes disparités entre les différentes sous-régions, entre les différentes structures économiques (pays pétroliers ou non), entre les « petits » et les « grands » pays.



En Afrique du Sud, la croissance devrait rester lente (inférieure à 1,5% par an en 2018 et 2019), même si le remplacement à la Présidence de J. Zuma par C. Ramaphosa a rassuré les investisseurs (locaux et étrangers) et pourrait engendrer une légère accélération économique (en raison de politiques plus « *business friendly* » et moins erratiques). Les perspectives du reste de l'Afrique sub-saharienne demeurent divisées entre pays exportateurs et importateurs de pétrole. Pour les premiers, et malgré un léger rebond, les croissances attendues pour 2018 et 2019 resteront significativement inférieures à celles de la période pré-2014. Ces pays doivent en effet poursuivre les politiques d'ajustement déjà engagées (Nigéria), combinées dans certains cas à la nécessité / volonté de restructurer une partie de la dette publique (Angola, certains pays de la zone Franc CFA d'Afrique Centrale). Au contraire, les pays bénéficiant d'une structure économique plus diversifiée (Sénégal, Côte d'Ivoire, Ghana, Kenya) continueront d'enregistrer des taux de croissances supérieurs à 5%.

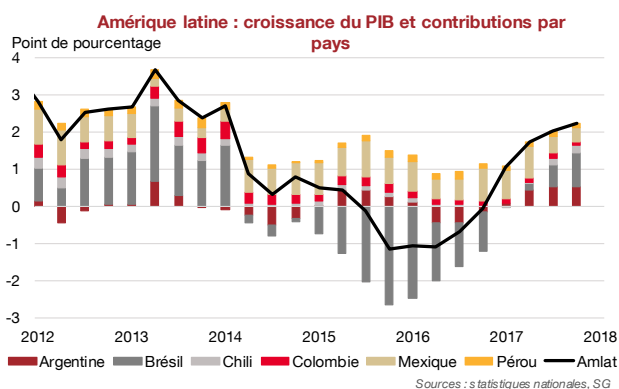
En Afrique du Nord, les pays ayant engagé (Egypte : réduction des subventions énergétiques) ou poursuivi (Maroc : libéralisation partielle du régime de change) les réformes macro-économiques devraient continuer d'enregistrer une accélération de leur croissance. Les perspectives en Tunisie et en Algérie sont plus incertaines : un effort d'ajustement reste requis pour réduire les déficits budgétaires et externes et accélérer l'investissement et la croissance ; mais la capacité des deux gouvernements à le réaliser est limitée par des situations sociales fragiles.

AMÉRIQUE LATINE

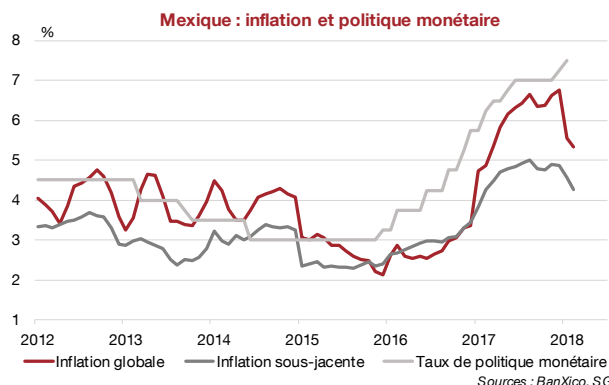
- Un contexte extérieur favorable et une politique monétaire souple soutiendront la croissance
- Au Mexique, le *policy-mix* est restrictif et les incertitudes politiques en hausse (ALENA, élections)
- Les principales économies de la région abordent un cycle électoral

Les économies d'Amérique latine sont en phase de reprise. Le taux de croissance du PIB de la région avoisinait 2 % à la fin 2017. L'activité s'accéléra en 2018, tirée par le redressement économique du Brésil, qui sort de deux ans de récession. Un *policy-mix* domestique accommodant et un environnement extérieur favorable — dus à l'amélioration des prix du pétrole et des métaux, ainsi qu'à la forte demande asiatique — soutiendront les dépenses d'investissement dans des pays tels que le Chili, le Pérou ou la Colombie.

L'inflation a reculé dans la plupart des pays. Au Brésil, au Chili et au Pérou, l'inflation est inférieure à la fourchette basse des banques centrales. Les autorités monétaires maintiendront des conditions financières souples, favorisant la consommation et l'investissement. En Amérique du Sud, l'inflation devrait rester proche de ses plus bas historiques, sauf en Argentine où l'inflation présente toujours une forte inertie.

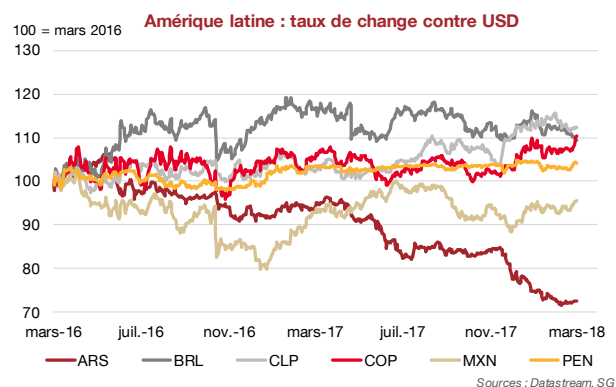


Contrairement aux autres pays de la région, le Mexique connaît des difficultés. La déréglementation des prix de l'énergie a propulsé l'inflation de 2 % à 7 % et entraîné un resserrement monétaire sévère, tandis que les inquiétudes croissantes entourant la renégociation de l'ALENA et les élections générales de juillet génèrent une certaine volatilité financière. Cet environnement pourrait inciter la Banque du Mexique à maintenir des conditions monétaires restrictives. Le gouvernement poursuit la consolidation budgétaire et PEMEX a encore annoncé des coupes dans ses dépenses. L'économie bénéficiera du dynamisme des exportations, mais le *policy mix* pourrait peser sur la consommation et l'investissement.



Dans une région dépendante de ses exportations primaires et des termes de l'échange, les risques restent liés au cycle des matières premières. Si la hausse des taux américains dépassait les anticipations des marchés, les banques centrales locales pourraient être contraintes de durcir leurs politiques plus tôt que prévu.

