

# SCENARIOECO

Société Générale

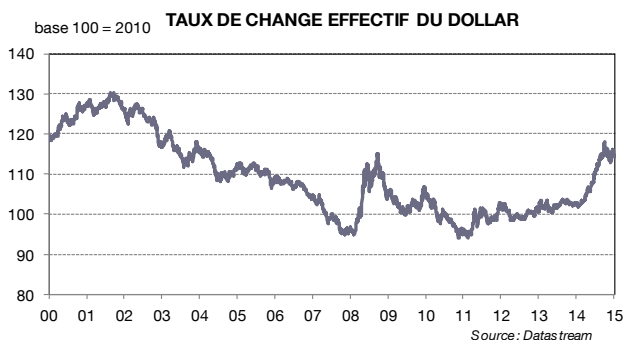
Département des études économiques et sectorielles

## PLUS DE VOLATILITÉ

L'année avait commencé sur l'impression que les divergences de régimes de croissance, entre les Etats-Unis et le reste du monde étaient durables ainsi que les divergences de politiques monétaires. Des doutes ont fleuri sur tous ces éléments depuis trois mois causant une correction sur tous les marchés obligataires et un freinage de l'appréciation du dollar contre toutes les monnaies. Pour autant, la croissance américaine semble s'affermir même si elle n'est pas à l'abri d'accidents de parcours. La croissance en zone euro accélérerait graduellement mais resterait soumise à des aléas, comme un approfondissement de la crise grecque. Les émergents continueraient sur leur tendance au ralentissement graduel même si des mauvaises nouvelles de Chine ne sont pas à écarter. Dans cet environnement, la conduite à venir des politiques monétaires se compliquerait. Le maître mot pour les mois qui viennent serait donc celui de volatilité.

### DES CERTITUDES AUX DOUTES...

Au début de l'année 2015, un certain nombre de certitudes semblait jaloner le scénario global. Elles étaient liées à l'opposition entre les Etats Unis et le reste du monde sur plusieurs plans : (i) divergence durable des régimes de croissance à un moment où l'activité américaine apparaissait vigoureuse par opposition à l'atonie de l'activité en zone euro, au Japon et au ralentissement structurel dans l'ensemble des pays émergents ; (ii) divergence des politiques monétaires avec le début attendu du relèvement des taux aux Etats Unis alors que le reste du monde était essentiellement en phase d'expansion monétaire. Tout ceci s'était traduit par un renforcement du dollar contre toutes les monnaies conduisant la monnaie américaine à son plus haut niveau depuis plus de dix ans.

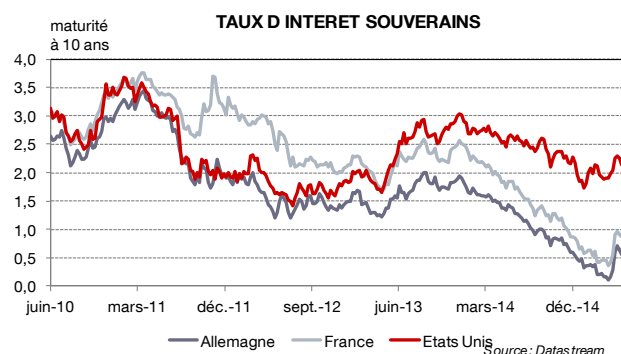


A ces éléments de contexte s'ajoutaient la baisse des prix du pétrole et les craintes de déflation en zone euro qui ont contribué à pousser les taux d'intérêt nominaux à long terme en territoire négatif.

Depuis avril, des multiples doutes ont surgi sur la croissance américaine, sur le calendrier de hausse des taux de la Fed, sur la force structurelle du dollar, sur les risques de déflation en zone euro (dans un contexte de léger redressement des prix des matières premières et de mise en œuvre du QE de la BCE), sur la faiblesse durable des taux d'intérêt dans l'ensemble des pays développés.

### ...ET VERS PLUS DE VOLATILITÉ.

Tous ces nouveaux doutes ont affecté la bonhomie observée sur les marchés depuis l'année dernière. Ainsi, les marchés obligataires de toutes les grandes zones développées ont considérablement corrigé depuis avril, et le dollar a cessé de s'apprécier contre toutes les monnaies. Cet environnement de plus grande volatilité sur les marchés pourrait perdurer dans les trimestres à venir ainsi que l'a souligné le président de la BCE début juin.



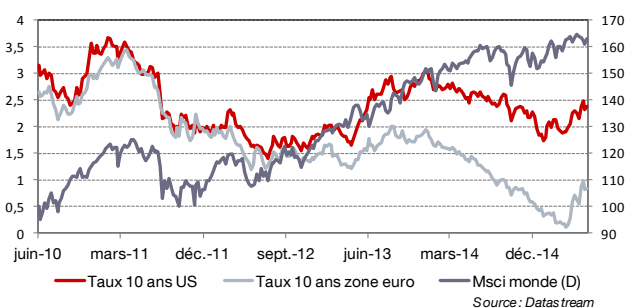
Les incertitudes sur le calendrier de normalisation monétaire aux Etats-Unis ainsi que sur les risques déflationnistes en zone euro seront donc de nature à

Achévé de rédiger le 24 Juin 2015  
Prochaine publication Septembre 2015

chahuter de façon récurrente les marchés. Ces turbulences pourraient être exacerbées par le fait que les prix d'actifs, notamment boursiers, atteignent des niveaux qui égalent voire dépassent ceux d'avant-crise. Depuis 2012 les cours de bourse des principales zones développées ont littéralement explosé : + 50% pour le Japon, +70% pour la zone euro et +80% pour les Etats Unis. Pourtant, les bénéficiaires des entreprises cotées n'ont pas du tout connu le même cheminement sur la période.

Plus largement, l'inflation globale des prix d'actifs financiers semble piéger de plus en plus la conduite des politiques monétaires non conventionnelles des grandes banques centrales. En effet, les mécanismes de sortie de ce type de politique n'ont jamais été testés et tout début de crainte de resserrement monétaire se traduit par des chocs de marchés parfois considérables.

ACTIONS ET TAUX D INTERET



### PLUS DE VOLATILITÉ, MOINS DE LIQUIDITÉ

Les mouvements relativement violents observés sur les marchés depuis quelques années, même en l'espace d'une journée, soulèvent des questions sur la nature de la liquidité. Certes, les grandes banques centrales ont injecté beaucoup de liquidités depuis 2010 mais elles ont été en partie recyclées sur des marchés de plus en plus segmentés, risqués et parfois peu liquides, dans un contexte de recherche de rendement. En outre, les achats massifs des banques centrales créent des effets soudains de pénurie sur certains segments de marché de la courbe des taux. Par ailleurs, le secteur bancaire, qui assurait de manière significative la liquidité des marchés, notamment, obligataires, a réduit ses activités de teneurs de marchés pour des raisons réglementaires. Les prix sur les marchés de taux dans cet environnement sont sujets à de fortes distorsions et ne se forment plus selon les mécanismes habituels.

Le contexte financier apparaît donc paradoxal. D'un côté, des masses de liquidités injectées comme jamais par les banques centrales, et de l'autre des risques de liquidité liés à l'évolution structurelle des marchés. La combinaison de prix d'actifs en hausse quasi continue depuis cinq ans dans les pays développés, d'incertitudes sur la politique monétaire américaine et de doutes sur la liquidité de certains marchés constituent un cocktail qu'il convient de surveiller de

près. Plus particulièrement quant aux conséquences possibles sur les marchés émergents. Les surprises (à la hausse ou à la baisse) sur l'activité aux Etats-Unis et sur le calendrier de la hausse du taux de la Fed devraient perdurer dans les trimestres à venir et devraient continuer d'alimenter des mouvements abrupts sur les marchés.

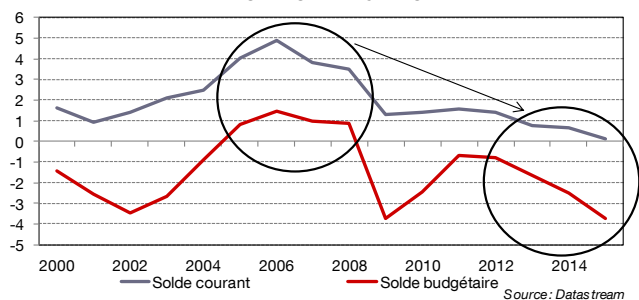
### LA CROISSANCE MONDIALE POURRAIT PATIR DES CHOC POTENTIELS SUR LES MARCHÉS

La fragilité des marchés de titres fait peser des risques significatifs, particulièrement aux Etats Unis où le financement de l'économie et la confiance des agents sont plus tributaires des marchés. Ceci peut expliquer une partie des réticences de la Fed à entamer la fameuse phase de hausse des taux. Des anticipations de resserrement excessif pourraient avoir des effets néfastes sur les prix d'actifs et mettre en péril la croissance américaine.

En zone euro, même si la croissance accélère légèrement, elle reste fragile et les risques déflationnistes n'ont pas disparu. Au Royaume-Uni, la croissance semble s'essouffler. Un choc supplémentaire sur les taux d'intérêt européens pourrait mettre à mal la timide reprise dans certains pays. En effet, dans un environnement de très faible inflation (ou de déflation) les taux d'intérêt réels restent encore élevés. Le Japon, pour sa part est sorti de récession mais la question sur l'efficacité de l'« Abenomics » reste ouverte.

Des marchés financiers plus volatils devraient compliquer la situation de certains pays émergents qui restent exposés à des chocs de marché (Turquie, Brésil, Indonésie, Afrique du Sud). Plus généralement, les pays émergents devraient continuer leur phase d'atterrissage graduel entamée il y a presque cinq ans. Il convient de noter que le monde émergent fait face à des fragilités de nature interne plutôt qu'externe. La question est de savoir comment stabiliser et faire repartir l'activité dans des pays qui souffrent de l'essoufflement de leur modèle de croissance. Cette question est d'autant plus sensible que les marges de manœuvre de politique économique sont maintenant plus réduites qu'à l'époque du choc Lehman.

