N°14 | MARS 2014

SCENARIOECO

Société Générale
Département des études économiques et sectorielles

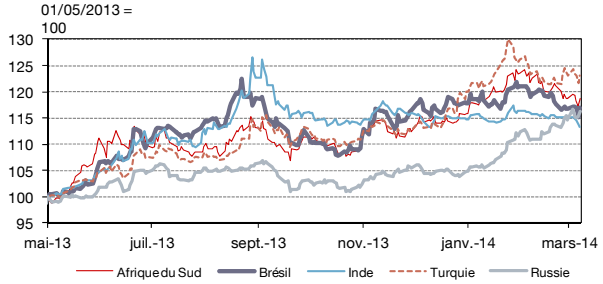
LES PAYS ÉMERGENTS ÉCLIPSENT LA ZONE EURO

Après avoir longtemps occupé le devant de la scène, la zone euro a été récemment éclipsée par les craintes sur les économies émergentes, qui ont provoqué des reflux de capitaux hors des économies émergentes et d'importants mouvements de change. Il apparait de plus en plus clairement que ces économies devraient désormais connaitre des rythmes de croissance plus modérés que par le passé. Pour autant, les problèmes de la zone euro, et des grands pays développés en général, n'ont pas disparu et continueraient à brider leur croissance.

LES PAYS ÉMERGENTS AU CENTRE DE TOUTES LES ATTENTIONS

Alors qu'elles avaient bénéficié jusqu'au début de l'année dernière d'une situation relativement favorable, les économies émergentes sont devenues une source d'inquiétudes. La surabondance de liquidité créée par les politiques monétaires dans les grandes économies développées avait donné lieu à un afflux de capitaux vers les marchés émergents, et la forte croissance chinoise avait contribué à soutenir les prix des matières premières au profit des pays producteurs. L'anticipation d'une sortie de sa politique d'assouplissement quantitatif par la Fed, la montée des craintes sur la croissance et le « shadow banking » en Chine et le retour du risque politique (Turquie, Thaïlande, Argentine, Ukraine) ont changé cette donne depuis le printemps 2013. On a observé un net reflux des capitaux étrangers et d'importantes baisses des taux de change, qui ont particulièrement touché les économies présentant les déséquilibres externes les plus importants.

TAUX DE CHANGE FACE AU DOLLAR



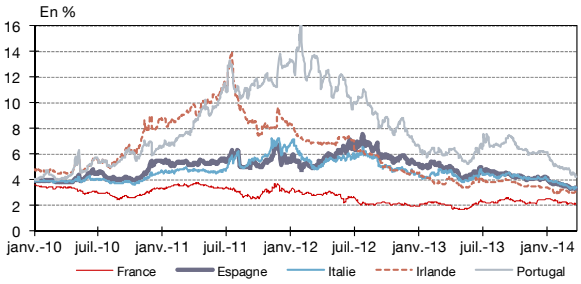
Source : datastream

Il faut toutefois relativiser le risque que constituent ces ajustements. La situation est très différente de celle qui prévalait lors de la crise asiatique : sauf exceptions, les déséquilibres externes sont bien moins prononcés et les pays disposent de réserves de change conséquentes.

LA ZONE EURO EST PASSÉE SOUS LES RADARS

À partir du début de l'année 2010 avec les déboires de la Grèce, la zone euro a eu tendance à monopoliser l'attention. Ainsi, trois de ses membres ont dû être mis sous plan d'aide internationale et l'un d'entre eux a même fait défaut sur sa dette publique, ce qui a constitué une première pour un pays développé depuis la Seconde Guerre mondiale. Et des craintes qu'un grand pays de la zone euro, tels l'Espagne ou l'Italie, n'aie besoin d'appeler à l'aide, s'étaient même faites jour.

EMPRUNTS D'ÉTAT : TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS



Source : Datastream

La situation a drastiquement changé à partir de la mi-2012, et la zone euro ne semble plus inspirer de craintes systémiques. Ainsi, le Portugal et l'Irlande, ont de nouveau accès aux marchés. L'Irlande est sortie de son plan d'aide sans même demander la mise en place d'une ligne de précaution et le Portugal semble vouloir faire de même. Et les taux d'intérêt sur la dette publique des pays périphériques de la zone euro sont maintenant au niveau de ceux de la France fin 2011.

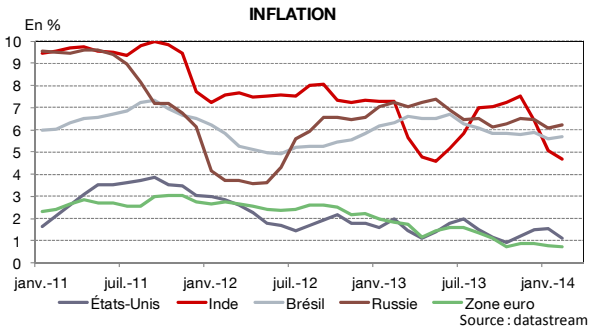
Néanmoins, il convient de rester prudent dans la lecture de ce retour de fortune. Les évolutions récentes sur les marchés émergents sont là pour rappeler que les sentiments de marchés et les flux de capitaux internationaux peuvent se retourner brutalement. Surtout, les causes profondes de la crise restent encore

Achevé de rédigé le 25 mars 2014
Prochaine publication juin 2014

à traiter, rendant certains pays de la zone euro plus particulièrement vulnérables à de tels retournements. En effet, si des pays comme l'Espagne ou l'Irlande ont réduit leurs déficits publics et dégagent maintenant de premiers excédents courants, ils doivent encore faire face des stocks importants de dette publique et d'engagements nets vis-à-vis de l'extérieur.

LE GRAND ÉCART DE L'INFLATION ET DES POLITIQUES MONÉTAIRES

En matière d'inflation les situations sont très contrastées. Ainsi, les pays développés font face à des taux d'inflation très faibles, qui font même craindre un risque de déflation en zone euro. A l'inverse, certains pays émergents, comme le Brésil ou l'Inde, doivent faire face à une inflation élevée, qui est de plus alimentée par le mouvement de dépréciation de leurs taux de change.

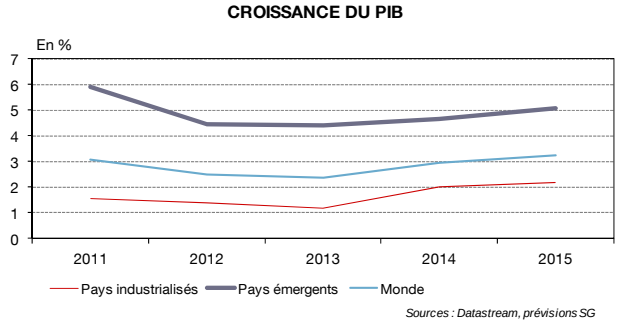


Cela conduit à des orientations de politiques monétaires très contrastées. D'un côté, soit pour lutter contre l'inflation, soit pour limiter la dépréciation de leur monnaie, certains pays émergents durcissent nettement leur politique monétaire. De l'autre, les principaux pays développés maintiennent des politiques monétaires extrêmement accommodantes, même s'ils font face à des problématiques différentes. Pour la Fed, maintenant que l'économie repart et que la situation s'est nettement améliorée sur le marché du travail, l'enjeu est de ralentir l'expansion de son bilan (on ne parle pas encore d'inverser la marche) sans provoquer de remontée brutale des taux d'intérêt. Au Royaume-Uni, il s'agit de ranimer le crédit aux entreprises sans alimenter la bulle immobilière. La BCE doit continuer à soutenir l'activité, lutter contre la fragmentation nationale des marchés du crédit et se tenir prête à écarter tout risque de déflation, avec des marges de manœuvre très réduites. Elle doit aussi réaliser en 2014 une revue approfondie de la qualité des actifs des banques, en vue de la mise en place de la supervision bancaire unique.

L'ACTIVITÉ MONDIALE ENTRE REBOND FAIBLE CHEZ LES ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES…

Si les pays développés sont maintenant sortis de récession, seulement depuis mi-2013 pour certains comme l'Italie, le cycle de croissance actuel est totalement atypique. Ainsi, il peut être qualifié de fausse reprise, tant les rythmes de croissance actuels restent durablement inférieurs à ceux qui prévalaient avant la crise : les économies éprouvent des difficultés à ne serait-ce que retrouver les niveaux d'activité d'avant-crise. Cela se traduit dans de nombreuses économies par des fragilités persistantes des marchés du travail et des entreprises, voire des secteurs bancaires.

Cette situation est appelée à se prolonger. En effet, le nécessaire désendettement global n'a pas encore commencé : dans les pays comme l'Espagne ou les États-Unis où l'endettement privé a véritablement amorcé sa décrue, sa baisse est compensée, voire plus, par la hausse de la dette publique. Cet ajustement pèsera durablement sur la croissance dans les économies développées et freinera donc la reprise.



… ET DYNAMISME AFFAIBLI CHEZ LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Du côté des économies émergentes, les situations sont très variées mais elles ont au moins un point commun : il faut s'attendre à ce qu'elles connaissent des rythmes de croissance plus modérés qu'auparavant.

Ceux désormais baptisés les « 5 fragiles » (Turquie, Inde, Brésil, Afrique du Sud et Indonésie) sont les plus affectés par le mouvement de reflux des capitaux internationaux, du fait qu'ils combinent déficits extérieurs élevés et tensions inflationnistes. Afin de freiner la dépréciation de leurs monnaies, ils sont contraints de relever leurs taux d'intérêt, ce qui va freiner leur demande intérieure auparavant nourrie par une forte croissance du crédit à l'économie.

La Chine et la Russie butent aujourd'hui sur les limites de leurs modèles de croissance. En Chine, la croissance durablement excessive de l'investissement s'est traduite par une rentabilité insuffisante, des excès de capacités, et une montée de l'endettement et des créances douteuses. Le pays doit maintenant réussir le virage vers une croissance plus équilibrée, mais par conséquent plus modérée. Du côté de la Russie, la croissance a quant à elle trop reposé sur les seuls secteurs liés à l'énergie, et la tendance à la stagflation constatée depuis l'an dernier témoigne de l'insuffisance d'investissement dans le reste de l'économie.