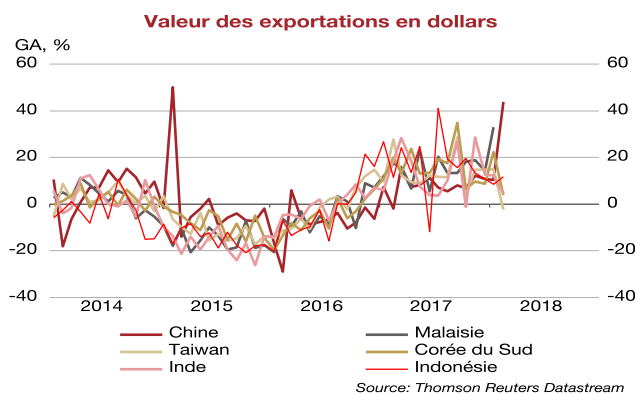
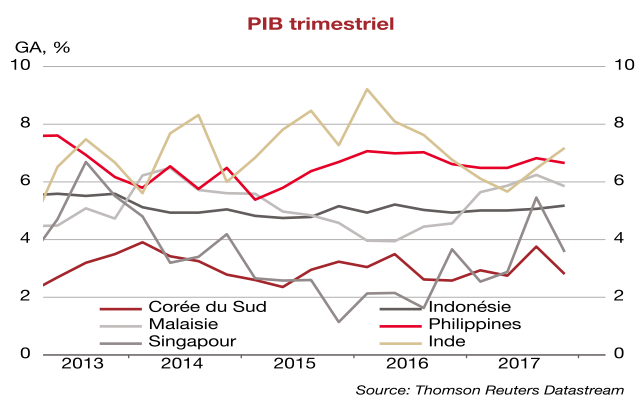
En outre, la région aborde un cycle électoral susceptible d'accroître la volatilité des marchés. En Colombie, les principales incertitudes entourant les élections présidentielles de mai 2018 concernent la mise en œuvre de l'accord de paix entre le gouvernement et les FARC. Le Mexique organisera aussi des élections générales (juillet 2018) dans un contexte de tensions croissantes avec les États-Unis et de rejet des partis politiques traditionnels. Au Brésil, les élections générales sont prévues pour octobre 2018. Pour le moment, les marchés estiment que le futur président sera en mesure de former une coalition stable, à même d'appliquer un projet de consolidation budgétaire. Toutefois, le rejet de la classe politique est très répandu au sein de l'électorat, alors que les partis n'ont pas encore annoncé leurs candidats définitifs.



ASIE ÉMERGENTE

- L'expansion du commerce soutiendra la région, avec une croissance attendue à 6% en 2018-2019
- Les positions extérieures des économies émergentes d'Asie restent solides
- L'intégration dans les chaînes de valeur globales rend l'Asie vulnérable à une guerre commerciale

Les économies de la région vont enregistrer une croissance d'environ 6 % en 2018-2019, proche du rythme de 2017. La région représente près de la moitié de la croissance mondiale et continue de progresser à un rythme plus élevé que les autres marchés émergents. La solide croissance aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon soutiendrait les exportations de la région, laquelle peut également compter sur la dynamique de la croissance chinoise.

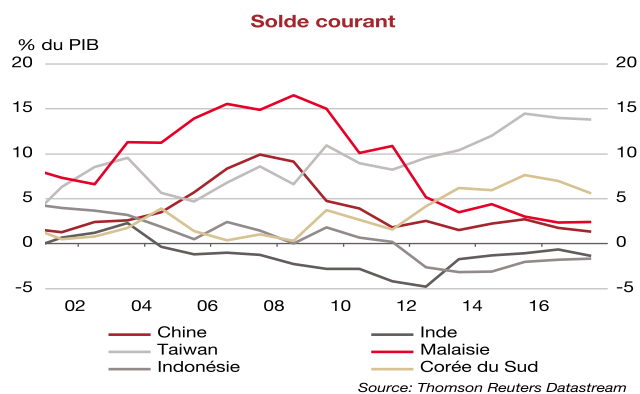


La bonne dynamique affichée par la Chine est entretenue par la volonté d'atteindre des objectifs de croissance à l'horizon 2020 et le redressement de l'économie mondiale, mais l'économie chinoise risque cependant d'être freinée par le processus de transition enclenché dans le pays en vue d'obtenir une trajectoire de croissance plus durable.

En Inde, la reprise cyclique s'est accompagnée de nouvelles mesures de consolidation budgétaire et d'une politique monétaire anti-inflationniste qui ont permis de renforcer la stabilité macroéconomique. À moyen terme, les principaux freins à la croissance restent les déficits budgétaires toujours élevés, les goulots d'étranglement et les entraves structurelles.

En Corée du Sud, la croissance a connu une forte accélération en 2017, sous l'impulsion des exportations et des investissements. L'excédent courant est en baisse, mais devrait tout de même rester largement supérieur à 5 % à moyen terme. Des évolutions démographiques défavorables devraient néanmoins peser sur la croissance du PIB sur le long terme.

L'Asie du Sud-Est profite du renforcement de la demande mondiale. À moyen terme, la vigueur des dépenses des ménages et la mise en œuvre de projets d'infrastructure devraient permettre à la croissance de tourner autour de 5 %.



Les positions extérieures des économies d'Asie émergente sont généralement robustes et la plupart des pays continueront d'afficher un excédent de la balance courante, à l'exception de l'Inde et l'Indonésie, dont le déficit devrait néanmoins rester limité.

Les risques qui pèsent sur les économies de la région sont notamment liés à la possible accélération de la normalisation des politiques monétaires, qui pourrait provoquer des sorties de capitaux et créer des problèmes de liquidité dans les entreprises surendettées. La région pourra néanmoins compter sur ses importantes réserves de change.

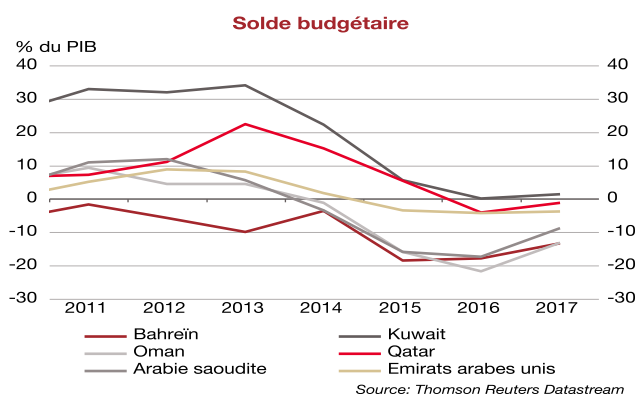
La montée du protectionnisme constitue une menace potentiellement plus importante. De toutes les régions du monde, l'Asie apparaît comme la plus vulnérable en cas de guerre commerciale et d'augmentation des droits de douane. Et même si les mesures ne devaient viser qu'un seul marché (la Chine), leurs effets risqueraient de se faire sentir dans toute la région, étant donné les liens commerciaux entre les pays et leur intégration dans les chaînes de valeur mondiales.

PAYS DU GOLFE

- **La hausse des prix du pétrole en 2017 a permis un redressement des finances publiques**
- **L'introduction progressive de la TVA et la baisse des subventions augmentent l'inflation**
- **Les fondamentaux s'améliorent mais les déficits budgétaires restent élevés à Bahreïn et Oman**

L'extension de l'accord OPEP + visant à limiter la production de pétrole a permis de soutenir les prix du pétrole. Ceux-ci se situent à USD 70/b en mars 2018, soit 60% au-dessus de la moyenne de 2016. Si les prix du pétrole plus élevés permettent le redressement de la demande intérieure des pays de la zone et ainsi des secteurs non-énergétiques, la nécessaire poursuite de l'ajustement budgétaire pour revenir sur une trajectoire soutenable continuera de peser sur les perspectives de croissance à moyen terme. La croissance hors hydrocarbures pourrait s'accélérer progressivement, mais restera bien en deçà de la moyenne de 7,5% pour la période 2003-2014.