EQUILIBRES MACROECONOMIQUES DES PAYS EMERGENTS



## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2013		PIB - 2013 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat <sup>2</sup>	Taux de change courant	Taux de change courant
<b>PIB en volume (taux de croissance, en %)<sup>1</sup></b>								
<b>Pays industrialisés</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>39,7</b>	<b>57,1</b>	<b>43 129</b>
États-Unis	2,3	2,2	2,4	2,3	2,8	16,3	22,2	16 768
Japon	1,7	1,6	-0,1	0,9	1,3	4,6	6,5	4 927
Zone euro	-0,8	-0,3	0,9	1,3	1,6	12,3	17,3	13 091
Allemagne	0,6	0,2	1,6	1,6	1,8	3,5	4,9	3 738
France	0,2	0,7	0,2	1,0	1,5	2,5	3,7	2 809
Italie	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,0	2,0	2,8	2 137
Espagne	-2,1	-1,2	1,4	2,6	1,9	1,5	1,8	1 393
Royaume-Uni	0,7	1,7	2,8	2,2	2,0	2,4	3,6	2 680
<b>Pays émergents</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>	<b>60,3</b>	<b>42,9</b>	<b>31 731</b>
Asie	6,2	6,5	6,4	6,1	6,1	32,0	21,4	16 403
Chine	7,7	7,7	7,4	6,8	6,6	15,7	12,5	9 576
Inde	5,1	6,9	7,3	7,5	8,0	6,6	2,5	1 885
Afrique	3,7	4,1	4,1	3,7	4,5	3,9	2,6	1 621
Amérique Latine	2,9	2,9	1,0	0,5	2,6	8,8	7,8	5 939
Brésil	1,8	2,7	0,1	-1,5	1,0	3,1	3,2	2 393
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	1,5	2,7	2,2	2,1	3,8	4,8	3,7	2 688
Russie	3,4	1,3	0,6	-3,5	0,5	3,4	2,8	2 093
Proche et Moyen-Orient	3,9	1,8	2,2	3,1	4,0	7,4	4,6	2 987
<b>Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>100</b>		
<b>Monde - Pondération taux de change courants</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>		<b>100</b>	<b>74 860</b>
<b>Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)</b>	<b>111</b>	<b>112</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	<b>65</b>			

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

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

<sup>1</sup> Les données annuelles sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés et peuvent donc différer des statistiques annuelles officielles.

<sup>2</sup> 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.

	juin 15	déc 2015	juin 2016	déc 2016	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Taux d'intérêt</b>							
<b>États-Unis</b>							
Taux objectif des Fed funds	0,25	0,50	1,00	1,75	0,25	0,30	1,05
Emprunts d'État à 10 ans	2,4	2,8	3,0	3,2	2,5	2,4	3,0
<b>Japon</b>							
Taux d'intervention	0,08	0,05	0,05	0,05	0,07	0,05	0,05
Emprunts d'État à 10 ans	0,4	0,5	0,7	0,8	0,6	0,5	0,7
<b>Royaume-Uni</b>							
Bank rate	0,50	0,50	0,75	1,00	0,50	0,50	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	2,1	2,2	2,5	2,7	2,5	2,0	2,5
<b>Zone euro</b>							
Taux de refinancement	0,05	0,05	0,05	0,05	0,16	0,05	0,05
Emprunts d'État à 10 ans							
Allemagne	0,8	1,0	1,2	1,5	1,2	0,7	1,3
France	1,2	1,3	1,5	1,8	1,7	1,0	1,6
Italie	2,1	2,2	2,4	2,7	2,9	1,9	2,5
Espagne	2,1	2,2	2,4	2,7	2,7	1,9	2,5
<b>Cours de change</b>							
EUR / USD	1,12	1,05	1,05	1,10	1,33	1,10	1,07
EUR / GBP	0,71	0,70	0,70	0,70	0,81	0,72	0,70
EUR / JPY	139	131	131	138	140	134	133
GBP / USD	1,58	1,50	1,50	1,57	1,65	1,52	1,52
USD / JPY	124	125	125	125	106	122	125

Prévisions Économiques.....	3
Zone euro : Convergence .....	5
Allemagne : La locomotive s'essouffle.....	6
France : Du mieux mais.....	7
Italie : Des signaux contrastés .....	8
Espagne : Une croissance déséquilibrée.....	9
Royaume-Uni : Coup de froid sur la croissance.....	10
États-Unis : Trou d'air passager ? .....	11
Japon : Éphémère inflation.....	12
Chine : Le relâchement économique commence à porter ses fruits .....	13
Inde : Priorité à la croissance.....	14
Brésil : Premier semestre difficile.....	15
Russie : Le rouble reste clé.....	16
Prévisions zone euro.....	17
Prévisions hors zone euro.....	20

## ZONE EURO : CONVERGENCE

**L'économie européenne a enfin accéléré et ce rebond se confirmerait en 2015 et 2016, avec une croissance qui atteindrait autour de 1,5 %. De plus, ce redressement s'accompagnerait d'une réduction des différences de performances entre les grandes économies de la zone euro. Toutefois, une certaine volatilité, tant au niveau des marchés que des performances économiques, risque de persister au sein de la zone.**

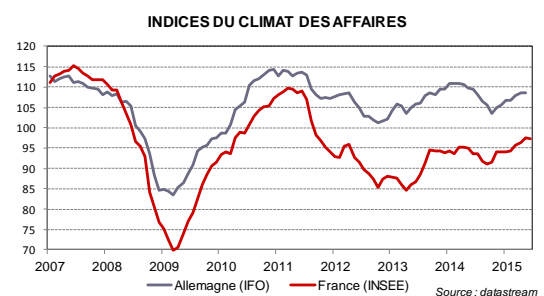
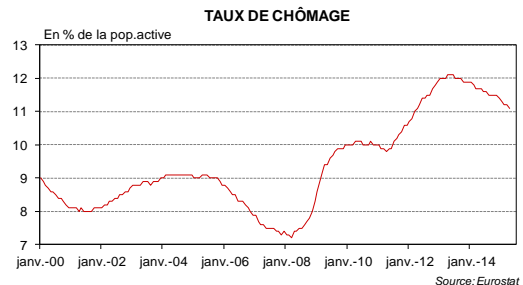
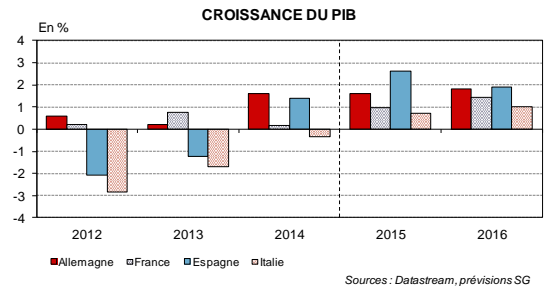
Globalement, l'économie de la zone euro accélère très progressivement : au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, la croissance a ainsi atteint +1,3 % en glissement annuel. Pour la suite, l'amélioration continue du climat des affaires laisse attendre une poursuite de ce mouvement. Les effets de cette reprise, même si elle reste très progressive, commencent à se faire sentir sur le marché du travail : par rapport au point haut atteint en 2013, le taux de chômage s'est replié d'un point, mais il reste supérieur de 4 points au niveau d'avant crise.

Ce raffermissement de l'activité et de l'emploi, ainsi que le soutien que la faible inflation apporte au pouvoir d'achat des ménages, permettraient à la consommation de poursuivre son redressement. Et l'amélioration progressive des perspectives de demande, ainsi que les conditions monétaires et financières très accommodantes, soutiendraient un redressement graduel de l'investissement.

Au total, la croissance de la zone euro gagnerait en vigueur, quoique modérément, en 2015-2016.

Différence notable par rapport aux années précédentes, les divergences au sein de la zone tendraient à s'estomper. Ainsi, la reprise allemande s'est récemment montrée moins robuste qu'escompté, l'Espagne a confirmé son rebond même s'il se modérerait, l'économie italienne repart et la France accélère peu à peu.

Toutefois, cette tendance pourrait recouvrir une certaine volatilité, tant des taux d'intérêt et de change que des performances de croissance, comme cela a été illustré dernièrement.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
Consommation des ménages	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,5
Investissement total	-3,5	-2,3	1,2	1,8	2,5
Exportations	2,9	2,1	3,7	3,7	4,0
Importations	-0,6	1,3	4,0	4,5	4,1
Contribution des stocks à la croissance	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,7	-0,5	1,0	1,7	1,0
Taux de chômage	11,4	12,0	11,6	10,9	10,5
Taux d'épargne	12,4	12,6	12,8	13,0	12,5
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>

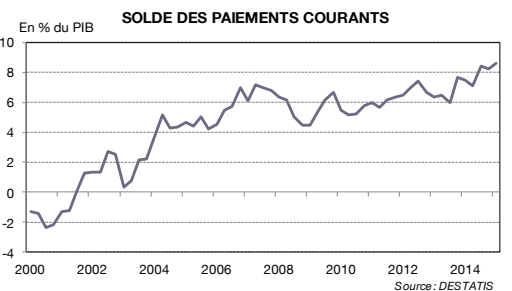
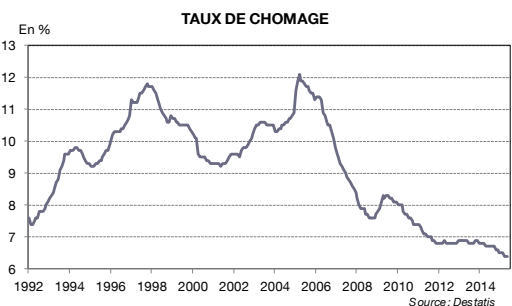
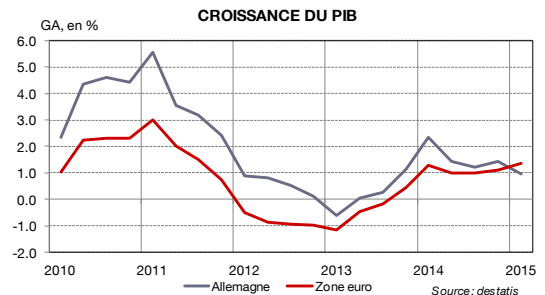
## ALLEMAGNE : LA LOCOMOTIVE S'ESOUFFLE

Après un nouveau coup de froid au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, l'Allemagne n'apparaît plus vraiment comme une locomotive pour la zone euro, les deux ayant maintenant des rythmes de croissance à peu près comparables. Cette tendance se prolongerait en 2015-2016. L'Allemagne continue néanmoins de se démarquer de ses partenaires de la zone euro par son taux de chômage, historiquement bas, et pas ses finances publiques assainies.