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)	Poids dans le PIB mondial 2012 (En %)		PIB - 2012 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat[2]	Taux de change courant	Taux de change courant
PIB en volume (taux de croissance, en %)[1]								
Pays industrialisés	**1,6**	**1,4**	**1,2**	**2,0**	**2,2**	**48,6**	**62,9**	**40 777**
États-Unis	1,8	2,8	1,9	2,7	3,0	20,3	22,5	15 658
Japon	-0,4	1,4	1,5	1,3	1,0	5,9	8,3	5 565
Zone euro	1,8	-0,6	-0,4	1,1	1,4	14,6	18,2	12 247
Allemagne	3,4	0,9	0,5	1,5	1,8	4,0	5,0	3 443
France	2,0	0,0	0,3	0,9	1,2	2,9	3,9	2 619
Italie	0,6	-2,4	-1,8	0,7	1,0	2,4	3,1	2 018
Espagne	0,1	-1,6	-1,2	0,8	1,2	1,8	2,1	1 364
Royaume-Uni	1,1	0,3	1,8	2,2	2,0	3,0	3,4	2 328
Pays émergents	**5,9**	**4,5**	**4,5**	**4,6**	**5,1**	**51,4**	**37,1**	**25 805**
Asie	7,3	5,8	6,1	6,0	6,3	28,0	17,1	12 945
Chine	9,3	7,7	7,7	7,5	7,3	13,6	8,9	6 994
Inde	6,3	3,2	4,3	5,0	6,0	5,6	2,4	1 785
Afrique	4,7	4,2	4,0	4,4	4,7	2,5	1,7	1 236
Amérique Latine	4,3	2,7	2,7	2,6	3,1	8,5	7,2	5 101
Brésil	2,7	1,0	2,3	2,3	2,3	2,9	3,2	2 228
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	5,3	1,5	2,6	2,5	3,3	4,7	3,5	2 469
Russie	4,3	3,4	1,3	0,8	1,5	3,0	2,3	1 644
Proche et Moyen-Orient	3,4	4,3	2,8	4,1	4,6	4,6	3,4	2 410
Monde - Pondération parités de pouvoir d'achat	**3,8**	**3,0**	**2,9**	**3,4**	**3,8**	**100**		
Monde - Pondération taux de change courants	**3,1**	**2,5**	**2,4**	**2,9**	**3,2**		**100**	**66 582**
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	**80**	**112**	**109**	**102**	**97**			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	3,1	2,1	1,5	1,7	2,0			
Japon (IPC national)	-0,3	0,0	0,4	2,6	1,5			
Zone euro	2,7	2,5	1,4	0,9	1,4			
Allemagne (IPCH)	2,1	2,0	1,5	1,3	1,4			
France (IPC)	2,1	2,0	0,9	1,0	1,5			
Italie (IPCH)	2,9	3,3	1,3	0,7	1,5			
Espagne (IPCH)	3,2	2,4	1,4	0,5	0,9			
Royaume-Uni (IPCH)	4,5	2,8	2,6	2,2	2,8			

[1] *Les données annuelles sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrés et peuvent donc différer des statistiques annuelles officielles.*

[2] *Les Parités de Pouvoir d'Achat sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays. Le poids du PIB des différents pays dans le PIB mondial, exprimé en PPA, est basé sur les dernières estimations de la Banque Mondiale.*

	24/03/2014	juin 2014	déc 2014	déc 2015	2013	2014 (p)	2015 (p)
Taux d'intérêt							
États-Unis							
Taux objectif des Fed funds	0,25	0,25	0,25	1,00	0,25	0,25	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	2,7	3,1	3,8	4,3	2,3	3,2	4,1
Japon							
Taux d'intervention	0,07	0,10	0,10	0,10	0,08	0,10	0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,6	0,7	1,0	1,2	0,7	0,8	1,2
Royaume-Uni							
Bank rate	0,50	0,50	0,50	1,00	0,50	0,50	0,70
Emprunts d'État à 10 ans	2,7	3,2	3,8	4,5	2,4	3,2	4,1
Zone euro							
Taux de refinancement	0,25	0,25	0,25	0,25	0,55	0,25	0,25
Emprunts d'État à 10 ans							
Allemagne	1,6	1,8	2,2	2,8	1,6	1,9	2,5
France	2,1	2,4	2,7	3,2	2,2	2,5	3,0
Italie	3,4	3,6	4,0	4,3	4,3	3,7	4,3
Espagne	3,4	3,6	4,0	4,3	4,6	3,7	4,3
Cours de change							
EUR / USD	1,38	1,35	1,35	1,30	1,33	1,36	1,31
EUR / GBP	0,84	0,80	0,80	0,78	0,85	0,81	0,78
EUR / JPY	141	142	142	137	130	142	137
GBP / USD	1,65	1,69	1,69	1,67	1,56	1,68	1,68
USD / JPY	102	105	105	105	98	104	105

Prévisions Économiques 3

Zone euro : Sortie de récession sans reprise 5

Allemagne : Une reprise tortue(use) 6

France : De la stagnation à la croissance atone 7

Italie : Stabilisation 8

Espagne : L'ajustement se poursuit 9

Royaume-Uni : L'immobilier à nouveau au plus haut 10

États-Unis : La Fed bat la mesure 11

Japon : Le ralentissement se confirme 12

Chine : L'ombre d'un doute 13

Inde : La reprise en pente douce 14

Brésil: Croissance atone et inflation élevée 15

Russie : En attendant la relance 16

Matières premières : Offre en hausse, craintes sur les émergents 17

Prévisions zone euro 18

Prévisions hors zone euro 21

ZONE EURO : SORTIE DE RÉCESSION SANS REPRISE

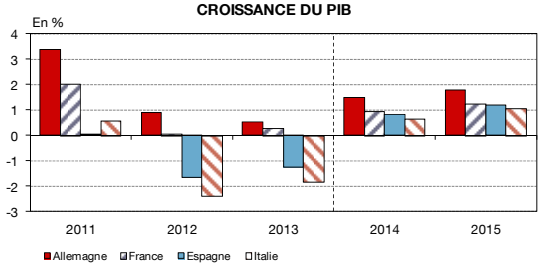
Après deux années de récession, l'activité de la zone euro repartirait à la hausse. Néanmoins, elle ne connaitrait pas de véritable reprise, pénalisée par la poursuite du mouvement global de désendettement. Au total, elle progresserait de 1,1 % en 2014 puis de 1,4 % en 2015, soit tout juste de quoi stabiliser le taux de chômage en fin de période. Dans ce contexte de faiblesse de la demande, l'inflation resterait durablement sous l'objectif de la BCE.

La zone euro a confirmé au T4-13 la molle sortie de récession amorcée au T2-13, après 6 trimestres de contraction ininterrompue de l'activité. Néanmoins, en moyenne sur l'ensemble de l'année, l'activité est restée en baisse, comme en 2012. Parallèlement, les signes de détente sur les marchés financiers sont de plus en plus flagrants : notamment, les taux d'intérêt sur la dette publique des pays périphériques de la zone euro sont revenus à leurs niveaux de la mi-2010.

Cette sortie de récession ne peut toutefois pas être qualifiée de reprise : la croissance reste limitée et la situation sur le marché du travail reste dégradée. Cette tendance se prolongerait sur 2014 et 2015. En effet, le nécessaire ajustement des finances publiques, qui se double dans certains cas d'un besoin de désendettement privé, est toujours autant d'actualité. De plus, dans certains pays, notamment l'Espagne et l'Italie, les conditions de financement des entreprises ne se desserrent que lentement et restent donc restrictives.

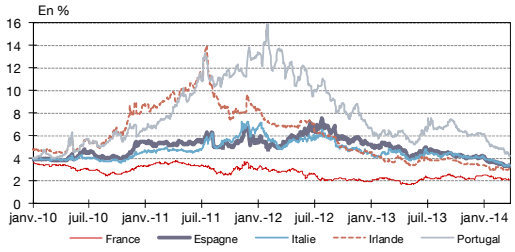
Par conséquent, le rebond de l'activité resterait limité à +1,1 % en 2014 puis +1,4 % en 2015. La hiérarchie des grands pays de la zone dans ce mouvement resterait inchangée, avec l'Allemagne en leader, suivie de la France et de l'Espagne, et enfin de l'Italie. Cette reprise serait tout juste suffisante pour permettre une stabilisation du chômage à un niveau historiquement élevé. Dans ce contexte, l'inflation resterait installée durablement sous la cible de 2 %.

CROISSANCE DU PIB



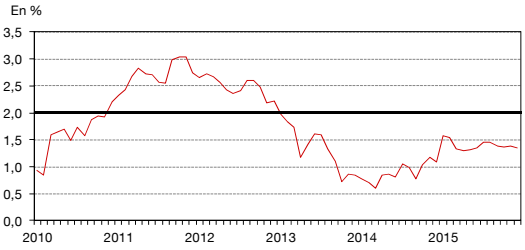
Sources : Datastream, prévisions SG

EMPRUNTS D'ÉTAT : TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS



Source: Datastream

INFLATION EN ZONE EURO



Source : eurostat, prévisions SG

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**1,8**	**-0,6**	**-0,4**	**1,1**	**1,4**
Consommation des ménages	0,4	-1,4	-0,5	0,9	1,2
Investissement total	1,9	-3,9	-2,8	1,9	2,7
Exportations	6,9	2,7	1,3	3,8	4,4
Importations	4,9	-0,8	0,1	3,9	4,5
Contribution des stocks à la croissance	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,3	-1,7	-0,5	0,9	0,8
Taux de chômage	10,2	11,4	12,1	12,0	12,1
Taux d'épargne	13,3	13,0	13,0	13,0	12,7
Taux d'inflation	**2,7**	**2,5**	**1,4**	**0,9**	**1,4**
Solde public (en % du PIB)	**-4,2**	**-3,7**	**-3,2**	**-2,5**	**-1,9**
Solde courant (en % du PIB)	**0,1**	**1,4**	**2,2**	**2,6**	**2,6**

ALLEMAGNE : UNE REPRISE TORTUE(USE)

La croissance s'est établie à 0,5% sur l'année 2013. Malgré un rebond au T4, l'investissement en biens d'équipement est en recul cette année encore. En 2014-2015, l'activité accélérerait progressivement. L'investissement des entreprises poursuivrait sa reprise, poussé par une demande extérieure plus dynamique, alors que les ménages continueraient de bénéficier d'un marché du travail favorable.

Au T4, la demande intérieure a été grevée par le déstockage. Mais la production industrielle pointe vers un renforcement de l'activité et la consommation des ménages devrait repartir selon les enquêtes de conjoncture. En 2014-2015, la demande intérieure resterait le principal moteur de la croissance, la dynamique des importations contrebalançant le raffermissement des exportations.

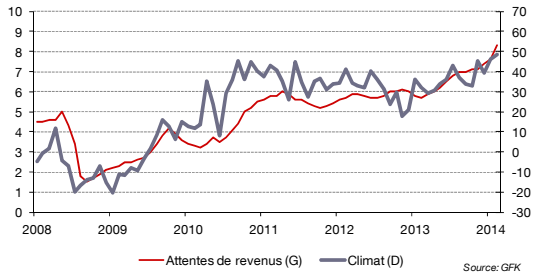
La reprise graduelle de l'activité améliorerait légèrement la situation sur le marché du travail. Les embauches resteraient dynamiques, permettant une poursuite de la hausse des salaires et une réduction du taux de chômage. Combinée à un faible niveau d'inflation, la situation resterait favorable à la consommation privée et à l'investissement immobilier résidentiel.

Le contexte extérieur s'améliore. Sur la fin de l'année 2013, la demande en provenance des partenaires de l'UE montre des signes de reprise, alors que celles en provenance de la Chine et des Etats-Unis se sont redressées. Le rebond des exportations se poursuivrait comme le suggèrent les commandes à l'industrie.

L'investissement en biens d'équipement devrait se renforcer, en ligne avec la remontée du taux d'utilisation des capacités de production. Dans le secteur de la construction, la demande resterait soutenue par l'immobilier résidentiel qui continuerait de bénéficier de conditions financières propices.

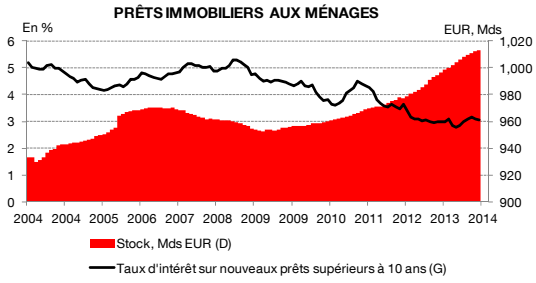
Les finances publiques continueraient de profiter de la bonne tenue de l'économie. Le solde des administrations publiques resterait à l'équilibre pour 2014-2015, la dynamique des recettes fiscales compensant la hausse des dépenses publiques. La baisse du niveau dette publique devrait s'accélérer en 2014-2015.