L'inflation devrait augmenter en raison de la réduction des subventions au prix du carburant sur le marché local et de l'introduction d'une TVA de 5% en Arabie saoudite, aux EAU début 2018 et probablement dans les autres pays du Golfe en 2019. En Arabie saoudite, les autorités ont lancé un vaste programme de réformes (nouvelle loi de faillite, ouverture aux investisseurs étrangers) en vue d'améliorer l'environnement des affaires et promouvoir une croissance plus créatrice d'emplois.

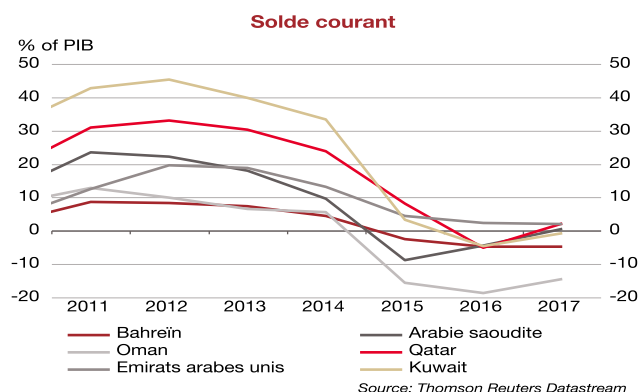


Le déficit budgétaire des pays du Golfe devrait progressivement se réduire de 9% du PIB en moyenne en 2017 à 5% du PIB d'ici à 2020. L'émission d'obligations souveraines sur les marchés internationaux (40 milliards USD en 2016 et 60 milliards USD en 2017) restera forte en 2018 et 2019.

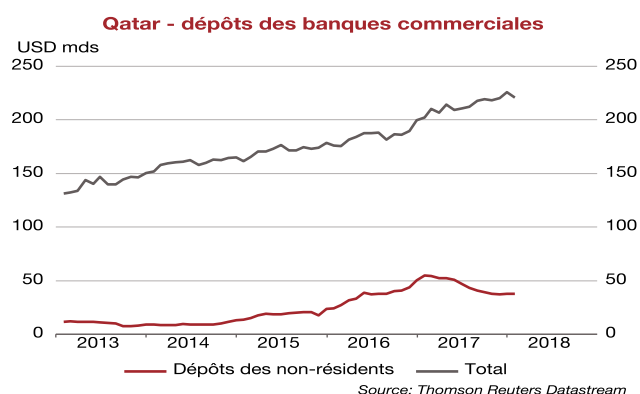
L'amélioration générale des comptes courants devrait assurer le maintien des régimes de change fixes vis-à-vis du dollar. Toutefois, Bahreïn fait encore face à d'importantes vulnérabilités avec un déficit budgétaire

élevé et une hausse des ratios de dette publique en 2017. Sa stabilité monétaire dépendra du maintien du soutien financier en provenance des alliés, notamment l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis.

À Oman, l'État est engagé dans des projets d'infrastructure et de soutien de l'emploi des nationaux, ce qui maintiendra des déficits publics élevés. À présent, les marchés absorbent aisément les émissions de dette extérieure. Le prix du pétrole minimum pour équilibrer le budget et la balance courante du pays est de USD 80/b. En cas de tensions sur la liquidité, Oman pourrait mobiliser ses fonds souverains.



Le Qatar a résisté au blocus par d'autres États de la région à l'aide de nouvelles routes commerciales. Les autorités ont réagi aux sorties de capitaux des non-résidents en utilisant le fonds souverain pour fournir des liquidités au système financier. La richesse financière du pays, ses fondamentaux solides (excédent courant élevé) créent des conditions propices pour une expansion soutenue. La crise politique régionale n'est pourtant pas finie et demeure un facteur d'incertitude.



EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

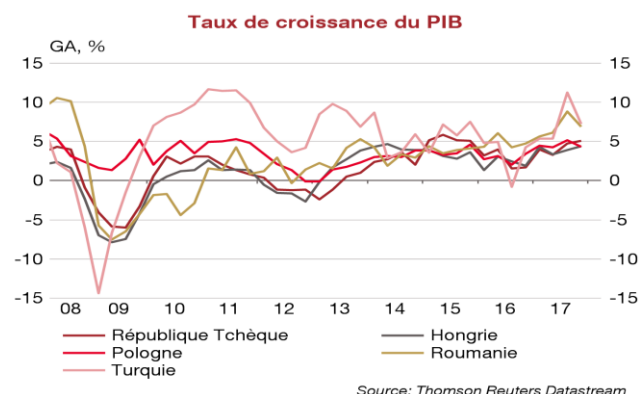
La croissance du PIB reste bien orientée, soutenue par la demande interne et les exportations
Avec la hausse de l'inflation, une politique monétaire plus restrictive est attendue dans la région
La Roumanie affiche des déficits jumeaux en hausse et montre des signes de surchauffe

Après l'accélération de 2017, l'activité devrait rester bien orientée en 2018 en Europe centrale et orientale. La croissance du PIB pourrait néanmoins légèrement ralentir en 2019 dans un contexte de resserrement de la politique monétaire et de décélération du commerce international.

La consommation privée pourrait être modérée par la hausse de l'inflation qui érodera le pouvoir d'achat des ménages en 2018-2019. Elle restera cependant un moteur de croissance clé, soutenue par l'amélioration des marchés du travail. Les taux de chômage ont fortement baissé dans la région, et les récentes enquêtes dans l'industrie indiquent une hausse des postes vacants.

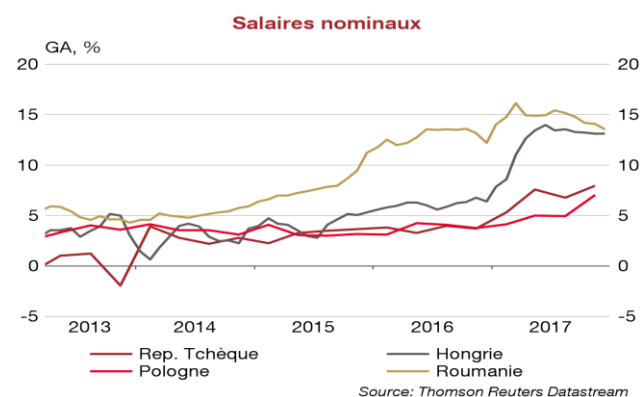
Après le recul de 2016, l'investissement a commencé à se redresser en 2017 et devrait accélérer en 2018 grâce à l'absorption croissante des fonds structurels européens, susceptibles de doper le secteur de la construction. Les politiques budgétaires de relance (notamment en Roumanie et en Hongrie) soutiendront aussi la demande.

Les exportations devraient rester solides en 2018, favorisées par le dynamisme de la zone euro et la forte intégration des PECO dans les chaînes de valeur mondiales (notamment dans l'industrie automobile et l'électronique). Toutefois, elles pourraient ralentir en 2019 dans le sillage de la décélération de la zone euro.