L'Allemagne se démarque nettement de ses partenaires de la zone euro par son marché du travail, avec un taux de chômage à un plus bas historique et des finances publiques assainies, avec un budget à l'équilibre et une dette en repli depuis plusieurs années. En revanche, elle ne se démarque plus en termes de dynamisme, ou plutôt de manque de dynamisme, de sa croissance. Ainsi, au 1<sup>er</sup> trimestre 2015, le glissement annuel du PIB allemand est passé sous la barre des 1 % alors même que la zone euro passait enfin au-dessus de cette barre. L'Allemagne n'apparaît donc plus comme une locomotive pour la zone euro.

Le repli de l'inflation en 2015 dans le sillage des prix du pétrole soutiendrait nettement le pouvoir d'achat des ménages, et le taux de chômage historiquement faible inciterait ces derniers à consommer ce surcroît de pouvoir d'achat. Toutefois, ils lisseraient quelque peu leur consommation entre 2015 et 2016 via un surcroît ponctuel d'épargne. En outre, sur les derniers trimestres, le rebond de la demande intérieure s'est accompagné d'un net regain de dynamisme des importations, qui est venu freiner la croissance. A l'inverse, en dépit de la baisse de l'euro, les exportations allemandes ont semblé pâtir du ralentissement dans les économies émergentes.

Toujours soutenu par des conditions de financement extrêmement accommodantes et la bonne santé financière des entreprises, l'investissement poursuivrait son rebond mais sans parvenir à accélérer, pénalisé par les incertitudes qui entourent les perspectives de demande. Cette incertitude est notamment illustrée par les derniers trimestres où tant les exportations que l'investissement ont connu des évolutions heurtées.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
Consommation des ménages	0,6	0,9	1,2	2,2	1,9
Investissement biens d'équipement	-2,3	-2,1	4,2	2,7	3,1
Investissement construction	1,6	0,1	3,4	1,9	2,4
Exportations	3,5	1,7	3,7	4,1	4,1
Importations	0,4	3,2	3,4	5,0	4,7
Contribution des stocks à la croissance	-1,4	0,2	-0,2	-0,3	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,0	0,2	1,5	1,8	1,4
Taux de chômage	6,8	6,9	6,7	6,4	6,1
Taux d'épargne	9,4	9,1	9,4	9,0	8,5
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>

## FRANCE : DU MIEUX MAIS...

Après près de quatre années de quasi stagnation, l'année 2015 a commencé sur une note positive avec un net rebond de la croissance. Néanmoins, cette bonne performance apparaît fragile : elle repose notamment sur une forte consommation en énergie et sur un mouvement de restockage. Sur 2015 et 2016, l'accélération resterait limitée, avec une croissance de l'ordre de 1 % en 2015 et de 1.5% l'année suivante.

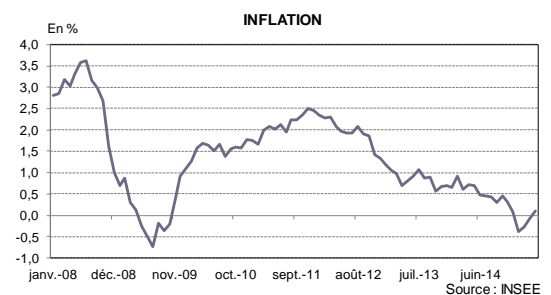
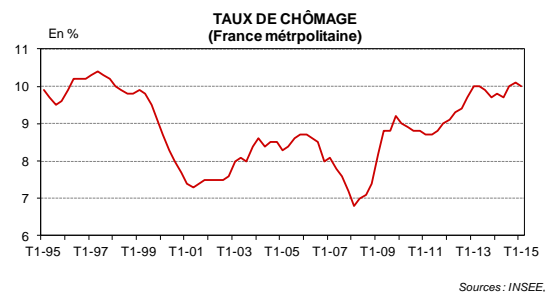
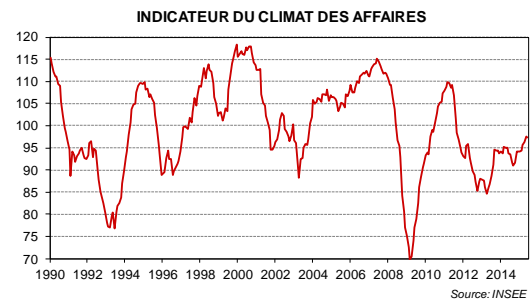
Avec une croissance de 0,6 % T/T, un rythme qu'elle n'avait plus connu depuis près de deux ans, l'activité en France a positivement surpris au 1<sup>er</sup> trimestre 2015. Cependant, la croissance apparaît moins robuste que ne pourrait le laisser penser ce bon chiffre. En effet, elle a notamment reposé début 2015 sur un mouvement de restockage et une consommation soutenue des ménages en énergie. En revanche, les exportations ont ralenti, l'investissement des entreprises a quasiment fait du sur-place pour le 5<sup>ème</sup> trimestre consécutif et celui des ménages a poursuivi la chute amorcée il y a maintenant quatre ans.

Pour la suite, l'indice INSEE du climat des affaires s'est sensiblement amélioré mais il reste installé sous sa moyenne de longue période, confortant le scénario d'une amélioration de la conjoncture française qui resterait modeste.

La persistance d'un chômage élevé continuerait de freiner la demande des ménages. Leur consommation serait toutefois soutenue par le gain de pouvoir d'achat permis notamment par le repli des prix du pétrole mais leur investissement ne se stabiliserait que très graduellement à l'horizon de 2016.

L'investissement des entreprises redécollerait enfin, soutenu par l'amélioration des perspectives de demande et des conditions de financement extrêmement favorables. Mais ce redémarrage resterait progressif du fait d'un taux de marge qui reste très dégradé en dépit des premiers effets de la mise en œuvre du CICE.

Au total, l'activité accélérerait lentement, pour atteindre environ 1 % en 2015, et 1,5 % 2016.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
Consommation des ménages	-0,2	0,5	0,6	1,6	1,5
Investissement des entreprises	-0,1	0,8	2,0	1,1	3,3
Investissement des ménages	-2,1	-1,5	-5,3	-4,2	1,5
Exportations	2,6	1,8	2,4	4,8	4,2
Importations	0,8	1,8	3,9	6,1	4,0
Contribution des stocks à la croissance	-0,6	0,2	0,2	0,4	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,9	-0,1	1,1	1,6	1,1
Taux de chômage (France métropolitaine)	9,4	9,9	9,9	10,0	9,7
Taux d'épargne	15,1	14,7	15,1	15,0	14,7
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,8</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,2</b>

## ITALIE : DES SIGNAUX CONTRASTÉS

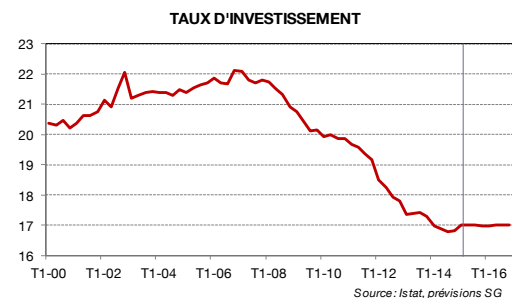
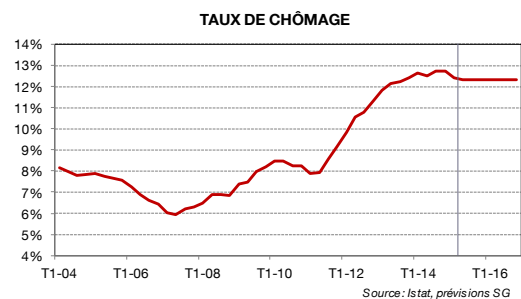
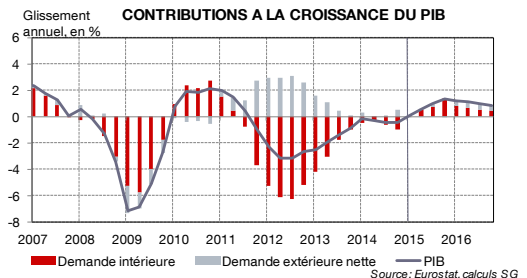
Les résultats du premier trimestre ont confirmé le retour à la croissance de l'économie italienne après trois années de récession. Mais la situation sur le marché du travail reste fragile et les signaux de reprise sont contrastés. La croissance ne dépasserait pas 1% en 2015 et 2016, ce qui serait insuffisant pour faire baisser la dette publique et résorber le chômage.

L'Italie a engrangé sa meilleure performance trimestrielle depuis 2011, avec 0,3% de croissance au premier trimestre 2015. La reconstitution des stocks après un fort déstockage fin 2014 est la principale cause de ce rebond, tandis que la contribution extérieure a été négative. Si les indicateurs de confiance, tant des consommateurs que des chefs d'entreprise, sont bien orientés, la reprise tarde à prendre de la vigueur.