ENQUÊTE GFK AUPRÈS DES CONSOMMATEURS



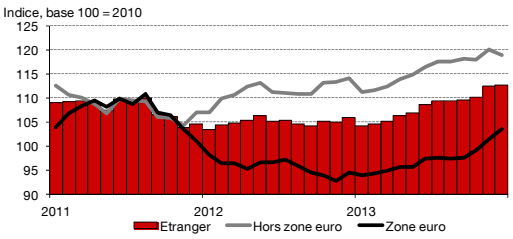
Source: GFK

PRÊTS IMMOBILIERS AUX MÉNAGES



Source : Bundesbank

NOUVELLES COMMANDES AU SECTEUR MANUFACTURIER EN PROVENANCE DE L'ÉTRANGER
(indice de volume, cvs, moyenne à 3 mois)



Source : FSO, SG

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**3,4**	**0,9**	**0,5**	**1,5**	**1,8**
Consommation des ménages	2,3	0,7	1,0	1,3	1,5
Investissement biens d'équipement	6,0	-3,3	-2,2	4,6	4,0
Investissement construction	8,1	-0,5	0,2	4,7	4,0
Exportations	8,1	3,8	1,0	5,1	4,9
Importations	7,5	1,8	1,0	5,0	5,7
Contribution des stocks à la croissance	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	1,8	0,3	0,6	1,3	1,3
Taux de chômage	7,1	6,8	6,9	6,8	6,7
Taux d'épargne	10,4	10,3	9,8	9,7	9,5
Taux d'inflation	**2,1**	**2,0**	**1,5**	**1,3**	**1,4**
Solde public (en % du PIB)	**-0,8**	**0,1**	**-0,1**	**0,2**	**0,9**
Solde courant (en % du PIB)	**6,6**	**7,0**	**8,1**	**7,2**	**7,1**

FRANCE : DE LA STAGNATION À LA CROISSANCE ATONE

Après plus d'une demi-décennie de croissance perdue, la situation des entreprises et celle du marché du travail sont dégradées. L'amélioration ne serait que très progressive, le rythme de croissance peinant à s'affermir, notamment parce que le nécessaire redressement de la situation des administrations publiques et des entreprises continuerait de peser sur l'activité.

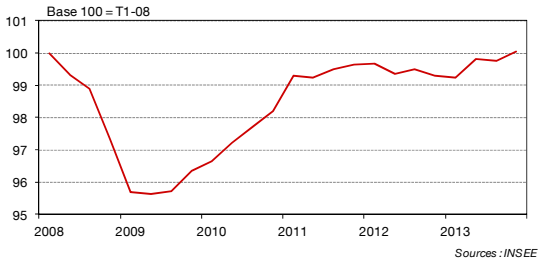
Après le profil heurté des trimestres précédents, l'économie française a légèrement progressé au dernier trimestre 2013 (+0,3 %). L'activité a retrouvé son niveau d'avant crise, concluant ainsi 6 année de croissance perdue. Le poids de plus d'une demi-décennie perdue se fait notamment sentir sur le marché du travail (avec un taux de chômage à près de 10 %) et sur la situation financière des entreprises (le taux de marge atteignant un plus bas depuis le milieu des années 1980).

Si l'activité se redresse, elle ne le fait que lentement avec une tendance sous-jacente qui reste atone L'amélioration progressive de l'environnement mondial, y compris dans le reste de la zone euro, permettraient à l'activité d'accélérer très progressivement en 2014-2015. Mais notre prévision fait l'hypothèse que des mesures d'ajustement budgétaires (d'environ 1 point de PIB) seraient prises en 2015 pour ramener le déficit public vers 3% du PIB ; d'où une croissance qui peinerait à passer nettement au-dessus de 1%.

La situation toujours dégradée sur le marché du travail pèserait sur le revenu des ménages et les inciterait à la prudence. Toutefois, la faiblesse persistante de l'inflation, dans un contexte global d'atonie de la demande, soutiendrait quelque peu leur pouvoir d'achat. Au total, le redémarrage de la consommation resterait progressif et limité. Parallèlement, la situation financière dégradée des entreprises et la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production brideraient le rebond de l'investissement productif.

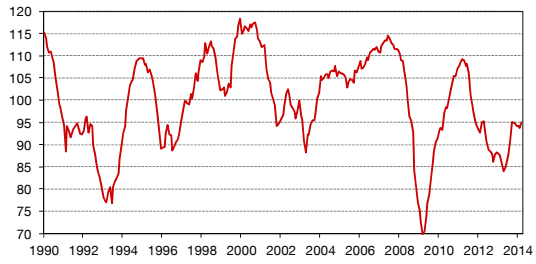
Au total, avec une croissance de 0,9 % en 2014 et de 1,2 % en 2015, la France ne connaitrait toujours pas de véritable reprise. En particulier, le taux de chômage n'entamerait pas de véritable décrue et resterait autour de 10 %.

PIB RÉEL



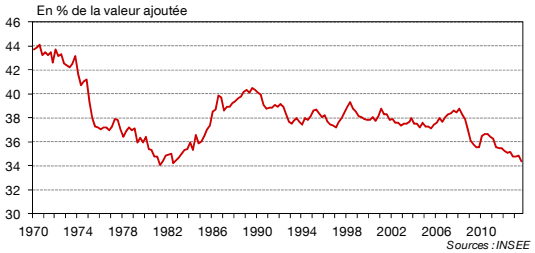
Sources : INSEE

INDICATEUR DU CLIMAT DES AFFAIRES



Source: INSEE

TAUX DE MARGE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES



Sources : INSEE

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**2,0**	**0,0**	**0,3**	**0,9**	**1,2**
Consommation des ménages	0,5	-0,4	0,3	1,0	1,3
Investissement des entreprises	3,1	-1,9	-2,3	1,1	3,3
Investissement des ménages	2,3	-0,4	-3,8	-0,7	1,8
Exportations	5,6	2,5	0,6	3,2	4,1
Importations	5,3	-0,9	0,8	3,3	3,9
Contribution des stocks à la croissance	1,1	-0,8	0,1	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,7	-0,9	0,3	0,7	1,1
Taux de chômage (France métropolitaine)	8,8	9,4	9,9	10,1	10,2
Taux d'épargne	16,1	15,6	15,7	15,4	15,2
Taux d'inflation	**2,1**	**2,0**	**0,9**	**1,0**	**1,5**
Solde public (en % du PIB)	**-5,3**	**-4,8**	**-4,2**	**-3,7**	**-3,0**
Solde courant (en % du PIB)	**-1,8**	**-2,2**	**-1,6**	**-1,6**	**-1,6**

ITALIE : STABILISATION

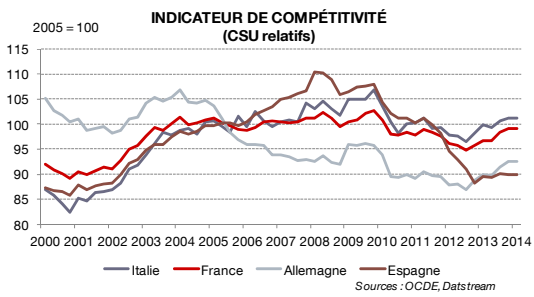
Après une contraction particulièrement prononcée pendant deux ans, l'économie italienne s'est tout juste stabilisée au 2nd semestre 2013. Pénalisée par la situation dégradée sur le marché du travail, une situation compétitive qui se dégrade et des conditions de financement qui ne s'améliorent que progressivement, la croissance peinerait particulièrement à accélérer et resterait en retrait du reste de la zone euro.

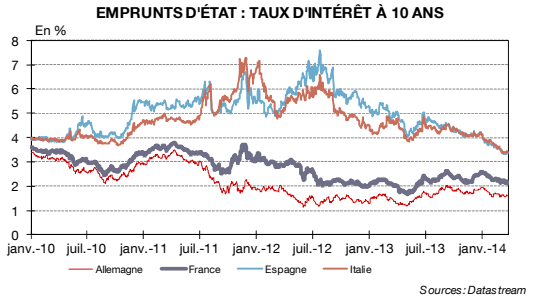
L'économie italienne n'arrive pas à redémarrer, même si elle est sortie de récession. Ainsi, l'activité s'est tout juste stabilisée au second semestre 2013, après deux ans de repli ininterrompu. Cette stabilisation a notamment été permise par le redémarrage des exportations courant 2013, mais également par une amorce de rebond de l'investissement.

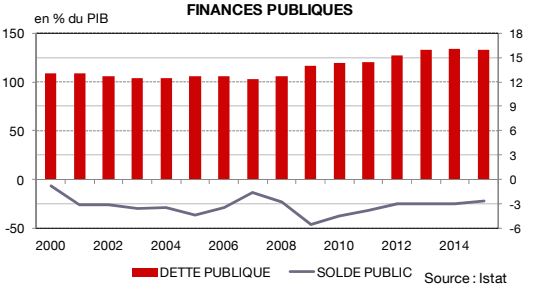
En 2014-2015, l'activité accélèrerait légèrement mais la croissance italienne resterait en retrait de la zone euro, alors même que le repli de l'activité italienne a été particulièrement prononcé depuis 2008 (-9,0 %). En effet, la situation dégradée sur le marché du travail pèserait sur la demande des ménages alors que les conditions de financement, qui ne s'amélioreraient encore que très progressivement, brideraient la demande des entreprises.

En outre, du fait de réformes moins rapides que dans les autres pays de la périphérie, la compétitivité de l'Italie par rapport aux autres pays de la zone euro s'est dégradée, limitant ainsi sa capacité à tirer profit de l'accélération de la demande, pourtant déjà limitée, de ses partenaires commerciaux.

Côté finances publiques, la situation n'a pas connu d'amélioration, avec un déficit stabilisé à 3 % du PIB et une dette toujours en hausse, du fait notamment de la fragilité de la coalition au pouvoir. Le nouveau gouvernement affiche une volonté réformatrice plus prononcée mais il doit s'appuyer sur la même collation fragile que le précédent, ce qui risque de limiter ses marges de manœuvre. En outre, il a annoncé sa volonté d'assouplir la discipline budgétaire pour soutenir l'activité, en baissant certains impôts et en payant les arriérés dus aux entreprises.







En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**0,6**	**-2,4**	**-1,8**	**0,7**	**1,0**
Consommation des ménages	-0,3	-4,0	-2,6	0,5	0,8
Investissement en biens d'équipement	0,6	-9,5	-5,4	0,0	2,8
Investissement en construction	-3,4	-6,2	-6,7	-0,7	2,3
Exportations	6,9	2,0	0,0	3,1	3,9
Importations	1,4	-7,1	-2,9	1,7	3,5
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-0,7	-4,5	-1,4	0,7	0,7
Taux de chômage	8,4	10,7	12,2	12,9	12,8
Taux d'épargne	12,0	11,7	12,8	13,0	12,9
Taux d'inflation	**2,9**	**3,3**	**1,3**	**0,7**	**1,5**
Solde public (en % du PIB)	**-3,8**	**-3,0**	**-3,0**	**-3,0**	**-2,6**
Solde courant (en % du PIB)	**-3,1**	**-0,4**	**1,0**	**2,1**	**2,7**

ESPAGNE : L'AJUSTEMENT SE POURSUIT

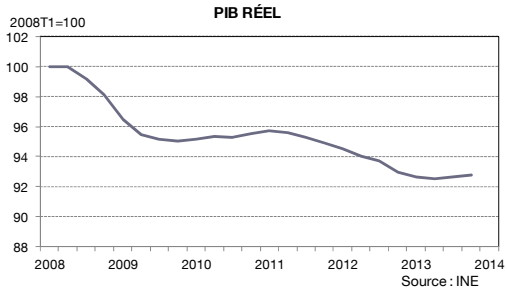
L'économie espagnole est sortie de récession au S2-13, mais sans véritablement connaître de reprise. L'assainissement des finances publiques, des comptes externes et de l'endettement privé est réel, mais beaucoup reste encore à faire pour consolider durablement l'économie et ce mouvement est compliqué par la faiblesse de la croissance et de l'inflation.