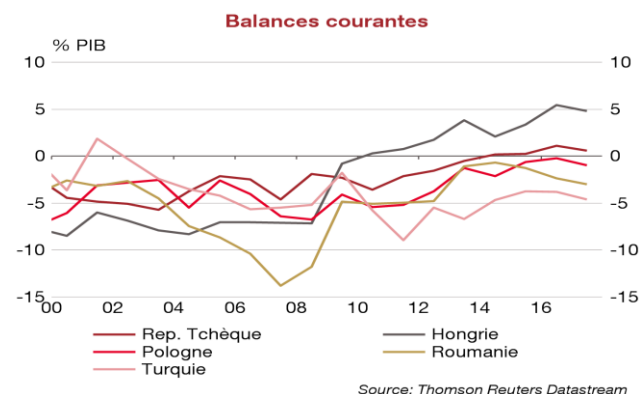


Cette dynamique de croissance des PECO qui dure depuis 3 ans semble bien équilibrée. Les niveaux d'endettement reculent et les situations financières externes se sont améliorées. Toutefois, des tensions inflationnistes se profilent, essentiellement en raison de pressions de la demande. La croissance des salaires

observée en 2017 et début 2018 dépasse celle de la productivité en Roumanie, en Hongrie et en Bulgarie. Jusqu'à présent, seules les banques centrales tchèque et roumaine ont relevé leurs taux directeurs. Mais de nouvelles hausses sont à attendre en 2018, notamment en Pologne, en République tchèque et en Roumanie.

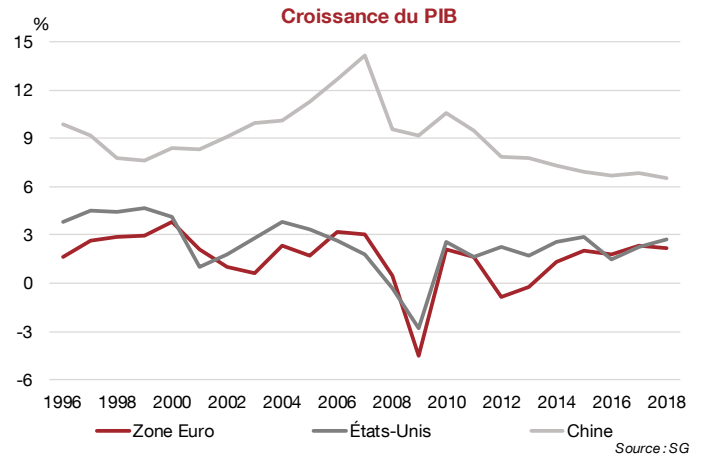
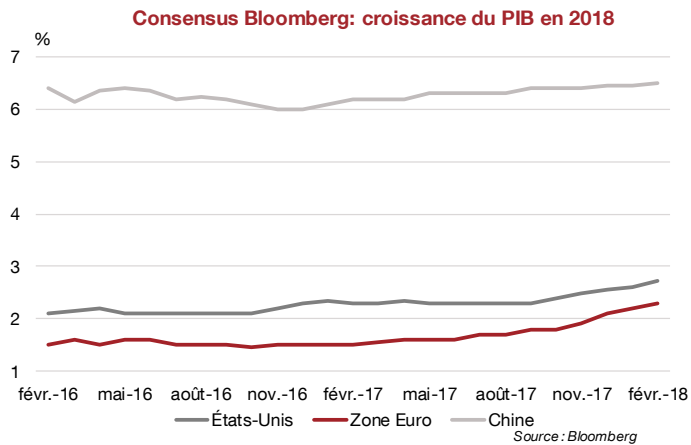


À l'avenir, des risques de surchauffe pourraient apparaître dans certains pays. La Roumanie est la principale concernée, compte tenu de l'envolée de la consommation et de la dégradation de son déficit budgétaire et de son déficit courant.



Après une reprise marquée et un taux de croissance à deux chiffres au T3-17, l'économie turque montre aussi des signes de surchauffe : output gap positif, inflation nettement supérieure à la cible de la Banque Centrale et déficit courant en hausse. Un environnement extérieur favorable soutient toujours les exportations, mais les besoins de financement externe restent importants, exposant la Turquie à une évolution des conditions financières mondiales.

Données Économiques

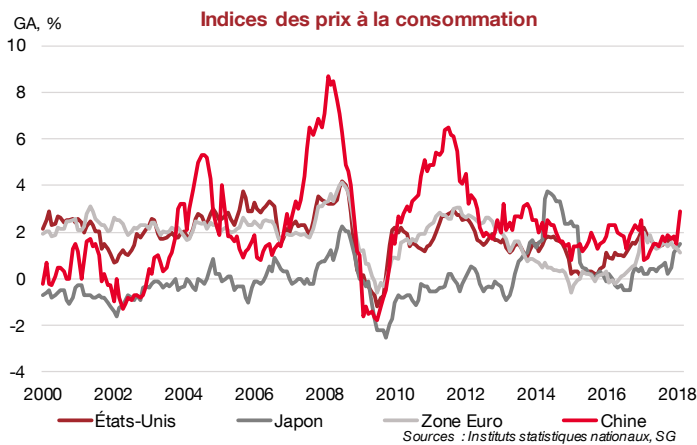


	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
PIB en volume, taux de croissance en %													
Monde*	4,2	3,2	2,5	2,7	2,9	2,9	2,6	3,3	3,3	3,1	2,8	2,6	2,6
États-Unis	2,5	1,6	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,9	2,4	1,5	1,0	1,0
Japon	4,2	-0,1	1,5	2,0	0,3	1,4	0,9	1,7	1,4	1,0	0,7	0,4	0,8
Royaume-Uni	1,7	1,5	1,5	2,1	3,1	2,3	1,9	1,7	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6
Zone euro	2,0	1,7	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,5	2,2	1,7	1,5	1,4	1,4
Allemagne	3,9	3,7	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,5	2,1	1,9	1,6	1,5	1,5
France	1,9	2,1	0,2	0,6	1,0	1,0	1,1	2,0	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5
Italie	1,6	0,7	-2,9	-1,7	0,2	0,8	1,0	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9
Espagne	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,8	1,6	1,6
Chine	10,6	9,5	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,4	6,0	5,7	5,4	5,2
Inde	10,3	6,6	5,5	6,4	7,5	8,0	7,1	6,8	6,9	6,8	6,2	5,9	5,7
Brésil	7,5	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5
Russie	4,5	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,5	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5
Investissement en volume, taux de croissance en %													
Monde*	3,9	4,7	2,8	2,6	3,3	2,7	3,3	3,4	3,4	2,9	1,6	1,6	1,3
États-Unis	2,0	3,0	2,6	1,8	3,5	3,4	2,2	3,0	3,8	2,8	1,7	1,1	1,0
Japon	-1,6	1,7	3,5	5,0	2,9	1,8	1,1	3,9	1,5	0,6	0,8	1,4	0,4
Royaume-Uni	4,5	2,2	2,1	3,4	7,1	2,8	1,8	3,9	2,0	0,6	2,1	2,9	1,7
Zone euro	-0,5	1,6	-3,3	-2,4	1,9	3,0	4,5	3,1	2,8	2,4	2,1	2,1	2,1
Allemagne	5,0	7,4	-0,1	-1,2	3,7	1,0	2,9	3,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
France	1,8	2,2	0,3	-0,7	0,0	0,9	2,7	3,8	3,1	2,1	1,8	1,8	1,7
Italie	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-2,2	1,9	3,3	3,9	4,5	1,8	1,6	1,6	1,6
Espagne	-4,9	-6,9	-8,6	-3,4	4,7	6,5	3,3	5,0	3,8	3,5	2,6	2,2	2,2
Chine	7,1	9,1	7,2	6,2	6,4	6,2	6,4	5,0	4,7	4,5	1,1	1,1	0,7
Inde	15,2	11,5	2,4	2,5	1,9	6,5	7,9	7,5	7,5	7,3	7,0	6,8	6,5
Brésil	17,9	6,8	0,8	5,8	-4,2	-13,9	-10,3	-1,8	4,7	6,0	3,5	4,0	4,0
Russie	6,4	9,2	5,9	1,3	-2,7	-13,4	1,4	4,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0