Les ventes au détail stagnent à leur plus bas niveau depuis 2002, la production industrielle est encore inférieure de 25% à son niveau d'avant crise et le taux d'investissement est au plus bas. Les performances récentes à l'exportation sont décevantes, l'Italie souffrant d'une compétitivité entamée par des hausses de salaires supérieure à la productivité depuis plusieurs années. La dépréciation de l'euro devrait cependant redonner un peu d'air aux PME exportatrices.

Du côté des bonnes nouvelles, le taux de chômage a amorcé sa décrue, revenant à 12,4% en avril après un pic à 13% en novembre. Des créations d'emploi en légère hausse, des salaires réels retrouvant une croissance positive et des mesures fiscales en faveur des ménages soutiendraient le pouvoir d'achat en 2015.

L'arrêt de la Cour constitutionnelle invalidant le gel temporaire de la revalorisation des retraites n'aura qu'un impact limité sur les finances publiques italiennes (0.13 point de PIB en 2015), car le gouvernement italien ne procédera qu'à une restitution partielle et progressive des pensions. Le déficit budgétaire italien s'est dégradé en 2014 malgré une baisse des charges d'intérêts et ne se résorbera que lentement. Avec une croissance de 0,7% en 2015 et 1% en 2016, nous n'anticipons pas de réduction de la dette publique à l'horizon 2016.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
Consommation des ménages	-4,0	-2,8	0,3	0,5	0,7
Investissement en biens d'équipement	-6,5	-5,4	-1,6	-0,2	2,0
Investissement en construction	-9,5	-7,1	-4,7	-0,6	0,0
Exportations	2,0	0,7	2,4	3,1	3,2
Importations	-8,3	-2,2	1,7	3,2	2,0
Contribution des stocks à la croissance	-1,2	0,3	-0,1	0,0	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-4,4	-0,6	0,3	1,0	0,5
Taux de chômage	10,6	12,1	12,6	12,3	12,3
Taux d'épargne	11,7	13,3	13,3	13,7	13,5
<b>Taux d'inflation</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>



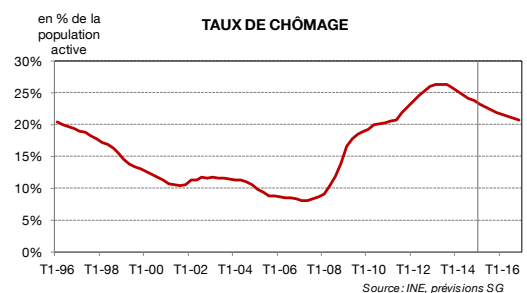
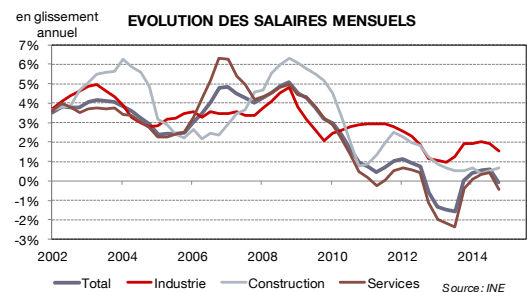
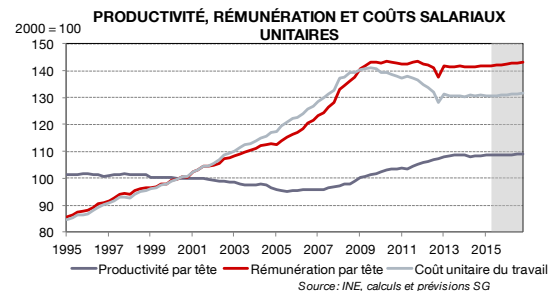
## ESPAGNE : UNE CROISSANCE DÉSÉQUILBRÉE

Le début d'année a été très dynamique en Espagne avec 0,9% de croissance au premier trimestre. La vigueur de l'emploi soutient la consommation des ménages, d'autant que les salaires nominaux se redressent dans un contexte d'inflation quasi-nulle. Mais la productivité stagne depuis deux ans, ce qui inquiète quant au potentiel de croissance de l'économie espagnole.

Le PIB accélère en Espagne depuis un an. La croissance a atteint 2,6% en glissement annuel au premier trimestre 2015, contre une moyenne de 1% en zone euro. La reprise a été initialement tirée par l'investissement en biens d'équipement, qui a progressé de 17% depuis début 2013. Les créations d'emploi ont ensuite permis à la consommation des ménages de prendre le relai, soutenue par des salaires qui ont cessé de se contracter en 2014 et des prix en baisse depuis un an. Enfin, l'activité est repartie dans le secteur de la construction au T2 2014, avec une hausse de l'investissement en construction de près de 5% sur un an.

Mais cette reprise tirée par la demande intérieure ne permet pas un rééquilibrage suffisant de l'économie espagnole, qui exigerait de passer par une phase de désendettement des agents privés et publics et d'excédent courant suffisant pour faire baisser la dette externe. Les exportations de biens et services ont constitué un facteur de soutien, mais leur croissance reste modérée depuis 2011 (3% en moyenne chaque année) et n'a pas permis de dégager une contribution positive du commerce extérieur en 2014 étant donné la forte progression des importations (+6,3% en 2014).

Enfin, si le chômage se résorbe, c'est au détriment de la productivité du travail, en légère baisse depuis mi-2014. La principale inquiétude porte sur les perspectives de croissance à moyen terme, lorsque le chômage aura retrouvé son niveau structurel. Le PIB progresserait néanmoins de 2,6% en 2015 et 1,9% en 2016, grâce à l'investissement et la consommation privée. Le taux de chômage reviendrait en dessous de 21 % fin 2016.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>
Consommation des ménages	-2,9	-2,3	2,4	2,9	1,9
Investissement total	-8,1	-3,8	3,4	5,4	4,4
Exportations	1,2	4,3	4,2	5,0	4,4
Importations	-6,3	-0,5	7,6	5,7	5,3
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-5,1	-1,1	1,5	3,6	1,6
Taux de chômage	24,8	26,1	24,5	22,5	21,1
Taux d'épargne	10,4	10,2	9,5	10,2	9,9
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-10,4</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,9</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>

## ROYAUME-UNI : COUP DE FROID SUR LA CROISSANCE

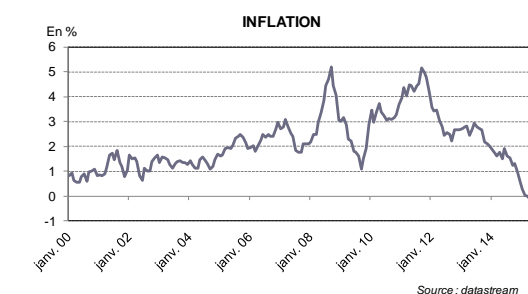
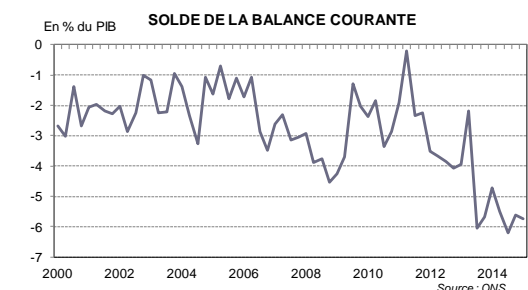
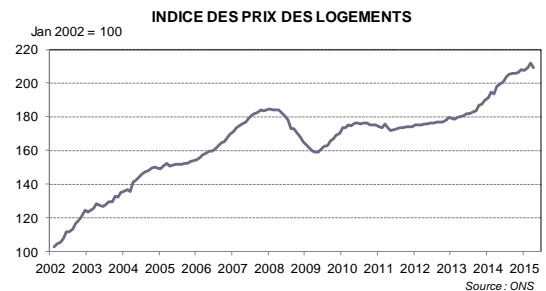
Après une année 2014 dynamique mais où les premiers signes de ralentissement se sont fait jour, la croissance britannique a connu un coup de froid début 2015. Même si l'économie retrouverait quelque vigueur dès le 2<sup>ème</sup> trimestre, cela est annonciateur d'une croissance plus modérée à l'avenir. En outre, la persistance de déséquilibres est porteuse de risques pour l'avenir.

L'économie britannique a été particulièrement dynamique en 2014, affichant une croissance de 2,8 %. Néanmoins, cette performance a caché un ralentissement au fil de l'année, avec une croissance passée de 0,9 % au 1<sup>er</sup> trimestre à 0,6 % au dernier. Et l'économie britannique a connu un véritable coup de froid début 2015, avec une croissance retombée à 0,3 % : la piètre performance du commerce extérieur a plus que compensé le redémarrage de la demande intérieure après un piètre 4<sup>ème</sup> trimestre 2014.

L'accumulation des signes de ralentissement laissent anticiper une croissance moins dynamique à l'avenir. Toutefois, le rebond de l'investissement et une probable correction des échanges extérieurs après un 1<sup>er</sup> trimestre marqué par des importations particulièrement fortes et des exportations nettement en berne, laissent attendre un rebond de la croissance à court terme. Au total, la croissance britannique serait de l'ordre de 2 % en 2015-2016.

Dans ce contexte de ralentissement de l'activité, alors que les prix à la consommation se replient légèrement (-0,1 % en avril 2015), le durcissement de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre n'apparaît plus d'actualité à l'horizon de la prévision.