L'Espagne a confirmé au T4-13 la sortie de récession amorcée au T3 après 9 trimestres de contraction de l'activité. Mais on ne peut pas encore parler de véritable reprise : l'activité reste nettement inférieure au niveau d'avant-crise (-7,2 %) et la croissance reste très faible. En 2014 et 2015, le PIB n'accélèrerait que très progressivement, freine par le nécessaire désendettement public et privé et la situation toujours très dégradée sur le marché du travail. En outre, les conditions de crédit restent difficiles.

Les efforts d'ajustement commencent à porter leurs fruits. Ainsi, le solde de la balance courante est excédentaire en 2013 pour la première fois depuis 1987, alors qu'il avait atteint un déficit record de 10 % du PIB en 2007. Le déficit public se serait replié à 7,2 % du PIB, contre près de 10 % du PIB les 4 années précédentes. Et le mouvement de désendettement du secteur privé non financier se poursuit : sa dette est ainsi passée de 206 % du PIB à son apogée en 2010 à 176 % du PIB au T3-13.

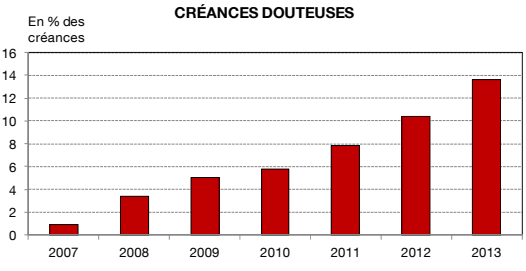
Toutefois, ces ajustements sont compliqués par la faiblesse de la croissance et de l'inflation (attendue à 0,5% en 2014), qui pèsent sur les recettes fiscales, sur la rentabilité des banques, comme en témoigne la poursuite de la hausse du taux de prêts non performants, et globalement sur les revenus de tous les agents économiques. Ainsi, en dépit de l'excédent courant enregistré, la position extérieure nette de l'Espagne en pourcentage du PIB s'est encore dégradée en 2013, du fait notamment de la baisse du PIB nominal. En outre, la hausse de l'endettement public a plus que compensé la baisse de l'endettement privé. De nouvelles mesures d'ajustement seraient nécessaires en 2015 et 2016 pour ramener le déficit public à moins de 3 % du PIB en 2016, ce qui sera compliqué par la tenue des élections générales l'an prochain.

PIB RÉEL



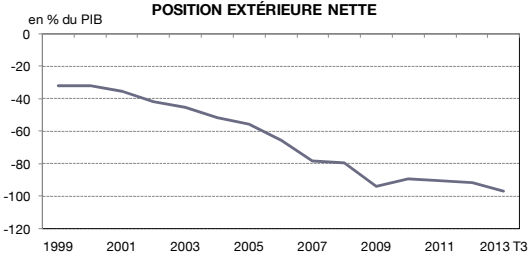
Source : INE

CRÉANCES DOUTEUSES



Source : Banque d'Espagne

POSITION EXTÉRIEURE NETTE



Source : eurostat

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**0,1**	**-1,6**	**-1,2**	**0,8**	**1,2**
Consommation des ménages	-1,2	-2,8	-2,1	0,9	0,9
Investissement total	-5,4	-7,0	-5,1	0,4	0,9
Exportations	7,6	2,1	4,9	5,2	4,1
Importations	-0,1	-5,7	0,4	3,5	2,3
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-2,5	-5,2	-2,0	0,7	0,9
Taux de chômage	21,6	25,0	26,6	27,2	27,3
Taux d'épargne	12,7	10,4	10,6	10,4	10,4
Taux d'inflation	**3,2**	**2,4**	**1,4**	**0,5**	**0,9**
Solde public (en % du PIB)	**-9,6**	**-10,7**	**-7,2**	**-5,5**	**-4,5**
Solde courant (en % du PIB)	**-3,8**	**-1,1**	**0,7**	**2,5**	**3,2**

ROYAUME-UNI : L'IMMOBILIER À NOUVEAU AU PLUS HAUT

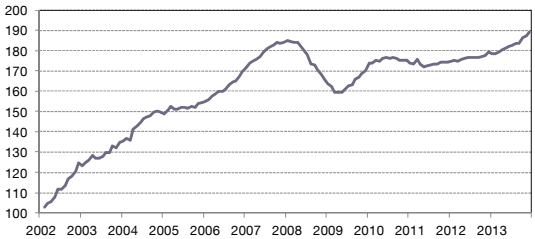
Le Royaume-Uni continuerait en 2014 et 2015 sur la lancée de 2013 mais l'économie britannique peinerait à accélérer. Notamment, la politique très accommodante de la Banque d'Angleterre se transmet davantage au crédit immobilier – au risque de regonfler une nouvelle bulle – qu'au crédit aux entreprises. Néanmoins, le redémarrage observé de l'investissement des entreprises apporte une note d'optimisme.

L'économie britannique a confirmé son rebond tout au long de 2013. Au total, le PIB a progressé de 1,8 % en 2013, soit un rythme proche de celui des États-Unis et nettement supérieur à celui de la zone euro. Néanmoins, l'activité peinerait à accélérer en 2014-2015. En effet, l'ajustement des finances publiques continuerait de peser sur la demande. La consommation des ménages reviendrait plus en ligne avec leur pouvoir d'achat, après la nette baisse du taux d'épargne de 2013. L'investissement des entreprises reste pénalisé par la faiblesse du crédit. Néanmoins, même s'il est encore inférieur de 20 % à ses niveaux d'avant crise, il montre des signes de rebond en glissement annuel en 2013.

Cette reprise présente des déséquilibres. Particulièrement, les prix des logements dépassent maintenant les niveaux atteints en 2008, faisant craindre la formation d'une nouvelle bulle immobilière. Ce rebond de l'immobilier a été soutenu par le crédit aux ménages, alors que le crédit aux entreprises ne cesse de se replier, en dépit de la politique de « quantitative easing » très agressive de la Banque d'Angleterre et de la modification de son mécanisme « Funding for lending » pour le réorienter vers les entreprises.

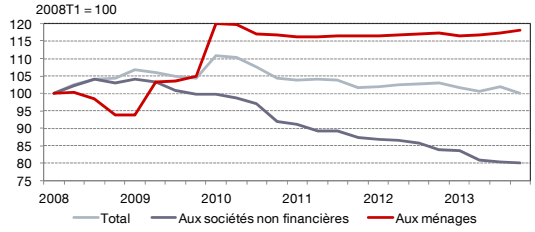
La décrue du chômage, qui a été nettement plus rapide qu'attendu, a conduit la Banque d'Angleterre à revoir sa communication. Une éventuelle remontée de son principal taux directeur n'est ainsi plus conditionnée au retour du taux de chômage sous la barre des 7 %, ce qui aurait pu ouvrir la porte à un durcissement dès les prochains mois. La BoE affiche maintenant son intention de laisser son taux très bas pour une période prolongée, au moins jusque fin 2015, afin de soutenir la reprise.

INDICE DES PRIX DES LOGEMENTS



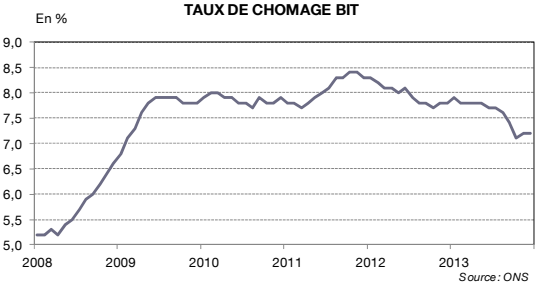
Source : ONS

ENCOURS DE CRÉDIT DES BANQUES AU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE



Source : Bank of England

TAUX DE CHOMAGE BIT



Source : ONS

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**1,1**	**0,3**	**1,8**	**2,2**	**2,0**
Consommation des ménages	-0,4	1,5	2,3	1,6	2,0
Investissement des entreprises	-1,3	3,9	-1,2	5,1	3,8
Investissement construction	0,4	-3,5	4,3	6,6	6,1
Exportations	4,5	1,1	0,8	1,9	3,8
Importations	0,3	3,1	0,4	1,8	3,0
Contribution des stocks à la croissance	0,5	-0,2	0,3	0,3	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	-1,2	2,3	0,8	2,1	1,5
Taux de chômage (BIT)	8,1	8,0	7,5	6,9	6,2
Taux d'épargne	6,7	7,2	5,9	6,1	5,6
Taux d'inflation (IPCH)	**4,5**	**2,8**	**2,6**	**2,2**	**2,8**
Solde public (en % du PIB)	**-7,9**	**-6,2**	**-5,8**	**-5,5**	**-4,6**
Solde courant (en % du PIB)	**-1,5**	**-3,8**	**-3,9**	**-3,7**	**-3,3**

ÉTATS-UNIS : LA FED BAT LA MESURE

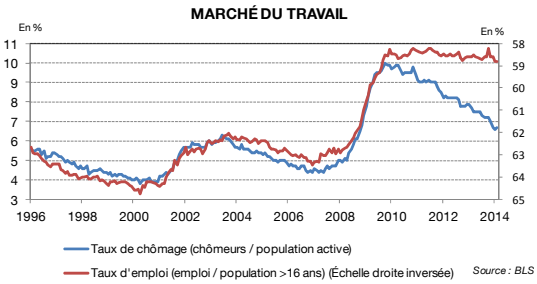
Le coup de froid récent sur la conjoncture ne remettrait pas en cause la reprise de l'activité. L'ajustement budgétaire serait en effet moins pénalisant pour l'activité en 2014 et 2015. La Fed continuerait de diminuer son programme d'achats d'actifs à intervalles réguliers, mais ne relèverait pas son taux directeur avant mi-2015.

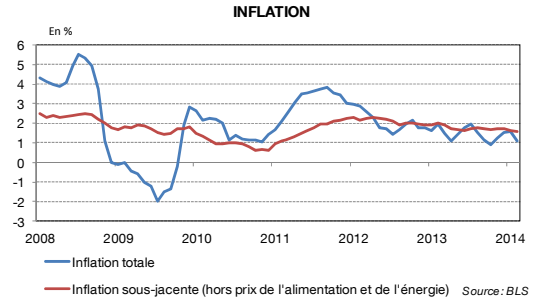
Après s'être nettement renforcée durant la deuxième moitié de 2013, l'activité économique se tasse au T1-14, notamment en raison de conditions climatiques défavorables. Ceci ne remettrait pas en cause les perspectives d'une consolidation de la reprise.

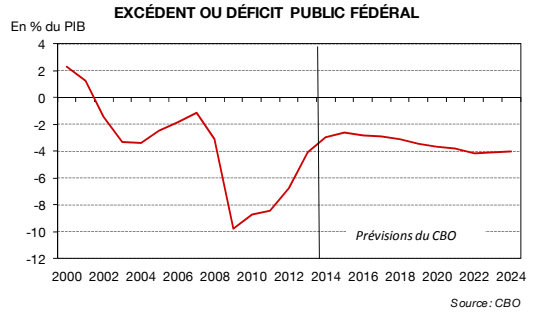
Après avoir baissé de plus de 20 points de PIB depuis 2009, le taux d'endettement des ménages se stabiliserait, alors qu'ils continueraient de bénéficier de la remontée des prix des actifs, notamment des logements. La consommation privée profiterait de cette amélioration mais sa marge de progression serait limitée par la faiblesse persistante du taux d'épargne des ménages. Ces perspectives de demande mieux orientées – dans un contexte de trésorerie des entreprises abondante – favoriseraient une reprise progressive de l'investissement ainsi que de l'emploi.