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

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

Données Économiques

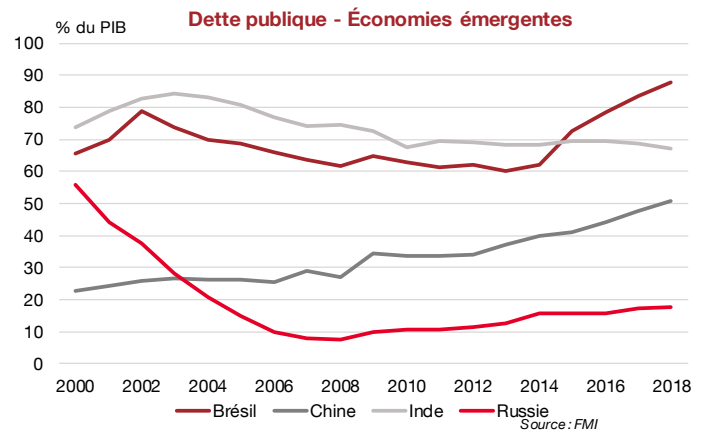
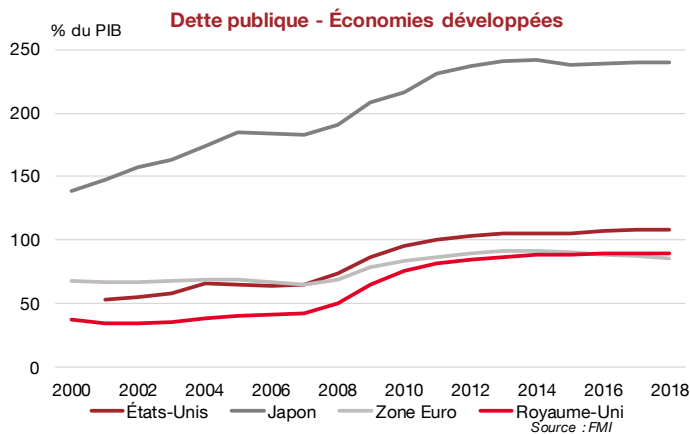


	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
Solde budgétaire, % du PIB													
États-Unis	-12,2	-10,7	-9,0	-5,5	-4,9	-4,3	-5,0	-4,7	-6,0	-6,8	-6,9	-6,6	-6,4
Japon	-9,1	-9,1	-8,3	-7,6	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,8	-3,0	-2,8	-2,8	-2,8
Royaume-Uni	-9,4	-7,5	-8,2	-5,4	-5,5	-4,3	-2,9	-2,2	-2,3	-3,1	-3,0	-3,0	-2,9
Zone euro	-6,2	-4,2	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,1	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7	-0,6
Allemagne	-4,2	-1,0	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
France	-6,8	-5,1	-4,8	-4,0	-3,9	-3,6	-3,4	-2,6	-2,4	-2,9	-2,0	-1,8	-1,6
Italie	-4,2	-3,7	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-2,2	-2,2
Espagne	-9,4	-9,6	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,4	-1,9	-1,6	-1,4	-1,2
Chine	-0,4	-0,1	-0,3	-0,8	-0,9	-2,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2
Inde	-8,6	-8,3	-7,6	-7,0	-7,2	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9	-5,8	-5,6	-5,4
Brésil	-2,7	-2,5	-2,5	-3,0	-5,4	-10,3	-8,5	-7,5	-7,0	-6,0	-5,5	-5,0	-4,8
Russie	-3,2	1,4	0,4	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-2,1	-1,5	-1,0	-0,5	0,3	0,5
Dettes publiques*, % du PIB													
États-Unis	89	94	99	101	102	101	105	104	104	106	109	115	119
Japon	184	200	206	210	215	215	218	221	223	224	222	221	220
Royaume-Uni	76	81	85	86	87	88	88	90	89	90	91	92	92
Zone euro	84	86	90	92	92	90	89	87	85	83	81	80	78
Allemagne	81	79	80	77	75	71	68	65	61	58	55	53	50
France	82	85	90	92	95	96	97	97	97	97	96	95	93
Italie	115	117	123	129	132	132	132	131	130	129	128	127	127
Espagne	60	70	86	96	100	99	99	98	97	95	94	92	91
Chine	34	34	34	37	40	41	44	48	51	54	57	60	62
Inde	67	70	69	69	69	70	70	69	67	65	63	61	60
Brésil	63	61	62	60	62	65	70	75	75	77	79	79	78
Russie	11	11	12	13	16	16	16	17	18	18	18	18	18

Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

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

Données Économiques

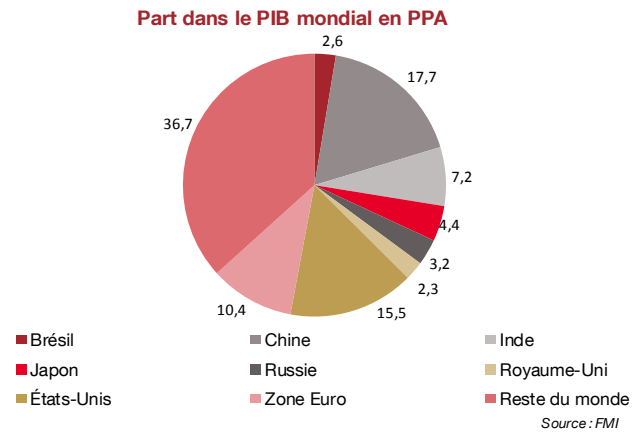
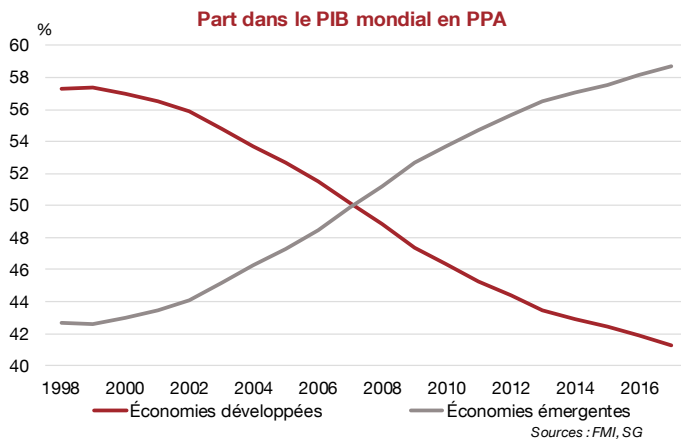