En outre, les déséquilibres persistants font peser un risque sur la trajectoire à venir de l'économie britannique. Ainsi, la stabilisation de la dette publique n'est pas attendue avant 2017, le déficit courant atteint des niveaux inquiétants, de plus de 5 % du PIB, et le gonflement de la bulle immobilière ne se dément pas, avec des prix des logements qui sont encore en augmentation de près de 10 % sur un an.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Consommation des ménages	1,1	1,7	2,5	2,3	2,0
Investissement des entreprises	4,2	5,3	7,5	3,3	3,0
Investissement construction	-3,1	6,2	9,0	4,0	4,8
Exportations	0,7	1,5	0,6	4,4	3,3
Importations	3,1	1,4	2,2	5,2	3,2
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,6	0,1	0,6	3,5	1,8
Taux de chômage (BIT)	8,0	7,5	6,1	5,8	5,8
Taux d'épargne	8,0	6,4	6,0	6,3	5,9
<b>Taux d'inflation (IPCH)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-8,3</b>	<b>-5,7</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,6</b>	<b>-5,4</b>

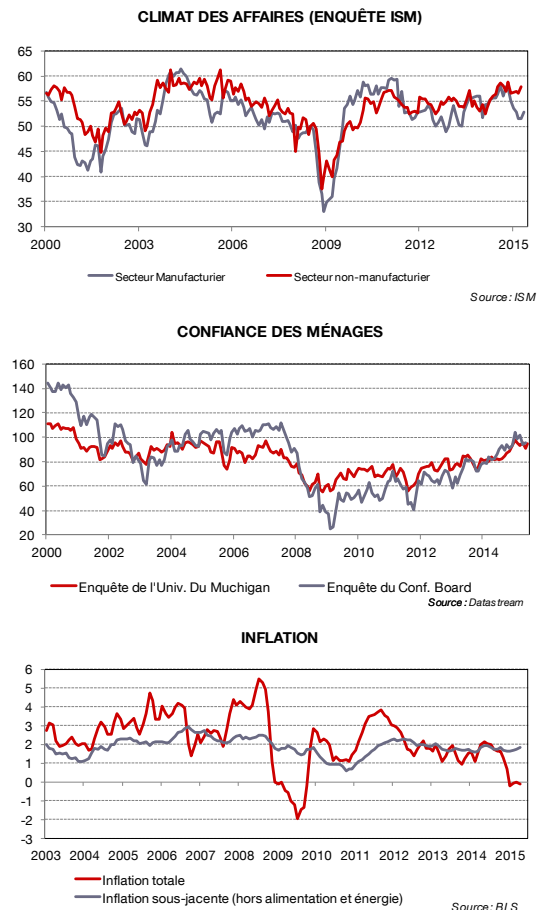
## ÉTATS-UNIS : TROU D'AIR PASSAGER ?

Au-delà des fortes fluctuations d'un trimestre à l'autre, la tendance sous-jacente de la croissance américaine reste cependant entre 2% et 2,5% en rythme annuel. Nous continuons néanmoins de prévoir une accélération de la croissance au cours des trimestres à venir, mais les risques baissiers attachés à cette prévision ont augmenté. Dans ce contexte, la Réserve fédérale ne commencerait à relever son taux directeur au S2.15 que si les données sur l'activité, les prix et les salaires montraient d'ici là de clairs signes d'amélioration.

Le PIB s'est contracté de -0,7% T/T en rythme annualisé au T1.2015. Des facteurs techniques et de nature temporaire (persistance d'effets saisonniers, climats et grèves) expliquent une bonne part de cette contraction. Mais des incertitudes persistent quant à un ralentissement plus durable, d'autant que l'appréciation du dollar va faire sentir ses effets restrictifs au cours des prochains trimestres. D'ailleurs les indicateurs avancés pour le T2 restent pour l'instant mitigés.

Une part des incertitudes provient du comportement des consommateurs. Au T1, la consommation a ralenti en dépit des gains de pouvoir d'achat générés par la baisse des prix de l'énergie. Nous prévoyons que ce surplus d'épargne sera dépensé au cours des trimestres suivants, mais les indicateurs de confiance des ménages ne montrent pas d'amélioration notable.

Un autre point d'incertitude porte sur le diagnostic du marché du travail. Le taux de chômage poursuit sa baisse et les créations d'emplois sont récemment apparues plus dynamiques que ne le laisserait attendre l'évolution de l'activité. Toutefois, il n'y a pas encore de signe de nette accélération des salaires. Dans ce contexte, la Fed ne commencerait à remonter son taux directeur au S2.2015 que si d'ici là les données économiques montraient des signes tangibles d'amélioration.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>
Consommation des ménages	1,8	2,4	2,5	3,2	2,9
Investissement hors logements	7,2	3,0	6,3	4,4	6,4
Investissement en logements	13,5	11,9	1,6	5,3	4,9
Exportations	3,3	3,0	3,2	1,2	4,3
Importations	2,3	1,1	4,0	6,1	4,7
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	3,0	-0,2	2,5	4,1	2,9
Taux de chômage (BIT)	8,1	7,4	6,2	5,3	4,9
Taux d'épargne	7,2	4,9	4,9	5,6	5,7
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,7</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-9,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,3</b>

## JAPON : ÉPHÉMÈRE INFLATION

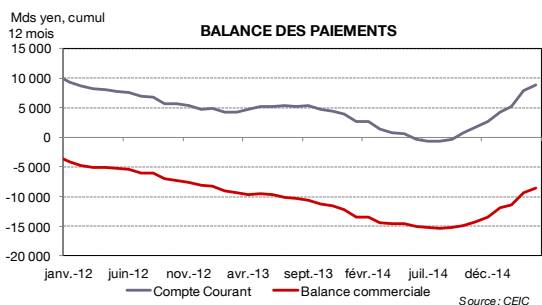
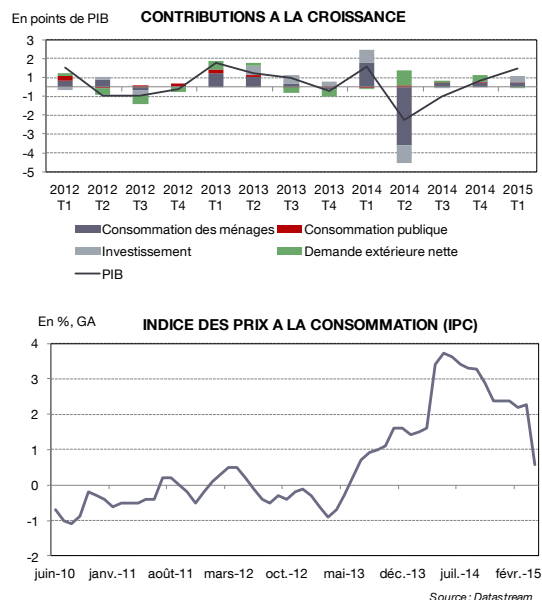
**L'activité économique croîtrait modérément de 0,9 % en 2015 et de 1,3 % en 2016. L'inflation resterait faible autour de 1% conduisant la Banque du Japon (BoJ) à repousser d'avril 2016 à avril 2017 son objectif de retour à un taux d'inflation de 2%.**

La sortie de la récession se confirme au T1-15 avec une forte accélération du PIB de 1% T/T (2,5% en GA), soutenue par un rebond de l'investissement productif. Toutefois, les évolutions des salaires et des exportations (en volume), qui étaient encourageantes au début de l'année, sont devenues défavorables. Dans ce contexte, la croissance économique resterait modérée à 0,9 % en 2015 et à 1,3 % en 2016.

L'inflation a fortement baissé à 0,6% en GA en avril 2015, reflétant la sortie du glissement annuel de la hausse de la TVA l'an dernier. Par ailleurs, la faiblesse de l'activité économique et la modération des prix de l'énergie limiteraient la hausse des prix à 1% en moyenne au cours de deux prochaines années. Par conséquent, la BoJ a repoussé d'avril 2016 à avril 2017 son objectif d'inflation de 2 %. Toutefois, cette cible reste encore difficilement atteignable, même à cet horizon plus éloigné.

La faible croissance du PIB nominal pose certains risques sur la soutenabilité de la dette publique (226% du PIB). Si des mesures fiscales suffisamment crédibles pour compenser le report à avril 2017 de la seconde hausse de la TVA n'étaient pas annoncées en juillet 2015 dans la stratégie budgétaire alors la confiance des investisseurs pourrait être entachée.

La réduction des importations d'énergie (liée à la baisse des prix) a permis une nette amélioration de l'excédent du compte courant, qui atteindrait 3% du PIB en moyenne sur les deux prochaines années (contre 0,5% en 2014). Quatre ans après Fukushima, les autorités locales et de régulation japonaises ont autorisé seulement en mai le redémarrage de deux réacteurs nucléaires (sur un total potentiel de 43). La dépendance du Japon vis-à-vis des importations d'énergie n'est donc pas prête de diminuer rapidement.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Consommation des ménages	2,3	2,1	-1,3	0,3	1,5
Investissement biens d'équipement	3,6	0,6	3,6	1,2	1,8
Investissement construction	3,2	8,7	-4,9	-2,5	3,8
Exportations	-0,2	1,1	8,4	7,4	5,8
Importations	5,3	3,0	7,4	4,7	4,5
Contribution des stocks à la croissance	0,2	-0,4	0,1	0,3	0,0
<b>Ménages</b>					
Pouvoir d'achat du revenu disponible net	0,8	1,1	0,3	1,7	1,6
Taux de chômage	4,3	4,0	3,6	3,4	3,3
Taux d'épargne	1,1	0,1	1,8	3,2	3,3
<b>Taux d'inflation (IPC)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-8,7</b>	<b>-8,5</b>	<b>-7,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>-5,8</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>