L'ajustement budgétaire se poursuivrait en 2014 et 2015 mais serait moins pénalisant pour l'activité. Les incertitudes politiques quant aux décisions budgétaires de court terme semblent être résolues, mais des décisions afin de contenir la détérioration du déficit fédéral à plus long terme restent nécessaires.

Côté politique monétaire, J. Yellen resterait dans la lignée de son prédécesseur et poursuivrait la diminution du montant mensuel d'achats de titres. La politique de communication (*forward guidance*) est compliquée par le repli (vers le seuil de 6,5 %) plus rapide qu'attendu du taux de, du fait de la baisse du taux de participation de la main d'œuvre dont on sait mal si elle est conjoncturelle ou structurelle. Mais l'inflation resterait durablement inférieure à 2 %, du fait de la persistance de capacités de production inutilisées. Dans ce contexte, le comité de politique monétaire ne relèverait pas son taux directeur avant mi-2015.







En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**1,8**	**2,8**	**1,9**	**2,7**	**3,0**
Consommation des ménages	2,5	2,2	2,0	2,4	2,7
Investissement hors logements	7,6	7,3	2,8	5,1	6,5
Investissement en logements	0,5	12,9	12,1	5,3	6,1
Exportations	7,1	3,5	2,7	5,2	4,6
Importations	4,9	2,2	1,4	3,2	3,2
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	2,4	2,0	0,7	2,2	2,5
Taux de chômage (BIT)	8,9	8,1	7,4	6,7	6,4
Taux d'épargne	5,7	5,6	4,5	4,3	4,2
Taux d'inflation	**3,1**	**2,1**	**1,5**	**1,7**	**2,0**
Solde public (en % du PIB)	**-10,7**	**-9,3**	**-6,6**	**-4,6**	**-3,9**
Solde courant (en % du PIB)	**-2,9**	**-2,7**	**-2,4**	**-2,4**	**-2,3**

JAPON : LE RALENTISSEMENT SE CONFIRME

L'activité au Japon a été soutenue depuis 2012 par les travaux de reconstruction suite à la catastrophe qui a touché le pays, ainsi que par la politique de relance et l'affaiblissement du yen en 2013. En 2014-2015, l'essoufflement de la reprise, déjà sensible sur le 2nd semestre 2013, se confirmerait : l'impact de la reconstruction faiblirait et la consommation serait pénalisée par les hausses de la fiscalité indirecte.

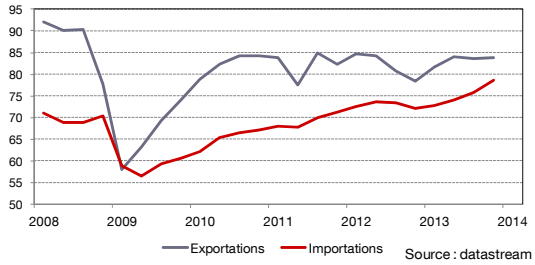
Après un rebond tambours battants au S1-13, avec un rythme supérieur à 4 % par an, l'activité japonaise s'est nettement modérée dès le second semestre : si la demande intérieure a continué de croitre au même rythme, soutenant les importations, la dynamique des exportations s'est enrayée. Cette modération de la croissance se confirmerait en 2014-2015.

En effet, après la phase de soutien budgétaire à l'activité, le gouvernement a annoncé une phase de consolidation fiscale, avec notamment une hausse de la taxe sur la consommation en 2014, suivie d'une deuxième en 2015, qui pèserait sur la consommation en poussant temporairement les prix à la consommation à la hausse. De plus, l'investissement en construction serait amené à ralentir après la phase de reconstruction qui a suivi les catastrophes de 2011.

En revanche, les exportations se reprendraient après le coup de froid du second semestre 2013 : les gains de compétitivité résultant de la dépréciation du Yen, suite notamment à la politique monétaire agressive menée par la Banque du Japon, permettraient aux exportateurs de bénéficier pleinement du rebond progressif du commerce mondial.

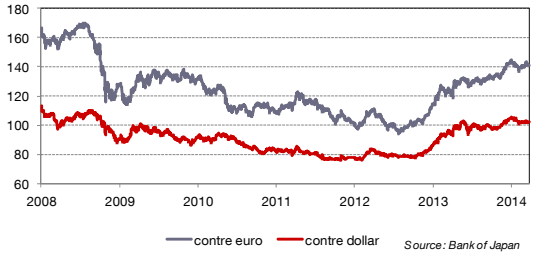
Plus structurellement, le pays fait face à deux défis. Le premier est la lutte contre la déflation. Sur ce front, les dernières statistiques sur les salaires, qui montrent leur absence de dynamisme, n'augurent pas d'un succès rapide. Le second réside dans sa capacité à enrayer la spirale de son endettement public, dans un contexte de croissance du PIB nominal encore faible.

COMMERCE EXTÉRIEUR, EN VOLUME



Source : datastream

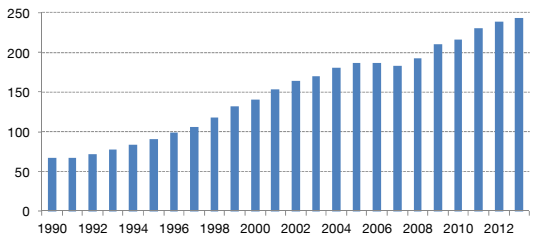
TAUX DE CHANGE DU YEN



Source : Bank of Japan

DETTE PUBLIQUE

En % du PIB



Source : FMI

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**-0,4**	**1,4**	**1,5**	**1,3**	**1,0**
Consommation des ménages	0,3	2,1	1,9	0,9	0,8
Investissement biens d'équipement	4,1	3,6	-1,5	3,4	4,1
Investissement construction	5,1	2,8	8,8	5,7	1,2
Exportations	-0,4	-0,1	1,6	5,8	6,9
Importations	5,9	5,4	3,3	6,4	4,1
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0
Ménages					
Pouvoir d'achat du revenu disponible	0,5	1,1	1,7	0,4	1,1
Taux de chômage	4,6	4,3	4,0	4,0	4,0
Taux d'épargne	2,5	1,6	1,4	1,0	1,2
Taux d'inflation (IPC)	**-0,3**	**0,0**	**0,4**	**2,6**	**1,5**
Solde public (en % du PIB)	**-8,9**	**-9,5**	**-10,0**	**-8,5**	**-6,8**
Solde courant (en % du PIB)	**2,1**	**1,1**	**0,7**	**0,2**	**0,5**

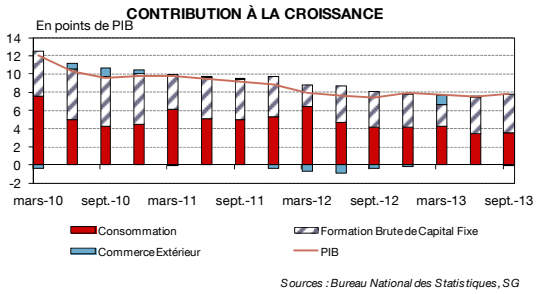
CHINE : L'OMBRE D'UN DOUTE

La croissance du PIB réel baisserait progressivement à 7,5 % et 7,3 % en 2014 et 2015 avec le recul de l'investissement. En outre, la transition vers une croissance plus équilibrée s'accompagne d'un doute sur la santé du secteur bancaire et financier.

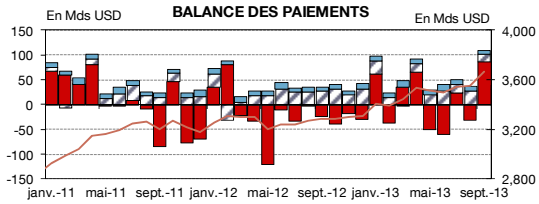
La croissance du PIB pour le dernier trimestre 2013 a atteint 7,7 %. Les chiffres de ventes au détail et l'investissement immobilier sont restés favorablement orientés. On note un début de rééquilibrage de la croissance, la part du secteur des services dans le PIB (46,1 %) étant pour la première fois supérieure à celle du secteur industriel (43,9 %). Les indicateurs d'activité les plus récents suggèrent une poursuite du ralentissement en ce début d'année. Les derniers indicateurs d'achat PMI s'inscrivent en baisse et les exportations se sont contractées sur les deux premiers mois de l'année (-1,6 %). Toutefois ces chiffres ont été pénalisés par les fêtes du nouvel an et par les opérations de surfacturations qui avaient eu lieu en début d'année 2013.

Les craintes de défaillance d'un produit d'épargne commercialisé par la banque ICBC ont illustré en janvier la montée des risques dans ce secteur. La restructuration de ce produit se traduira finalement par des pertes minimes pour les porteurs. Ceci qui peut être interprété comme un début de pédagogie mais semble plutôt refléter la crainte d'une contagion sur ce type de produits d'intermédiation qui se sont développés en marge du système bancaire. Par ailleurs, malgré la croissance du surplus de la balance des capitaux au cours de derniers mois, les tensions sur le marché monétaire sont devenues plus fréquentes. Ceci montre la volonté accrue de la banque centrale de restreindre la liquidité.

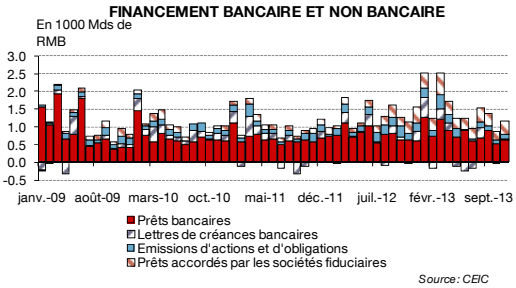
Le risque à court terme est une restriction plus importante que prévue de l'expansion du crédit car l'économie est devenue plus vulnérable : activités risquées du secteur bancaire informel, hausse de la dette des collectivités locales, et fragilisation du bilan des entreprises. Un scénario d'atterrissage brutal est toutefois peu probable car les autorités ont encore la capacité de soutenir l'économie si nécessaire.



Sources : Bureau National des Statistiques, SG



Sources : Bloomberg, calculs SG



Source : CEIC

En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**9,3**	**7,7**	**7,7**	**7,5**	**7,3**
Consommation (contrib, en pts de PIB)	5,3	5,3	4,1	4,0	4,0
Investissement (contrib, en pts de PIB)	4,1	4,6	3,5	3,4	3,3
Commerce extérieur (contrib, en pts de PIB)	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Taux d'inflation	**5,4**	**2,6**	**2,9**	**3,0**	**3,0**
Solde des adm. centrales (en % du PIB)	**-1,3**	**-2,2**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,5**
Dette des adm. centrales (en % du PIB)	**28,7**	**26,1**	**22,9**	**20,9**	**19,3**
Dette externe (en % du PIB)	**9,5**	**9,0**	**8,8**	**8,5**	**8,0**
Solde courant (en % du PIB)	**1,9**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,9**

INDE : LA REPRISE EN PENTE DOUCE

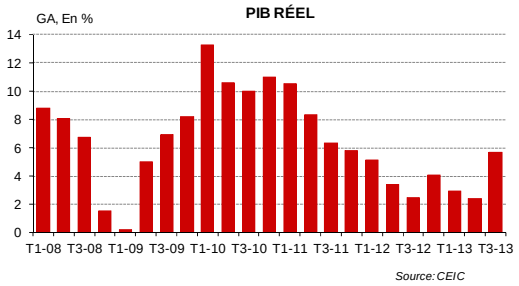
La reprise économique resterait lente et irrégulière au cours des prochains trimestres. La consommation des ménages resterait le principal moteur alors que les exportations, soutenues par la dépréciation de la roupie indienne, se redresseraient progressivement dans le sillage de la croissance mondiale.