	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
Inflation, %													
Monde*	2,4	3,8	2,7	2,4	2,2	1,4	1,6	2,1	2,3	2,6	2,4	1,9	2,0
États-Unis	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,2	2,5	1,9	0,7	1,2
Japon	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,4	0,8	1,3	1,7	1,0	1,0
Royaume-Uni	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,6	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9
Zone euro	1,6	2,7	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,3	1,8	1,7	1,7	1,6
Allemagne	1,1	2,1	2,0	1,5	0,9	0,2	0,5	1,7	1,6	1,8	1,7	1,7	1,7
France	1,6	2,2	1,9	0,8	0,4	0,1	0,2	1,0	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9
Italie	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,3	1,5	1,4	1,2	1,3
Espagne	2,9	2,4	2,5	0,4	-0,5	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,9	1,8	1,7	1,7
Chine	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,8	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6
Inde	9,5	9,5	10,0	9,4	5,8	4,9	4,5	3,5	4,7	4,8	4,9	5,0	5,0
Brésil	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3	9,5	8,0	3,7	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5
Russie	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Solde courant, %du PIB													
États-Unis	-2,9	-2,9	-2,6	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,3	-2,9	-3,9	-4,7	-4,4	-4,0
Japon	3,9	2,1	1,0	0,9	0,8	3,0	3,7	4,0	4,0	4,0	3,9	3,9	3,8
Royaume-Uni	-3,8	-2,4	-4,3	-5,6	-5,4	-5,2	-5,7	-4,7	-5,5	-5,9	-5,6	-5,1	-4,8
Zone euro	-0,1	-0,1	1,4	2,2	2,4	3,2	3,4	3,5	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Allemagne	5,4	6,0	7,1	6,8	7,5	8,6	8,2	7,9	7,7	7,7	7,7	7,6	7,5
France	-0,8	-1,0	-1,2	-0,9	-1,3	-0,4	-0,9	-1,6	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
Italie	-3,4	-3,0	-0,3	1,0	1,9	1,5	2,7	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6
Espagne	-3,9	-3,2	-0,2	1,5	1,1	1,1	1,9	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,3
Chine	3,9	1,8	2,5	1,5	2,2	2,7	1,7	1,4	1,2	0,9	0,7	0,4	0,2
Inde	-2,8	-4,2	-4,8	-1,7	-1,3	-1,1	-0,7	-1,4	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,4
Brésil	-3,4	-2,9	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,5	-1,0	-1,5	-2,0	-2,0	-2,0
Russie	4,1	4,7	3,2	1,5	2,8	5,0	2,0	2,8	3,2	3,6	3,8	3,9	4,0

Sources : Datastream, FMI, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

Données Structurelles



En 2016	PIB en \$ (Mds \$)	PIB par hab. (\$, PPA)	Population (Millions)	Crédit (% PIB)*	Position externe** (% PIB)	Taux d'ouverture***
États-Unis	18 624	57 608	323	151	-45	20
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	49
Pays-Bas	778	51 249	17	231	64	139
Chine	11 232	15 395	1 383	211	16	33
Japon	4 937	41 220	127	158	61	25
Royaume-Uni	2 629	42 421	66	170	-4	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	212	10	53
Corée du Sud	1 411	37 730	51	193	18	64
Russie	1 283	26 926	143	67	17	37
Australie	1 262	48 712	24	203	-59	32
Mexique	1 047	18 935	122	43	-44	74
Indonésie	932	11 717	259	41	-36	30
Turquie	863	24 986	80	85	-53	40
Suisse	669	60 374	8	238	115	86
Arabie Saoudite	646	55 331	32	65	92	49

Sources : Banque mondiale, BRI, FMI, Datastream

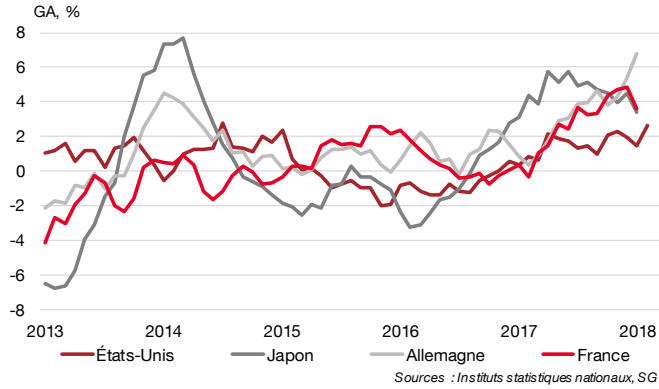
*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

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

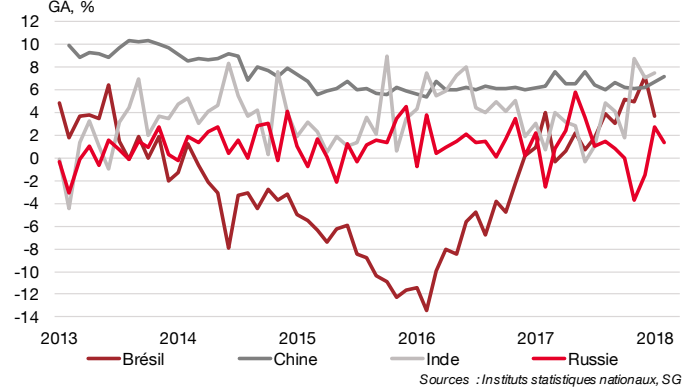
*** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

Données Conjonctuelles

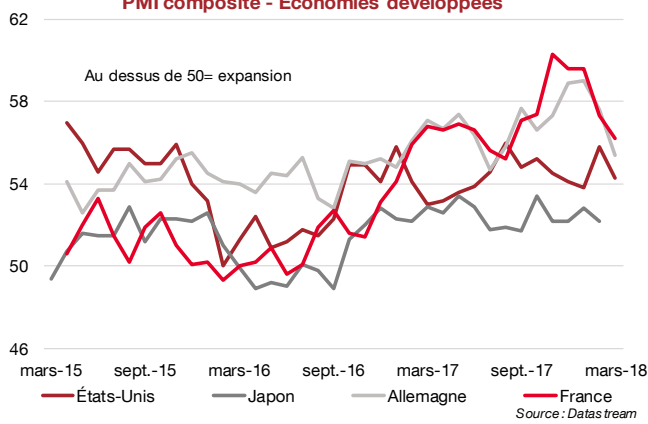
Production industrielle - Économies développées