## CHINE : LA RELANCE COMMENCE A PRODUIRE SES EFFETS

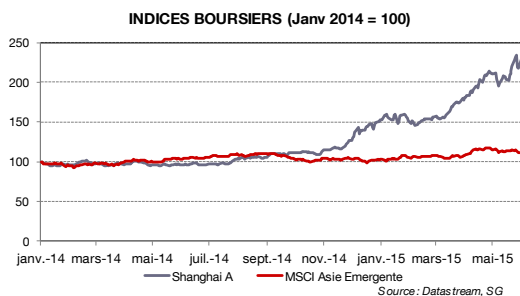
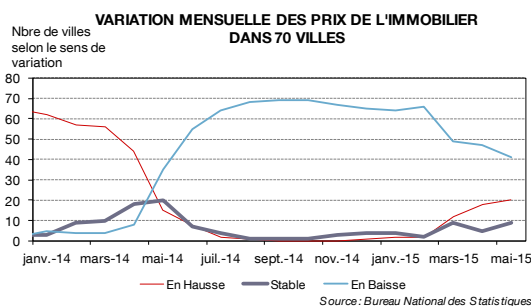
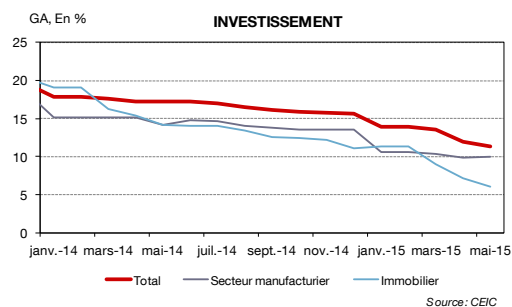
**La croissance du PIB réel devrait progressivement ralentir à 6,8 % en 2015 et à 6,6 % en 2016. Les politiques de relance mises en place depuis la fin 2014 commencent à avoir un impact positif. Elles devraient permettre aux autorités d'atteindre la « nouvelle norme » d'une croissance moins élevée et de meilleure qualité.**

L'économie continue de ralentir : les exportations se contractent depuis mars, les sources de financement de l'économie (crédit bancaire et non-bancaire) ont diminué de 21 % sur les quatre premiers mois de l'année 2015 (par rapport à la même période l'an dernier, les ventes de détail et l'investissement ont encore décéléré en avril. Seule tendance favorable, le rebond des prix de l'immobilier. Plusieurs villes ont enregistré une hausse en glissement mensuel du fait de l'assouplissement des mesures prudentielles.

La faiblesse de l'inflation (1,5 % en GA en avril) a permis à la Banque Populaire de Chine (PBoC) d'assouplir sa politique monétaire en mai en abaissant les taux des dépôts et des prêts à un an de 25 pb, à 2,25 % et 5,1 % respectivement. La PBoC a pris de nouvelles mesures pour libéraliser les taux d'intérêt aux dépôts et a mis en place un système de garantie des dépôts. Le taux interbancaire au jour le jour est retombé à 1 % début juin (contre 3,5 % il y a 3 mois), suggérant que l'assouplissement monétaire initié ces derniers mois commence à porter ses fruits.

Les marchés boursiers chinois évoluent sans véritables liens avec l'économie réelle. Les cours de bourse se sont envolés sous l'effet de taux d'intérêt aux dépôts bas et d'un marché immobilier déprimé. L'augmentation rapide du nombre de petits investisseurs et l'intensification des investissements à effet de levier ont amplifié la volatilité boursière et suscité des inquiétudes concernant le système bancaire (informel) auprès duquel les investisseurs ont emprunté pour acheter des actions.

Dans ce contexte, la croissance économique devrait progressivement baisser à 6,8 % en 2015 et à 6,6% en 2016. La consommation privée devrait rester le principal moteur de croissance. L'investissement privé devrait bénéficier de l'amélioration des conditions de financement et de la reprise du secteur immobilier. Les projets d'infrastructures devraient également soutenir l'investissement public. De nouvelles mesures d'assouplissement, tant budgétaire que monétaire, ne sont pas à exclure en cas d'un ralentissement de l'économie plus fort.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>
Consommation (contrib, en pts de PIB)	4,2	4,1	3,8	3,8	3,8
Investissement (contrib, en pts de PIB)	3,5	3,7	3,6	3,0	2,8
Commerce extérieur (contrib, en pts de PIB)	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Taux d'inflation</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>
<b>Dettes publique (en % du PIB)</b>	<b>37,3</b>	<b>39,4</b>	<b>41,1</b>	<b>43,5</b>	<b>46,2</b>
<b>Dettes externe (en % du PIB)</b>	<b>9,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

## INDE : PRIORITÉ A LA CROISSANCE

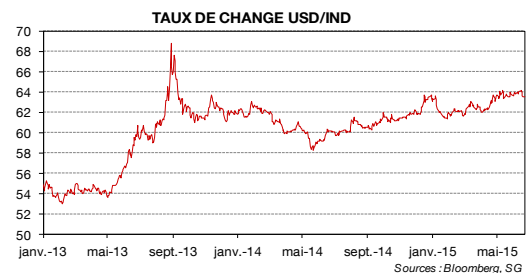
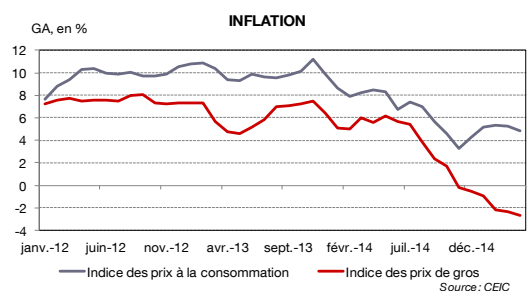
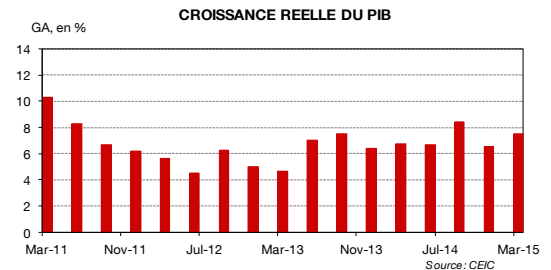
Après deux années consacrées à la réduction des vulnérabilités macro-économiques, la politique monétaire, devenue plus accommodante depuis le début de l'année, devrait soutenir la reprise progressive de l'activité économique.

La progression du PIB réel se poursuit au T1-2015 (7,5% en GA), portant la croissance pour l'année fiscale 2014 (qui s'est terminée le 31 mars 2015) à 7,3% contre 6,9% en 2013. La consommation privée reste le principal moteur de la croissance. L'investissement privé a fortement rebondi, soutenu par des conditions monétaires plus accommodantes et une confiance retrouvée des investisseurs dans les réformes structurelles annoncées en mai 2014. Si des progrès ont été accomplis dans certains domaines (réduction de la corruption, ouverture aux investissements directs étrangers), ils sont encore décevants dans d'autres domaines (recapitalisation des banques publiques, mise en œuvre de la TVA).

La baisse continue de l'inflation (4,9% en GA en avril 2015) notamment grâce au ralentissement des prix alimentaires a conduit la Reserve Bank of India (RBI) à assouplir davantage sa politique monétaire en abaissant son taux directeur de 25 pb à 7,25% en juin 2015, soit une baisse cumulée de 75 pb depuis le début de l'année.

La croissance économique atteindrait 7,5% en 2015. La consommation et l'investissement privés resteraient les principaux relais de croissance. L'investissement public notamment dans les infrastructures (routes et voies ferrées) serait également un soutien à la croissance. Parallèlement, les exportations s'amélioreraient progressivement avec la reprise de la demande mondiale.

Toutefois, la faible mousson de ce début d'année fait peser un risque baissier sur la croissance et haussier sur l'inflation. L'impact négatif sur la consommation de la population rurale qui compte pour 68% de la population totale serait un frein à la reprise économique. La hausse des prix agricoles et des prix mondiaux du pétrole (qui compte pour 32% des importations du pays), combinée à la dépréciation de l'INR (9% contre l'USD depuis un an) pourrait entraîner un regain des tensions inflationnistes.



En %, moyenne annuelle	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>5,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>
Consommation privée	5,5	6,2	6,3	8,0	8,6
Formation Brute de Capital Fixe	-0,3	3,0	4,6	9,1	10,3
Exportations	6,7	7,3	-0,8	8,6	9,5
Importations	6,0	-8,4	-2,1	1,0	1,2
<b>Taux d'inflation</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,1</b>
<b>Dettes publiques (en % du PIB)</b>	<b>67,5</b>	<b>65,5</b>	<b>65,0</b>	<b>64,4</b>	<b>63,3</b>
<b>Dettes externes (en % du PIB)</b>	<b>21,7</b>	<b>23,2</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,6</b>

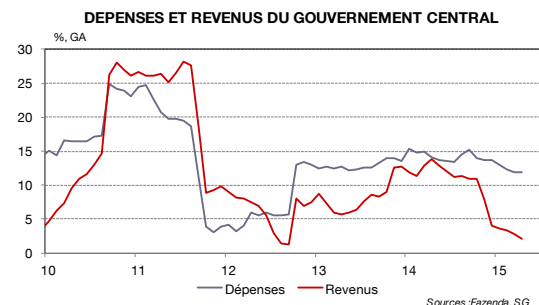
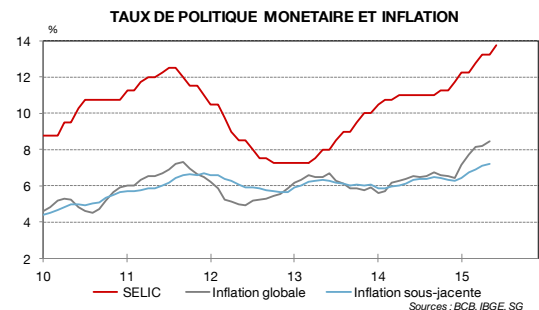
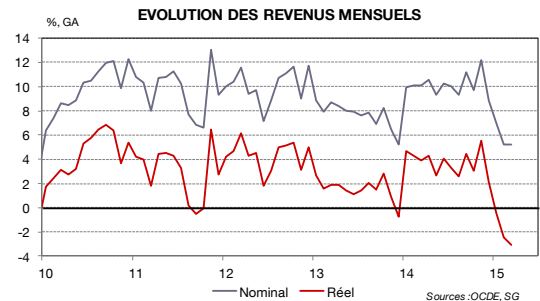
## BRÉSIL : PREMIER SEMESTRE DIFFICILE

**L'activité demeurerait anémique au cours des mois prochains sur fond de contraction générale de la demande interne. Malgré l'ajustement budgétaire et monétaire entamé au début de l'année, l'inflation et le déficit public resteraient élevés.**

La dynamique de croissance reste morose. Le PIB a enregistré une contraction de 1,6% en GA au T1-15 avec notamment un recul de la consommation privée de 1% en GA (son premier recul depuis 2003) et un recul de l'investissement de 7,8% en GA. Le repli de la consommation privée, principal moteur de la croissance du pays, reflète principalement la baisse des revenus réels. Le secteur externe a été le seul facteur de croissance, soutenu par la baisse du BRL et une légère amélioration des termes de l'échange. Ainsi, dans un contexte où la demande domestique resterait atone et l'environnement externe deviendrait moins favorable, l'activité reculerait au cours des mois prochains.