La croissance a atteint un point bas en 10 ans à 4,5 % sur l'exercice 2012/13, et ne s'est guère redressée depuis. Elle est ressortie à 4,7 % en GA au T4. L'accélération du secteur des services a été compensée par un ralentissement des secteurs agricole et de l'industrie. Côté demande, l'investissement s'est légèrement contracté (-1,1 % en GA), tandis que la consommation des ménages demeure très molle (+2,5 %). Le commerce extérieur a soutenu la croissance, avec une nette hausse des exportations et une contraction des importations.

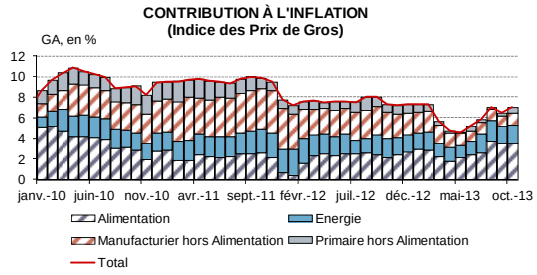
L'inflation élevée va continuer à peser sur la consommation et à limiter la marge de manœuvre de la banque centrale. Elle a légèrement reflué (à 8,8 % en GA en janvier contre 9,9 % en décembre), mais l'inflation sous-jacente résiste et les anticipations d'inflation demeurent élevées. La hausse de l'indice des prix de gros est retombée en janvier en raison d'une production agricole robuste mais l'indice sous-jacent a légèrement augmenté, reflétant la dépréciation de la devise et les pressions salariales.

La persistance de taux d'intérêt élevés briderait la reprise. La banque centrale indienne (RBI) a relevé le taux repo lors de 3 de ses 4 dernières réunions, désormais à 8 %. Le gouvernement a également adopté des mesures d'austérité budgétaire à court terme pour atteindre son objectif de déficit pour l'exercice clos en mars. Après cette inversion du policy mx fin 2013, la roupie a bien résisté aux turbulences qui ont pénalisé les devises des autres pays émergents en janvier. Elle s'est légèrement appréciée face au dollar grâce à la réduction continue du déficit courant.

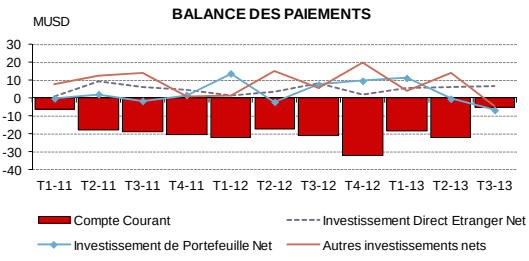
La RBI est intervenue en novembre pour mettre les banques étrangères sur un pied d'égalité avec les banques domestiques. Le nouveau gouverneur veut accentuer la concurrence dans le secteur bancaire, notamment en assouplissant les règles qui les obligent à détenir d'importants volumes d'emprunts d'État.



Source: CEIC



Source : Ministère du Commerce et de l'Industrie



Source : CEIC

En %, moyenne annuelle	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Valeur Ajoutée (au prix de base)	**6,2**	**5,0**	**4,3**	**5,0**	**6,0**
PIB en volume (au prix du marché)	**6,3**	**3,2**	**4,3**	**5,0**	**6,0**
Consommation privée	8,0	4,0	3,8	5,4	6,8
Formation Brute de Capital Fixe	4,4	1,7	4,8	7,2	8,3
Exportations	15,3	3,0	8,3	9,9	11,5
Importations	21,5	6,8	6,7	10,7	12,3
Taux d'inflation	**9,0**	**7,4**	**5,7**	**6,0**	**6,5**
Solde public (en % du PIB)	**-8,1**	**-7,1**	**-7,5**	**-7,0**	**-7,1**
Dette publique (en % du PIB)	**66,4**	**66,7**	**67,0**	**68,0**	**67,7**
Dette externe (en % du PIB)	**18,1**	**20,9**	**21,8**	**20,9**	**20,5**
Solde courant (en % du PIB)	**-4,2**	**-4,8**	**-4,2**	**-3,8**	**-3,5**

BRÉSIL: CROISSANCE ATONE ET INFLATION ÉLEVÉE

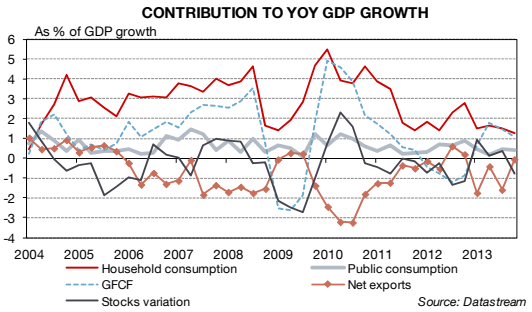
La croissance du Brésil se redresse progressivement après le ralentissement initié depuis la mi-2011, mais la reprise est très lente et l'inflation resterait élevée. Ainsi, malgré la faiblesse de la reprise économique, la BCB continuerait à durcir sa politique monétaire, mais probablement après l'élection d'octobre.

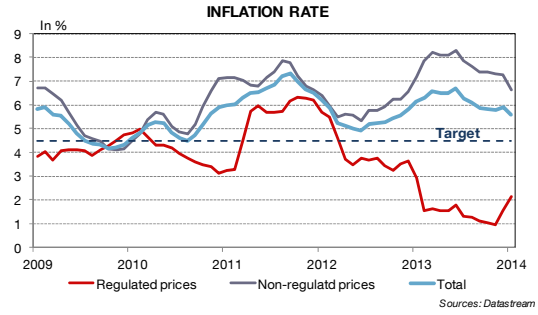
La croissance du PIB a rebondi et atteint +0,5 % au T4-13 grâce au rebond des exportations (+4,1 %), tandis que les importations n'ont guère évolué pour le 3ème trimestre consécutif. La croissance économique resterait cependant atone en 2014 et en 2015 du fait de l'impact du resserrement des politiques monétaire et budgétaire sur la consommation.

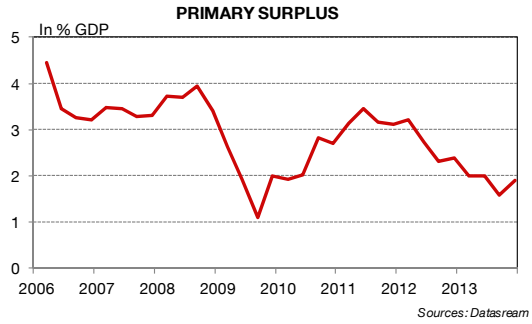
Depuis avril 2013, la BCB a relevé le taux SELIC de 350 pb (à 10,75 %) et continuerait d'ajuster sa politique monétaire. En effet, les prix libres et administrés (notamment ceux de l'essence, des services publics, de l'éthanol, du propane et du gaz naturel) n'ont pas suivi le rythme de l'inflation (mesurée par l'IPC). Ces trois dernières années, les prix administrés ont augmenté de 12 % alors que les prix libres se sont envolés de 22 %. Le gouvernement permettrait d'ajuster ces prix en 2014, ce qui serait le principal déterminant de l'inflation.

La baisse de l'excédent primaire et l'augmentation du service de la dette ont propulsé le déficit budgétaire à plus de 3 % du PIB, niveau le plus élevé depuis 2009. Un durcissement budgétaire est par conséquent probable après l'élection d'octobre 2014.

L'appréciation réelle du réal brésilien jusqu'à la mi-2011 et le rythme d'augmentation plus soutenu que la productivité des salaires ont dissuadé les projets de production locaux. C'est pourquoi la réaction initiale de la BCB (assouplissement de sa politique) face au ralentissement de 2011 n'a pas soutenue la production et l'investissement, entraînant même une détérioration de la balance commerciale. Après s'être longtemps inscrit en hausse, le réal est reparti à la baisse et affiche un repli de plus de 10 % depuis mars 2013. Cette tendance devra se poursuivre pour encourager un modèle de croissance axé davantage sur l'investissement et les exportations et moins sur la consommation.







En %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**2,7**	**1,0**	**2,3**	**2,3**	**2,3**
Consommation des ménages	4,1	3,2	2,3	1,8	2,0
Investissement	4,7	-4,0	6,3	2,8	5,3
Exportations	4,5	0,5	2,5	7,5	6,8
Importations	9,7	0,2	8,4	4,1	7,0
Contribution des stocks à la croissance	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	0,0
Taux d'inflation (IPCA)	**6,6**	**5,4**	**6,2**	**6,1**	**5,6**
Solde public (en % du PIB)	**-2,6**	**-2,5**	**-3,3**	**-3,5**	**-3,1**
Solde courant (en % du PIB)	**-2,1**	**-2,4**	**-3,7**	**-3,3**	**-2,9**

RUSSIE : EN ATTENDANT LA RELANCE

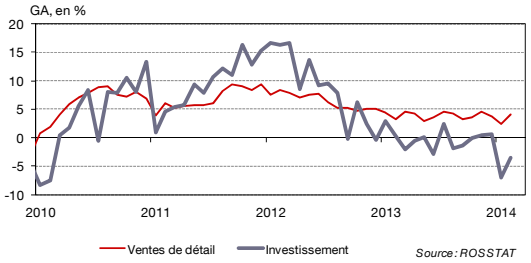
L'activité continue de ralentir alors que le stimulus fiscal attendu ne se matérialise pas encore. L'accélération des fuites de capitaux depuis le début de l'année et les pressions à la dépréciation du rouble en partie liées à la crise en Ukraine, seront de nature à peser sur l'activité. Celle-ci resterait contrainte sur les deux ans à venir.

Sur l'année 2013, la croissance du PIB a été de 1,3 %, en net ralentissement par rapport à une croissance de 3,4 % en 2012. Cette décélération est essentiellement le fait de l'effondrement de l'investissement depuis un an et demi après le boom de 2012. Du coté de la consommation, qui constituait la seule composante de la demande à alimenter la croissance, on observe une lente érosion. Les chiffres de janvier montrent une détérioration prononcée de l'activité avec un investissement enregistrant sa plus forte contraction depuis quatre ans et une consommation dont la croissance, approchée par les ventes de détail, a enregistré sa plus faible croissance niveau depuis 2010 en janvier avant un rebond modéré en février.

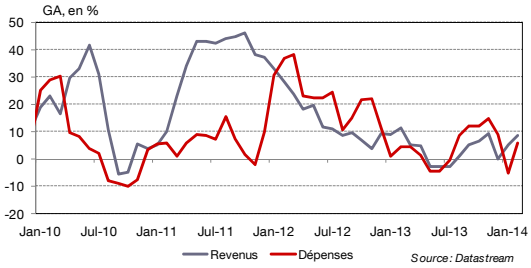
Pour le restant de l'année, plusieurs facteurs plaident pour une stagnation de l'activité, voire même une récession en cas de dégradation supplémentaire de la situation géopolitique. La dépréciation du rouble semble avoir été plus forte et plus rapide que souhaitée ce qui dans une certaine mesure pourrait se refléter dans l'indice des prix à la consommation. Une inflation plus élevée dans un contexte d'évolution salariale proche de zéro se traduirait par une contraction des salaires réels. Parallèlement, les incertitudes liées aux conséquences économiques de la crise en Ukraine (craintes de sanctions accrues) et l'instabilité potentielles du rouble sont de nature à reporter les projets d'investissement. Au-delà de 2014, sous condition de stabilisation de la situation géopolitique, l'activité se rétablirait très graduellement notamment grâce à la mise en place de projets d'investissement, en particulier dans les infrastructures (pipelines en Sibérie orientale, renouvellement et rallongement des lignes du Transsibérien et Baïkal-Amur, périphérique de Moscou, infrastructures pour accueillir la coupe du monde 2018…).