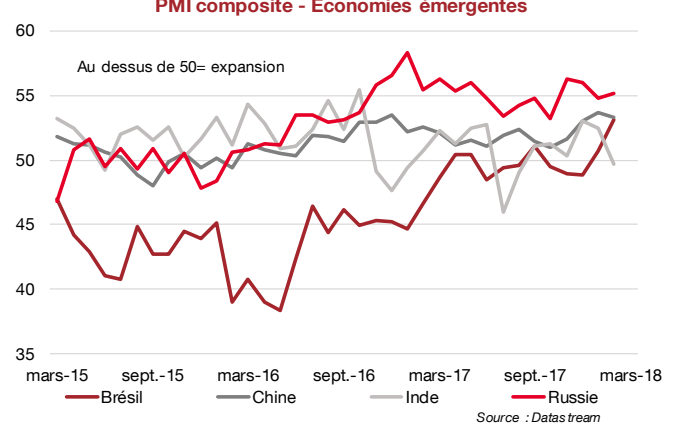
Production industrielle - Économies émergentes



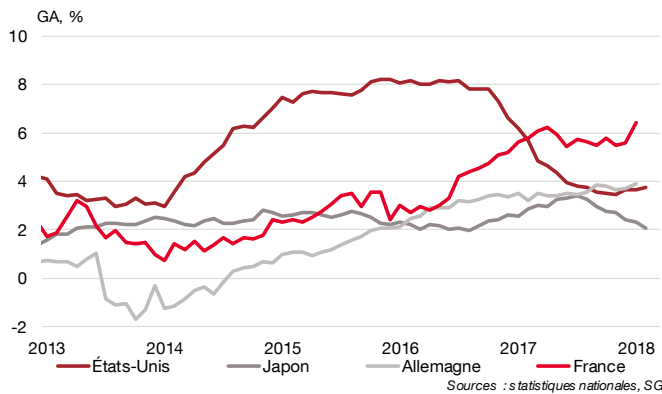
PMI composite - Économies développées



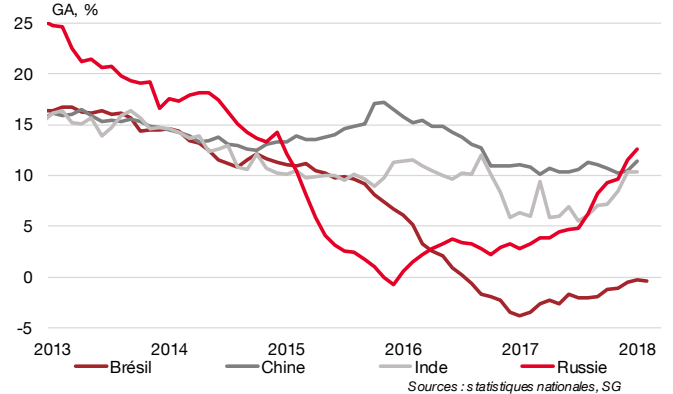
PMI composite - Économies émergentes



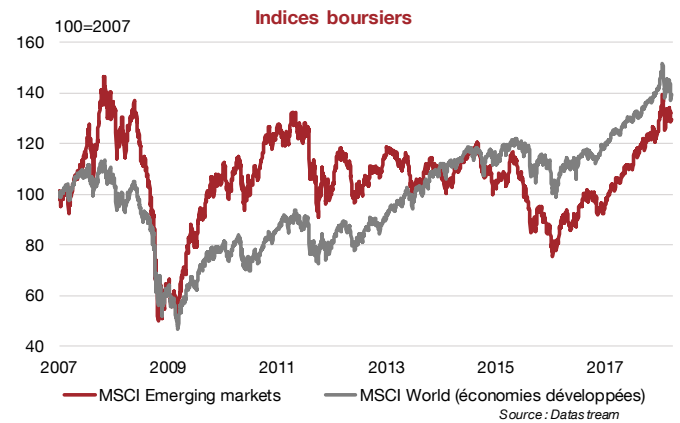
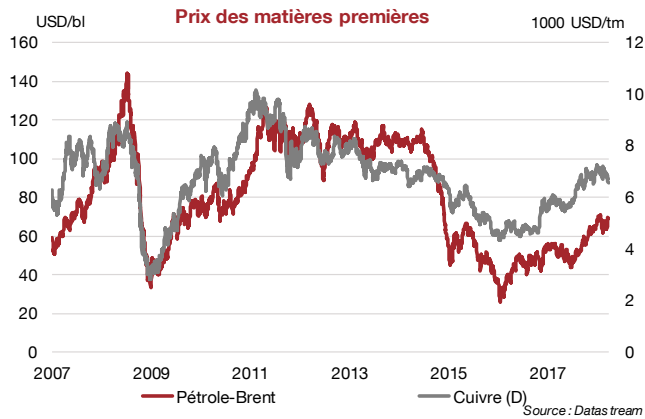
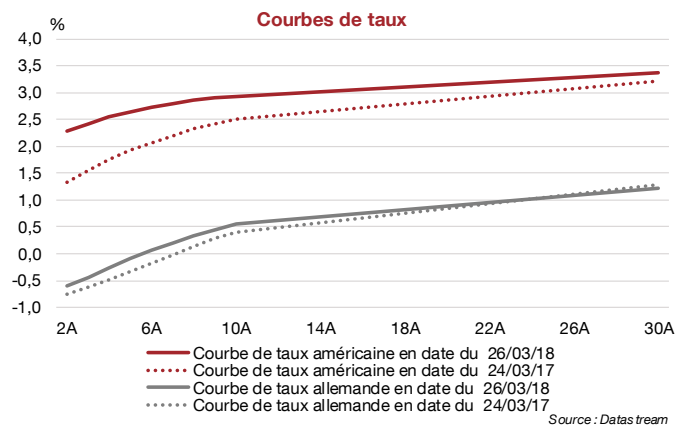
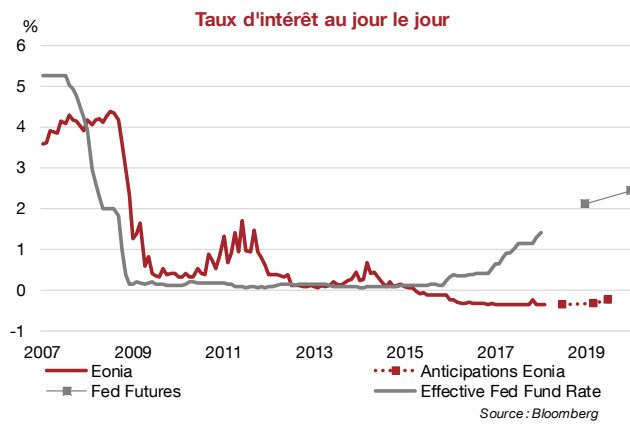
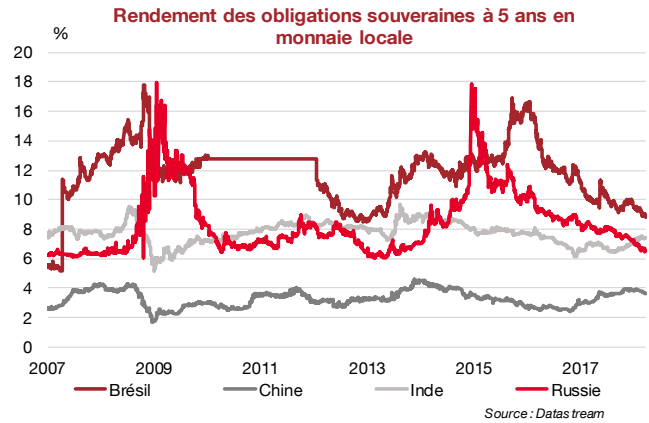
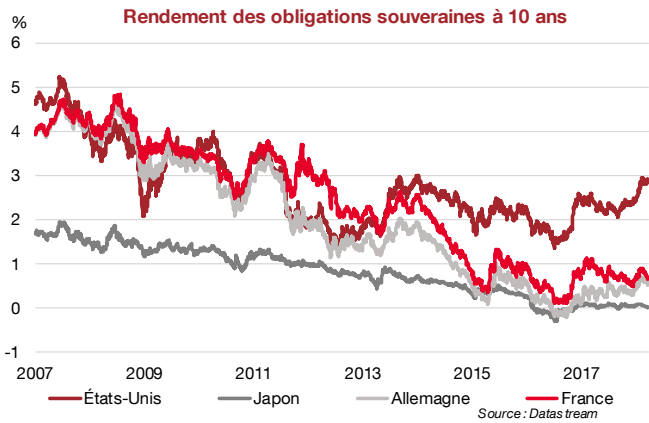
Crédit au secteur privé - Économies développées