La BCB a continué son cycle de resserrement monétaire en augmentant, pour la cinquième fois consécutive, son taux directeur à 13,75% avec l'objectif de ramener le taux d'inflation à 4,5% fin 2016. Néanmoins, l'inflation, qui a augmenté à 8,4% en GA en mai, ne diminuerait que progressivement en raison de l'ajustement des prix réglementés (14,1% au moi de mai en GA) et des taux d'intérêts subventionnés (8,7% en mai) ainsi que des différentes rigidités nominales présentes dans l'économie.

Les comptes publics du mois d'avril n'ont pas montré un changement de tendance. Le déficit global s'est stabilisé à 7,5% du PIB, avec un déficit primaire de 0,8% du PIB (contre 0,7% au mois précédent). La détérioration progressive du solde primaire illustre principalement le fort ralentissement des revenus publics. En effet, les revenus n'ont augmenté que de 3% en moyenne depuis le début de l'année contre 13% pour l'année précédente. Ainsi, l'objectif annoncé par les autorités d'afficher un excédent primaire de 1,2% du PIB en 2015 ne devrait pas être atteint.



En %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>
Consommation des ménages	3,2	2,6	1,1	-0,8	0,7
Consommation publique	3,3	2,0	2,0	-1,2	0,1
Investissement	-4,0	5,2	-7,0	-5,9	2,2
Exportations	0,5	2,5	-0,8	2,2	3,3
Importations	0,2	8,4	-1,0	-0,8	2,2
<b>Taux d'inflation (IPCA)</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,8</b>

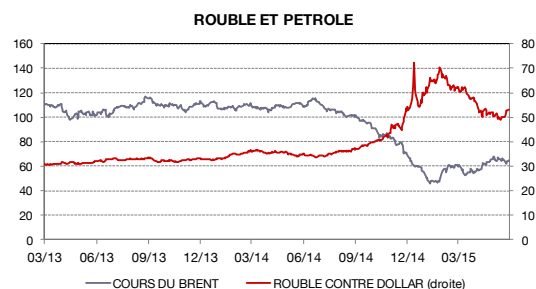
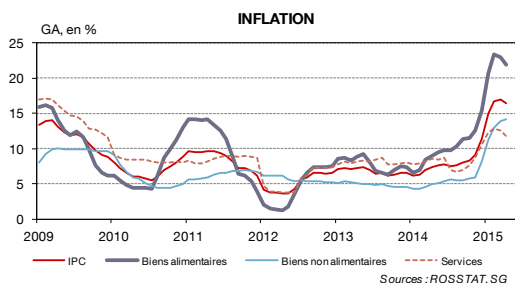
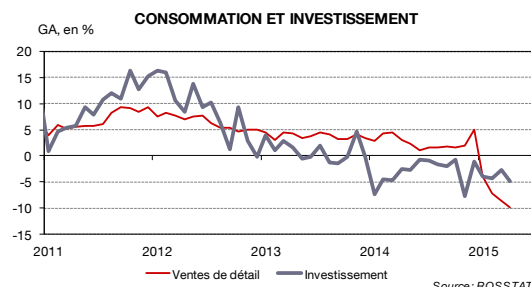
## RUSSIE : LE ROUBLE RESTE UNE VARIABLE CLÉ

L'activité continue de se contracter même si les chiffres du premier trimestre sont moins négatifs qu'attendu. La contraction des salaires réels et l'attentisme des entreprises pèsent sur les performances russes sur les trimestres à venir. Un rouble moins volatil reste l'élément clé pour stabiliser de l'économie.

L'économie russe a mieux résisté qu'attendu sur le premier trimestre de l'année. En effet, la production industrielle, notamment manufacturière se sont bien tenues grâce à la forte dévaluation du rouble qui a encouragé la production locale. Ceci a permis en partie de compenser le choc du à la hausse des taux de la fin 2014. Néanmoins, depuis le mois d'avril, le rouble a connu une forte appréciation de près de 25% contre le dollar situant le taux de change à son niveau de novembre 2014. Cette appréciation résulte du redressement de plus de 30% des prix du pétrole depuis janvier. Par ailleurs, le niveau élevé des taux d'intérêt a attiré des capitaux spéculatifs. Cette forte appréciation, semble avoir pesé sur la production manufacturière qui s'est effondrée au mois d'avril de 7% en GA (contre -1.9% en mars). Sans une dépréciation graduelle du rouble, la contraction de l'activité resterait prononcée dans les trimestres à venir.

Face aux pressions à l'appréciation du rouble, la Banque Centrale de Russie (BCR) intervient à nouveau sur le marché des changes. Ceci va néanmoins à l'encontre de sa politique de ciblage de l'inflation et donc de libre fluctuation du rouble. La BCR resterait donc active afin de maintenir un niveau de taux de change compatible avec une reprise de l'activité domestique. Ceci permettrait de contenir le déficit budgétaire mais pourrait se traduire par un régime d'inflation plus élevé.

L'appréciation du rouble a d'un autre côté permis d'entamer un reflux de l'inflation. En effet, la transmission des fluctuations du change sur les prix est forte en Russie, notamment lorsque le taux de change est très volatile, en raison du niveau de dollarisation de l'économie. Le ralentissement des prix se poursuivrait dans les mois à venir ce qui permettrait à la BCR de continuer sa politique de relâchement monétaire. Ceci ne sera possible que si le rouble se stabilise.



En % et en moyenne annuelle	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,5</b>
Consommation des ménages	6,0	6,8	1,5	-3,5	1,0
Consommation publique	2,5	-0,2	1,0	-1,0	0,5
Investissement total	7,0	6,0	-4,0	-15,0	-5,0
Exportations	1,4	4,2	-0,1	0,0	1,0
Importations	8,8	3,7	-5,0	-10,0	-3,0
<b>Taux d'inflation</b>	<b>8,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>14,0</b>	<b>9,0</b>
<b>Dettes externe (en % du PIB)</b>	<b>31,0</b>	<b>32,0</b>	<b>32,0</b>	<b>40,0</b>	<b>38,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>
<b>Dettes publique (en % du PIB)</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>16,0</b>



## PRÉVISIONS ZONE EURO

### ZONE EURO

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit Intérieur Brut (PIB)</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>
<b>Demande intérieure totale</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
Consommation privée	-1,3	-0,6	1,0	1,7	1,5
Consommation publique	-0,1	0,2	0,6	1,0	0,8
Investissement total	-3,5	-2,3	1,2	1,8	2,5
Contribution des stocks à la croissance	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>
Exportations de biens et services	2,9	2,1	3,7	3,7	4,0
Importations de biens et services	-0,6	1,3	4,0	4,5	4,1
<b>Prix à la consommation</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>
Glissement annuel en fin de période	2,2	0,8	-0,2	0,8	1,4
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>11,4</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,5</b>

(Comptes nationaux corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables CVS-CJO)

### PRODUIT INTÉRIEUR BRUT

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Allemagne	0,6	0,2	1,6	1,6	1,8
Autriche	1,0	0,1	0,4	0,8	1,5
Belgique	0,1	0,3	1,1	1,0	1,3
Chypre	-2,4	-5,4	-2,8	-0,5	1,4
Espagne	-2,1	-1,2	1,4	2,6	1,9
Finlande	-1,4	-1,3	-0,1	0,7	1,3
France	0,2	0,7	0,2	1,0	1,5
Grèce	-6,6	-3,9	0,8	0,5	1,5
Irlande	-0,3	0,2	4,8	3,6	3,5
Italie	-2,8	-1,7	-0,4	0,7	1,0
Luxembourg	-0,1	2,0	3,0	3,1	2,5
Malte	2,5	2,7	3,5	3,6	3,2
Pays-Bas	-1,6	-0,7	0,9	1,7	1,5
Portugal	-4,0	-1,6	0,9	1,6	1,8
Slovaquie	1,6	1,4	2,4	3,0	3,4
Slovénie	-2,6	-1,0	2,6	2,3	2,1

## FRANCE

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit Intérieur Brut (PIB)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Consommation privée	-0,2	0,5	0,6	1,6	1,5
Consommation publique	1,6	1,7	1,5	1,1	0,7
Investissement des entreprises	-0,1	0,8	2,0	1,1	3,3
Investissement logement	-2,1	-1,5	-5,3	-4,2	1,5
Investissement des administrations	1,8	0,2	-6,9	-1,7	0,5
Contribution des stocks à la croissance	-0,6	0,2	0,2	0,4	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
Exportations de biens et services	2,6	1,8	2,4	4,8	4,2
Importations de biens et services	0,8	1,8	3,9	6,1	4,0
<b>Prix à la consommation (IPC)</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
Glissement annuel en fin de période	1,3	0,7	0,1	1,0	1,2
<b>Emploi</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
<b>Taux de chômage (BIT)</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>9,7</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible brut</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>15,1</b>	<b>14,7</b>	<b>15,1</b>	<b>15,0</b>	<b>14,7</b>