Le crédit bancaire, même s'il est en ralentissement depuis un an, continue de croître rapidement, mais son effet sur la croissance économique reste discret pour le moment.

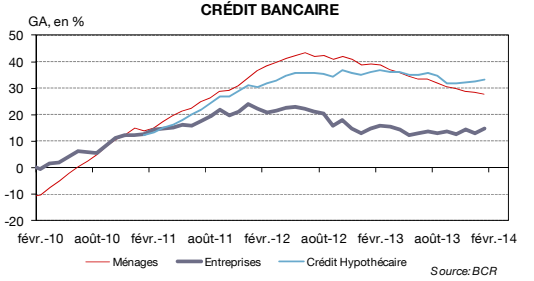
CONSOMMATION ET INVESTISSEMENT



BUDGET FÉDÉRAL



CRÉDIT BANCAIRE



En % et en moyenne annuelle	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
PIB en volume	**4,3**	**3,4**	**1,3**	**0,8**	**1,5**
Consommation des ménages	6,0	6,8	4,5	3,0	4,5
Consommation publique	2,5	-0,2	1,0	1,0	2,0
Investissement total	7,0	6,0	0,0	0,0	2,0
Exportations	29,3	3,0	2,5	3,0	3,0
Importations	28,5	7,7	5,0	4,0	8,0
Taux d'inflation	**8,4**	**5,0**	**6,5**	**6,8**	**5,5**
Dette externe (en % du PIB)	**31,0**	**32,0**	**32,0**	**32,0**	**32,0**
Solde public (en % du PIB)	**0,8**	**0,0**	**-0,1**	**-1,5**	**-1,0**
Dette publique (en % du PIB)	**11,0**	**12,0**	**13,0**	**13,0**	**14,0**

MATIÈRES PREMIÈRES : OFFRE EN HAUSSE, CRAINTES SUR LES ÉMERGENTS

Des politiques monétaires progressivement moins accommodantes, le ralentissement des économies émergentes et des signes croissants de fragilité économique de certains pays en développement, se conjugueraient à la hausse de l'offre de nombreuses matières premières pour freiner les prix.

PÉTROLE – Les prix du pétrole sont restés élevés en raison des difficultés d'offre dans plusieurs pays de l'OPEP et d'une demande étonnamment solide.

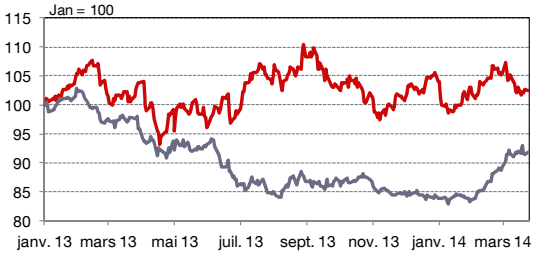
Au S2-13, des mouvements sociaux ont perturbé presque tout le système de production de la Libye. La production de l'OPEP a aussi fait face à des problèmes de sécurité, de goulets d'étranglement et retards bureaucratiques (dans le cas de l'Irak), de sanctions internationales (Iran) et de vols et sabotage d'infrastructures (Nigeria). L'Arabie saoudite a augmenté sa production pour compenser ces perturbations. En 2013, sa production moyenne s'est établie à 9,6 m b/j, soit très peu en dessous de 2012 (9,7 m b/j), ce qui constitue un record sur plus de 30 ans. Compte tenu du niveau élevé de la production en Arabie Saoudite, au Koweït et aux Émirats Arabes Unis, la capacité de production inutilisée de l'OPEP n'a guère augmenté en 2013, s'établissant en moyenne à seulement 2,9 m b/j.

La demande mondiale accélèrerait en 2014-2015 dans le sillage de l'économie mondiale. Les stocks des pays de l'OCDE se sont repliés au T4-13, avec une baisse trimestrielle inédite depuis 1999, s'établissant à leur plus bas niveau depuis 2008, du fait de la hausse inattendue de la demande. Toutefois, la croissance de l'offre non-OPEP (États-Unis, Canada et Brésil) devrait être plus que suffisante pour répondre à l'augmentation de la demande mondiale, ce qui laisse augurer un moindre recours à la production de l'OPEP en 2014–15. En outre, une partie des volumes de pétrole actuellement bloqués pour des raisons géopolitiques (par ex. Libye et Iran) pourrait revenir sur le marché. Au total, les prix du pétrole baisseraient quelque peu au cours des deux prochaines années.

CUIVRE – Les marchés des métaux ont débuté l'année 2014 sur des évolutions divergentes. Les métaux précieux se sont inscrits en légère hausse, alors que de nombreux métaux de base ont effacé leurs gains de fin 2013 et, parfois, ont même continué à baisser.

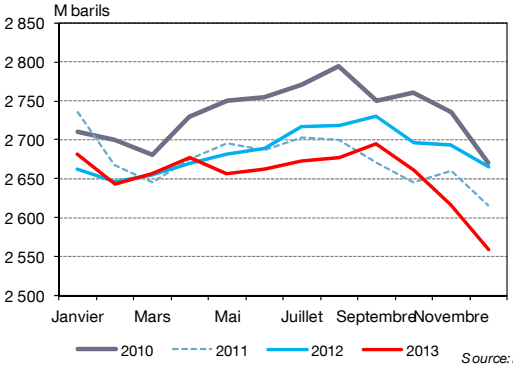
S'agissant du cuivre, les craintes de ralentissement de la Chine ainsi que les perspectives d'augmentation de l'offre pèsent sur les cours. Notamment, des projets d'expansion et de nouvelles mines devraient lancer leur production en 2014 au Pérou, au Chili, en Mongolie et en Zambie.

INDICES DE PRIX



Source : Datastream

STOCKS DE PÉTROLE BRUT ET DE PRODUITS PÉTROLIERS DES PAYS DE L'OECD



Source: IEA

PRIX DU CUIVRE

Source : Datastream

Pétrole (en USD / baril)

	24 Mar	2013	2014 (f)	2015 (f)
Brent	107	109	102	97
WTI	100	98	98	95

Cuivre (en USD / tonne)

	24 Mar	2013	2014 (f)	2015 (f)
Cuivre	6.476	7.330	6.650	6.500

PRÉVISIONS ZONE EURO

ZONE EURO

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	**1,8**	**-0,6**	**-0,4**	**1,1**	**1,4**
Demande intérieure totale	**0,9**	**-2,2**	**-1,0**	**1,0**	**1,3**
Consommation privée	0,4	-1,4	-0,5	0,9	1,2
Consommation publique	0,0	-0,6	0,3	0,7	0,5
Investissement total	1,9	-3,9	-2,8	1,9	2,7
Contribution des stocks à la croissance	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Contribution du commerce exterieur	**0,9**	**1,5**	**0,5**	**0,1**	**0,1**
Exportations de biens et services	6,9	2,7	1,3	3,8	4,4
Importations de biens et services	4,9	-0,8	0,1	3,9	4,5
Prix à la consommation	**2,7**	**2,5**	**1,4**	**0,9**	**1,4**
Glissement annuel en fin de période	2,7	2,2	0,8	1,1	1,4
Pouvoir d'achat du revenu disponible	**-0,3**	**-1,7**	**-0,5**	**0,9**	**0,8**
Taux de chômage	**10,2**	**11,4**	**12,1**	**12,0**	**12,1**

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

PRODUIT INTÉRIEUR BRUT

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013 (p)	2014 (p)	2015 (p)
Allemagne	3,4	0,9	0,5	1,5	1,8
Autriche	2,7	0,8	0,5	1,8	2,3
Belgique	1,8	-0,1	0,2	1,3	1,6
Chypre	0,4	-2,4	-6,0	-4,8	0,0
Espagne	0,1	-1,6	-1,2	0,8	1,2
Finlande	2,8	-0,2	0,2	1,4	1,1
France	2,0	0,0	0,3	0,9	1,2
Grèce	-7,1	-6,4	-3,7	0,5	2,0
Irlande	2,2	0,2	0,3	1,2	2,0
Italie	0,6	-2,4	-1,8	0,7	1,0
Luxembourg	1,9	-0,2	2,0	1,3	2,0
Malte	1,7	0,9	1,4	1,8	2,0
Pays-Bas	1,0	-1,3	-0,8	0,9	1,2
Portugal	-1,3	-3,2	-0,6	0,5	1,0
Slovaquie	3,2	2,0	0,7	2,8	3,4
Slovénie	1,0	-2,4	-0,9	0,1	1,3

FRANCE

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	**2,0**	**0,0**	**0,3**	**0,9**	**1,2**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**2,0**	**-0,9**	**0,3**	**1,0**	**1,2**
Consommation privée	0,5	-0,4	0,3	1,0	1,3
Consommation publique	0,4	1,4	1,7	1,3	0,3
Investissement des entreprises	3,1	-1,9	-2,3	1,1	3,3
Investissement logement	2,3	-0,4	-3,8	-0,7	1,8
Investissement des administrations	0,3	-0,6	1,4	1,5	0,8
Contribution des stocks à la croissance	1,1	-0,8	0,1	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	**0,0**	**1,0**	**-0,1**	**-0,1**	**0,0**
Exportations de biens et services	5,6	2,5	0,6	3,2	4,1
Importations de biens et services	5,3	-0,9	0,8	3,3	3,9
Prix à la consommation (IPC)	**2,1**	**2,0**	**0,9**	**1,0**	**1,5**
Glissement annuel en fin de période	2,5	1,3	0,7	1,3	1,5
Emploi	**0,5**	**-0,1**	**-0,5**	**-0,1**	**0,3**
Taux de chômage (BIT)	**8,8**	**9,4**	**9,9**	**10,1**	**10,2**
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	**0,7**	**-0,9**	**0,3**	**0,7**	**1,1**
Taux d'épargne	**16,1**	**15,6**	**15,7**	**15,4**	**15,2**

ALLEMAGNE

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	**3,4**	**0,9**	**0,5**	**1,5**	**1,8**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**2,9**	**-0,2**	**0,6**	**1,2**	**2,0**
Consommation privée	2,3	0,7	1,0	1,3	1,5
Consommation publique	1,0	1,0	0,7	1,6	1,4
Investissement en biens d'équipement	6,0	-3,3	-2,2	4,6	4,0
Investissement en construction	8,1	-0,5	0,2	4,7	4,0
Investissement des administrations	4,9	-5,2	4,6	9,0	5,0
Contribution des stocks à la croissance	0,0	-0,5	-0,1	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	**0,7**	**1,1**	**0,0**	**0,3**	**0,0**
Exportations de biens et services	8,1	3,8	1,0	5,1	4,9
Importations de biens et services	7,5	1,8	1,0	5,0	5,7
Prix à la consommation (CPI)	2,1	2,0	1,5	1,3	1,4
Glissement annuel en fin de période	2,0	2,0	1,2	1,3	1,5
Emploi	**1,4**	**1,1**	**0,6**	**0,8**	**0,8**
Taux de chômage	**7,1**	**6,8**	**6,9**	**6,8**	**6,7**
Taux de chômage (BIT)	**6,0**	**5,5**	**5,3**	**5,4**	**5,2**
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	**1,8**	**0,3**	**0,6**	**1,3**	**1,3**
Taux d'épargne nette	**10,4**	**10,3**	**9,8**	**9,7**	**9,5**