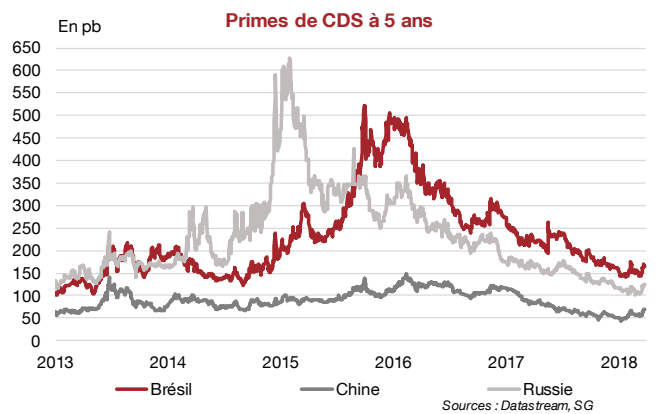
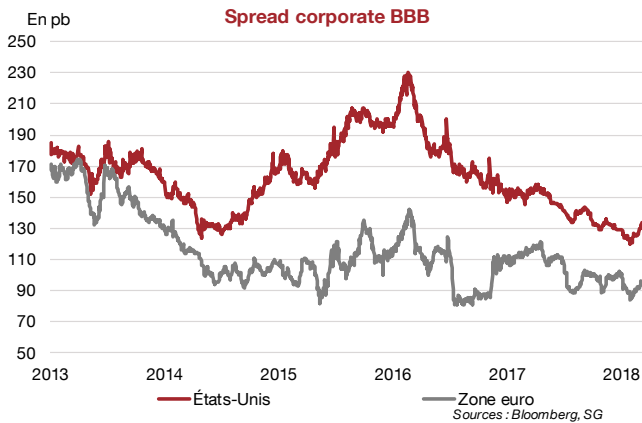
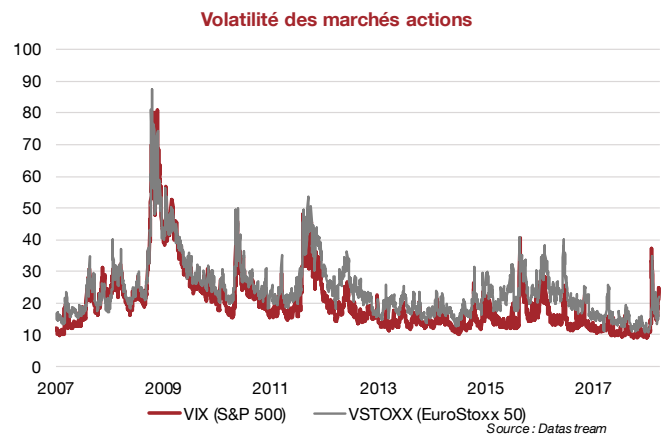
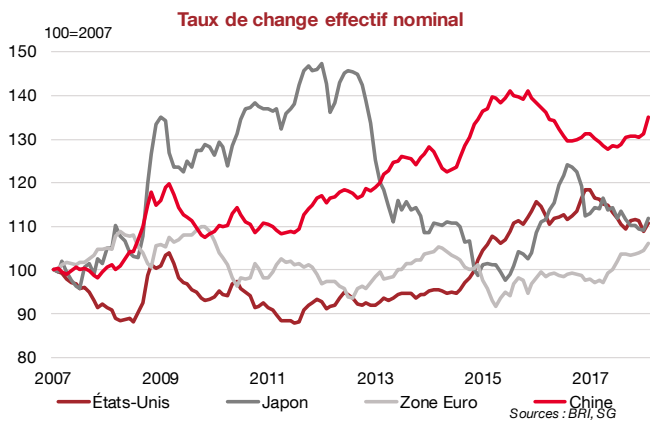
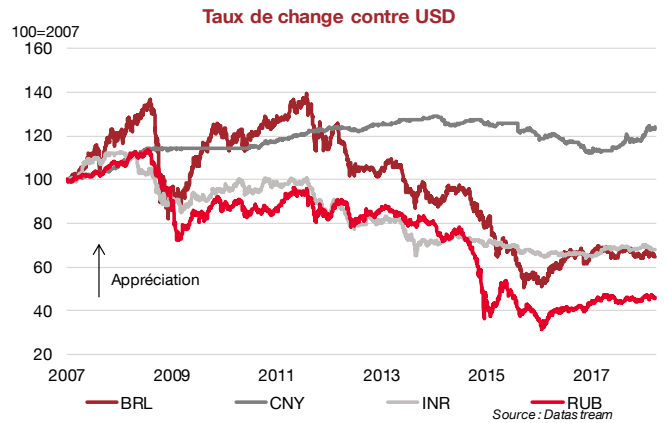
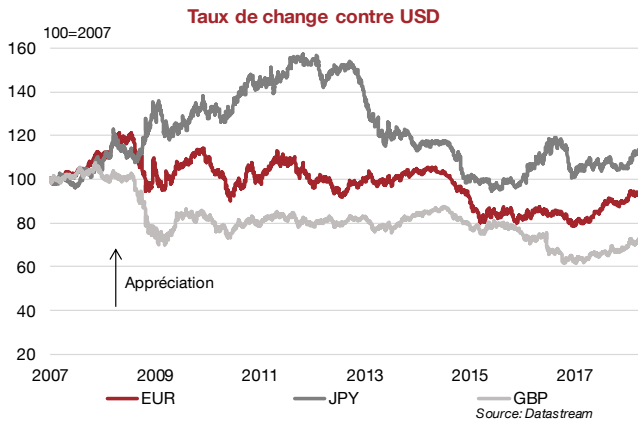
Crédit au secteur privé - Économies émergentes



Données Financières



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

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

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

Disclaimer

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »),

Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018