## ALLEMAGNE

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit Intérieur Brut (PIB)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>
Consommation privée	0,6	0,9	1,2	2,2	1,9
Consommation publique	1,2	0,7	1,2	1,9	1,5
Investissement en biens d'équipement	-2,3	-2,1	4,2	2,7	3,1
Investissement en construction	1,6	0,1	3,4	1,9	2,4
Investissement des administrations	1,4	1,3	9,0	6,0	6,0
Contribution des stocks à la croissance	-1,4	0,2	-0,2	-0,3	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>
Exportations de biens et services	3,5	1,7	3,7	4,1	4,1
Importations de biens et services	0,4	3,2	3,4	5,0	4,7
<b>Prix à la consommation (IPCH)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>
Glissement annuel en fin de période	2,0	1,2	0,1	1,1	1,6
<b>Emploi</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>6,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,1</b>
<b>Taux de chômage (BIT)</b>	<b>5,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible brut</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>
<b>Taux d'épargne nette</b>	<b>9,4</b>	<b>9,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,0</b>	<b>8,5</b>

## ITALIE

Taux de croissance, rythme annuel en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit Intérieur Brut (PIB)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
Consommation privée	-4,0	-2,8	0,3	0,5	0,7
Consommation publique	-1,2	-0,3	-1,0	0,3	0,0
Investissement en biens d'équipement	-6,5	-5,4	-1,6	-0,2	2,0
Investissement en construction	-9,5	-7,1	-4,7	-0,6	0,0
Investissement total	-9,4	-5,8	-3,2	1,5	1,0
Contribution des stocks à la croissance	-1,2	0,3	-0,1	0,0	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>
Exportations de biens et services	2,0	0,7	2,4	3,1	3,2
Importations de biens et services	-8,3	-2,2	1,7	3,2	2,0
<b>Prix à la consommation (CPI)</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>
Glissement annuel en fin de période	2,6	0,7	0,1	0,3	1,4
<b>Emploi</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>10,6</b>	<b>12,1</b>	<b>12,6</b>	<b>12,3</b>	<b>12,3</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible brut</b>	<b>-4,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>
<b>Taux d'épargne brute</b>	<b>11,7</b>	<b>13,3</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,5</b>

## ESPAGNE

Taux de croissance, rythme annuel en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit Intérieur Brut (PIB)</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>
Consommation privée	-2,9	-2,3	2,4	2,9	1,9
Consommation publique	-3,7	-2,9	0,1	0,7	0,5
Investissement total	-8,1	-3,8	3,4	5,4	4,4
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Exportations de biens et services	1,2	4,3	4,2	5,0	4,4
Importations de biens et services	-6,3	-0,5	7,6	5,7	5,3
<b>Prix à la consommation (CPI)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>
Glissement annuel en fin de période	2,9	0,2	-1,0	0,6	1,0
<b>Emploi</b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>24,8</b>	<b>26,1</b>	<b>24,5</b>	<b>22,5</b>	<b>21,1</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible brut</b>	<b>-5,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>3,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>10,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>

(Comptes nationaux corrigés des variations saisonnières et des jours ouvrables CVS-CJO)

## PRÉVISIONS HORS ZONE EURO

### ÉTATS-UNIS

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Consommation privée	1,8	2,4	2,5	3,2	2,9
Consommation publique	-1,4	-2,0	-0,2	0,3	0,5
Investissement résidentiel	13,5	11,9	1,6	5,3	4,9
Investissement non-résidentiel	7,2	3,0	6,3	4,4	6,4
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>
Exportations de biens et services	3,3	3,0	3,2	1,2	4,3
Importations de biens et services	2,3	1,1	4,0	6,1	4,7
<b>Prix à la consommation (CPI)</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,7</b>
Glissement annuel en fin de période	1,9	1,2	1,4	-0,2	2,0
<b>Emploi</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>8,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>7,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>

### ROYAUME-UNI

Taux de croissance, en %	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
Consommation privée	1,1	1,7	2,5	2,3	2,0
Dépenses publiques	1,5	-1,1	2,2	1,6	1,0
Investissement logement	-3,1	6,2	9,0	4,0	4,8
Investissement des entreprises	4,2	5,3	7,5	3,3	3,0
Investissement fixe total	0,7	3,4	7,8	3,4	2,9
Contribution des stocks à la croissance	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>
Exportations de biens et services	0,7	1,5	0,6	4,4	3,3
Importations de biens et services	3,1	1,4	2,2	5,2	3,2
<b>Prix à la consommation (IPCH)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>1,9</b>
Glissement annuel en fin de période	2,7	2,0	0,5	0,7	2,4
<b>Emploi</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Taux de chômage (BIT)</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>6,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>8,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>

**JAPON**

<i>Taux de croissance, en %</i>	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
<b>Demande intérieure (y.c. stocks)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>
Consommation privée	2,3	2,1	-1,3	0,3	1,5
Dépenses publiques	1,7	2,9	0,9	-0,3	-1,0
Investissement logement	3,2	8,7	-4,9	-2,5	3,8
Investissement en biens d'équipement	3,6	0,6	3,6	1,2	1,8
Contribution des stocks à la croissance	0,2	-0,4	0,1	0,3	0,0
<b>Contribution du commerce extérieur</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
Exportations de biens et services	-0,2	1,1	8,4	7,4	5,8
Importations de biens et services	5,3	3,0	7,4	4,7	4,5
<b>Prix à la consommation (IPC)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>2,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
Glissement annuel en fin de période	-0,1	1,6	2,4	2,3	0,8
<b>Emploi</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible net</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>

**CHINE**

<i>Taux de croissance, en %</i>	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>
Consommation (contrib. pts de PIB)	4,2	4,1	3,8	3,8	3,8
Investissement (contrib. pts de PIB)	3,5	3,7	3,6	3,0	2,8
Commerce extérieur (contrib. pts de PIB)	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Prix à la consommation</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>
<b>Dettes publique (en % du PIB)</b>	<b>37,3</b>	<b>39,4</b>	<b>41,1</b>	<b>43,5</b>	<b>46,2</b>
<b>Dettes externe (en % du PIB)</b>	<b>9,0</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>
<b>Balance courante (en % du PIB)</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>

**INDE**

<i>Taux de croissance, en %</i>	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>5,1</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>
Consommation privée	5,5	6,2	6,3	8,0	8,6
Formation Brute de Capital Fixe	-0,3	3,0	4,6	9,1	10,3
Exportations	6,7	7,3	-0,8	8,6	9,5
Importations	6,0	-8,4	-2,1	1,0	1,2
<b>Prix à la consommation</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,1</b>
<b>Dettes publique (en % du PIB)</b>	<b>67,5</b>	<b>65,5</b>	<b>65,0</b>	<b>64,4</b>	<b>63,3</b>
<b>Dettes externe (en % du PIB)</b>	<b>21,7</b>	<b>23,2</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-4,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,6</b>

(L'année fiscale commence le 1er avril)

**BRÉSIL**

<i>Taux de croissance, en %</i>	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>
Consommation privée	3,2	2,6	1,1	-0,8	0,7
Consommation publique	3,3	2,0	2,0	-1,2	0,1
Formation brute de capital fixe	-4,0	5,2	-7,0	-5,9	2,2
Exportations de biens et services	0,5	2,5	-0,8	2,2	3,3
Importations de biens et services	0,2	8,4	-1,0	-0,8	2,2
<b>Prix à la consommation (IPCA)</b>	<b>5,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>8,5</b>	<b>5,5</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,7</b>	<b>-4,0</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,8</b>

**RUSSIE**

<i>Taux de croissance, en %</i>	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
<b>Produit intérieur brut (PIB)</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,5</b>
Consommation des ménages	6,0	6,8	1,5	-3,5	1,0
Consommation publique	2,5	-0,2	1,0	-1,0	0,5
Investissement total	7,0	6,0	-4,0	-15,0	-5,0
Exportations	1,4	4,2	-0,1	0,0	1,0
Importations	8,8	3,7	-5,0	-10,0	-3,0
<b>Prix à la consommation (CPI)</b>	<b>8,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,5</b>	<b>14,0</b>	<b>9,0</b>
<b>Dettes externe (en % du PIB)</b>	<b>31,0</b>	<b>32,0</b>	<b>32,0</b>	<b>40,0</b>	<b>38,0</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,5</b>
<b>Dettes publique (en % du PIB)</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>16,0</b>



# ÉTUDES ÉCONOMIQUES

## CONTACTS

**Olivier GARNIER**

Chef économiste du Groupe  
+33 1 42 14 88 16  
olivier.garnier@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

Chef économiste Pays Émergents  
+33 1 42 14 41 46  
olivier.de-boysson@socgen.com

**Marie-Hélène DUPRAT**

Conseiller auprès du chef économiste  
+33 1 42 14 16 04  
marie-helene.duprat@socgen.com

**Ariel EMIRIAN**

Macroéconomie et analyse pays / Pays CEI  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**Benoît HEITZ**

Macroéconomie et analyse pays / Europe de l'ouest  
+33 1 58 98 74 26  
benoit.heitz@socgen.com

**Clémentine GALLÈS**

Analyse macrosectorielle / États-Unis  
+33 1 57 29 57 75  
clementine.galles@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe centrale et orientale  
+33 1 42 13 08 29  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Juan-Carlos DIAZ-MENDOZA**

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

**Marc FRISO**

Afrique Subsaharienne  
+33 1 42 14 74 49  
marc.friso@socgen.com

**Régis GALLAND**

Bassin Méditerranéen et Asie Centrale  
+33 1 58 98 72 37  
regis.galland@socgen.com

**Emmanuel PERRAY**

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

**Nikolina NOPHAL BANKOVA**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 42 14 97 04  
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

**Isabelle AIT EL HOCINE**

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

**Valérie TOSCAS**

Assistante  
+33 1 42 13 18 88  
valerie.toscas@socgen.com

**Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD**

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

**Thibaut FAVIER**

Études statistiques et édition  
+33 1 58 98 79 50  
Thibaut.favier@socgen.com

**Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18**  
[www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques](http://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.