ITALIE

Taux de croissance, rythme annuel en % *Prix de 2005*	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	**0,6**	**-2,4**	**-1,8**	**0,7**	**1,0**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**-0,7**	**-4,8**	**-2,7**	**0,2**	**0,9**
Consommation privée	-0,3	-4,0	-2,6	0,5	0,8
Consommation publique	-1,3	-2,6	-0,8	0,0	-0,3
Investissement en biens d'équipement	0,6	-9,5	-5,4	0,0	2,8
Investissement en construction	-3,4	-6,2	-6,7	-0,7	2,3
Investissement total	-1,6	-8,1	-4,6	0,8	2,5
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	**1,4**	**2,7**	**0,8**	**0,5**	**0,2**
Exportations de biens et services	6,9	2,0	0,0	3,1	3,9
Importations de biens et services	1,4	-7,1	-2,9	1,7	3,5
Prix à la consommation (CPI)	**2,9**	**3,3**	**1,3**	**0,7**	**1,5**
Glissement annuel en fin de période	3,3	3,3	1,2	0,5	1,3
Emploi	**0,3**	**-0,3**	**-2,0**	**-0,5**	**0,7**
Taux de chômage	**8,4**	**10,7**	**12,2**	**12,9**	**12,8**
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	**-0,7**	**-4,5**	**-1,4**	**0,7**	**0,7**
Taux d'épargne brute	**12,0**	**11,7**	**12,8**	**13,0**	**12,9**

ESPAGNE

Taux de croissance, rythme annuel en % *Prix de 2008*	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit Intérieur Brut (PIB)	**0,1**	**-1,6**	**-1,2**	**0,8**	**1,2**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**-2,0**	**-4,1**	**-2,7**	**0,2**	**0,5**
Consommation privée	-1,2	-2,8	-2,1	0,9	0,9
Consommation publique	-0,5	-4,8	-2,3	-2,4	-0,9
Investissement total	-5,4	-7,0	-5,1	0,4	0,9
Contribution des stocks à la croissance	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	**2,1**	**2,5**	**1,5**	**0,7**	**0,7**
Exportations de biens et services	7,6	2,1	4,9	5,2	4,1
Importations de biens et services	-0,1	-5,7	0,4	3,5	2,3
Prix à la consommation (CPI)	**3,2**	**2,4**	**1,4**	**0,5**	**0,9**
Glissement annuel en fin de période	2,4	2,9	0,2	0,5	0,9
Emploi	**-1,9**	**-4,5**	**-3,1**	**0,3**	**0,4**
Taux de chômage	**21,6**	**25,0**	**26,6**	**27,2**	**27,3**
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	**-2,5**	**-5,2**	**-2,0**	**0,7**	**0,9**
Taux d'épargne	**12,7**	**10,4**	**10,6**	**10,4**	**10,4**

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

PRÉVISIONS HORS ZONE EURO

ÉTATS-UNIS

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**1,8**	**2,8**	**1,9**	**2,7**	**3,0**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**1,7**	**2,6**	**1,7**	**2,4**	**2,8**
Consommation privée	2,5	2,2	2,0	2,4	2,7
Consommation publique	-3,2	-1,0	-2,3	-1,3	0,0
Investissement résidentiel	0,5	12,9	12,1	5,3	6,1
Investissement non-résidentiel	7,6	7,3	2,8	5,1	6,5
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0
Contribution du commerce extérieur	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,2**	**0,1**
Exportations de biens et services	7,1	3,5	2,7	5,2	4,6
Importations de biens et services	4,9	2,2	1,4	3,2	3,2
Prix à la consommation (CPI)	**3,1**	**2,1**	**1,5**	**1,7**	**2,0**
Glissement annuel en fin de période	3,3	1,9	1,2	1,9	2,0
Emploi	**1,2**	**1,7**	**1,7**	**1,9**	**1,7**
Taux de chômage	**8,9**	**8,1**	**7,4**	**6,7**	**6,4**
Pouvoir d'achat du revenu disponible	**2,4**	**2,0**	**0,7**	**2,2**	**2,5**
Taux d'épargne	**5,7**	**5,6**	**4,5**	**4,3**	**4,2**

ROYAUME-UNI

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**1,1**	**0,3**	**1,8**	**2,2**	**2,0**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**-0,1**	**1,2**	**1,9**	**2,2**	**1,7**
Consommation privée	-0,4	1,5	2,3	1,6	2,0
Dépenses publiques	-1,0	1,5	0,3	0,8	-0,3
Investissement logement	0,4	-3,5	4,3	6,6	6,1
Investissement des entreprises	-1,3	3,9	-1,2	5,1	3,8
Investissement fixe total	-2,4	0,7	-0,5	5,5	3,5
Contribution des stocks à la croissance	0,5	-0,2	0,3	0,3	0,0
Contribution du commerce extérieur	**1,2**	**-0,7**	**0,1**	**0,0**	**0,2**
Exportations de biens et services	4,5	1,1	0,8	1,9	3,8
Importations de biens et services	0,3	3,1	0,4	1,8	3,0
Prix à la consommation (IPCH)	**4,5**	**2,8**	**2,6**	**2,2**	**2,8**
Glissement annuel en fin de période	4,2	2,7	2,0	2,6	2,8
Emploi	**0,2**	**0,8**	**1,3**	**1,0**	**1,6**
Taux de chômage (BIT)	**8,1**	**8,0**	**7,5**	**6,9**	**6,2**
Pouvoir d'achat du revenu disponible	**-1,2**	**2,3**	**0,8**	**2,1**	**1,5**
Taux d'épargne	**6,7**	**7,2**	**5,9**	**6,1**	**5,6**

JAPON

Taux de croissance. en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**-0,4**	**1,4**	**1,5**	**1,3**	**1,0**
Demande intérieure (y.c. stocks)	**0,5**	**2,3**	**1,8**	**1,3**	**0,5**
Consommation privée	0,3	2,1	1,9	0,9	0,8
Dépenses publiques	-0,4	1,8	3,8	0,4	-2,5
Investissement logement	5,1	2,8	8,8	5,7	1,2
Investissement en biens d'équipement	4,1	3,6	-1,5	3,4	4,1
Contribution des stocks à la croissance	-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,0
Contribution du commerce extérieur	**-0,8**	**-0,7**	**-0,2**	**0,0**	**0,5**
Exportations de biens et services	-0,4	-0,1	1,6	5,8	6,9
Importations de biens et services	5,9	5,4	3,3	6,4	4,1
Prix à la consommation (IPC)	**-0,3**	**0,0**	**0,4**	**2,6**	**1,5**
Glissement annuel en fin de période	-0,2	-0,1	1,6	2,3	0,5
Emploi	**-0,1**	**-0,3**	**0,7**	**0,5**	**0,1**
Taux de chômage	**4,6**	**4,3**	**4,0**	**4,0**	**4,0**
Pouvoir d'achat du revenu disponible brut	**0,5**	**1,1**	**1,7**	**0,4**	**1,1**
Taux d'épargne	**2,5**	**1,6**	**1,4**	**1,0**	**1,2**

CHINE

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**9,3**	**7,7**	**7,7**	**7,5**	**7,3**
Consommation (contrib. pts de PIB)	5,3	5,3	4,1	4,0	4,0
Investissement (contrib. pts de PIB)	4,1	4,6	3,5	3,4	3,3
Commerce extérieur (contrib. pts de PIB)	-1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Prix à la consommation	**5,4**	**2,6**	**2,9**	**3,0**	**3,0**
Solde des adm. centrales (en % du PIB)	**-1,3**	**-2,2**	**-2,5**	**-2,0**	**-1,5**
Dette des adm. centrales (en % du PIB)	**28,7**	**26,1**	**22,9**	**20,9**	**19,3**
Dette externe (en % du PIB)	**9,5**	**9,0**	**8,8**	**8,5**	**8,0**
Balance courante (en % du PIB)	**1,9**	**2,3**	**2,5**	**2,7**	**2,9**

INDE

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Valeur Ajoutée (au prix de base)	**6,2**	**5,0**	**4,3**	**5,0**	**6,0**
Produit intérieur brut (PIB) (au prix du marché)	**6,3**	**3,2**	**4,3**	**5,0**	**6,0**
Consommation privée	8,0	4,0	3,8	5,4	6,8
Formation Brute de Capital Fixe	4,4	1,7	4,8	7,2	8,3
Exportations	15,3	3,0	8,3	9,9	11,5
Importations	21,5	6,8	6,7	10,7	12,3
Prix de Gros	**9,0**	**7,4**	**5,7**	**6,0**	**6,5**
Solde public (en % du PIB)	**-8,1**	**-7,1**	**-7,5**	**-7,0**	**-7,1**
Dette publique (en % du PIB)	**66,4**	**66,7**	**67,0**	**68,0**	**67,7**
Dette externe (en % du PIB)	**18,1**	**20,9**	**21,8**	**20,9**	**20,5**
Solde courant (en % du PIB)	**-4,2**	**-4,8**	**-4,2**	**-3,8**	**-3,5**

(L'année fiscale commence le 1er avril)

BRÉSIL

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**2,7**	**1,0**	**2,3**	**2,3**	**2,3**
Consommation privée	4,1	3,2	2,3	1,8	2,0
Formation brute de capital fixe	4,7	-4,0	6,3	2,8	5,3
Contribution des stocks à la croissance	-0,4	-0,9	0,1	-0,2	0,0
Exportations de biens et services	4,5	0,5	2,5	7,5	6,8
Importations de biens et services	9,7	0,2	8,4	4,1	7,0
Prix à la consommation (IPCA)	**6,6**	**5,4**	**6,2**	**6,1**	**5,6**
Solde public (en % du PIB)	**-2,6**	**-2,5**	**-3,3**	**-3,5**	**-3,1**
Solde courant (en % du PIB)	**-2,1**	**-2,4**	**-3,7**	**-3,3**	**-2,9**

RUSSIE

Taux de croissance, en %	2011	2012	2013	2014 (p)	2015 (p)
Produit intérieur brut (PIB)	**4,3**	**3,4**	**1,3**	**0,8**	**1,5**
Consommation des ménages	6,0	6,8	4,5	3,0	4,5
Consommation publique	2,5	-0,2	1,0	1,0	2,0
Investissement total	7,0	6,0	0,0	0,0	2,0
Exportations	29,3	3,0	2,5	3,0	3,0
Importations	28,5	7,7	5,0	4,0	8,0
Prix à la consommation (CPI)	**8,4**	**5,0**	**6,5**	**6,8**	**5,5**
Dette externe (en % du PIB)	**31,0**	**32,0**	**32,0**	**32,0**	**32,0**
Solde public (en % du PIB)	**0,8**	**0,0**	**-0,1**	**-1,5**	**-1,0**
Dette publique (en % du PIB)	**11,0**	**12,0**	**13,0**	**13,0**	**14,0**

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 / Zone euro et Europe
+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

Françoise BLAREZ
Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
françoise.blarez@socgen.com

Marc FRISO
Zone euro, Europe du nord et 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

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

Tiphaine CAPPE de BAILLON
Études statistiques et édition
+33 1 42 14 00 25
tiphaine.cappe-de-baillon@socgen.com

Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18
www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques
Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.
La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.
La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).
A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

SOCIETE GENERALE