



## DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

### Editorial

#### Résistance européenne

Au moment de basculer en 2016, l'Europe voit son économie résister plutôt bien au ralentissement de l'activité dans le monde émergent. Monnaie, crédit, et pétrole bon marché lui apportent un soutien, tandis que les flux commerciaux et de capitaux se réorientent au profit du marché unique. Après avoir consacré beaucoup d'efforts à redresser leurs comptes, budgétaire et extérieur, les pays du Sud poursuivent leur rattrapage.

p.3



#### ETATS-UNIS

La vie au-dessus de zéro

p.4



#### ZONE EURO

Encore un effort !

p.6



#### ALLEMAGNE

Douceur hivernale

p.8



#### FRANCE

2016, l'année de la stabilisation

p.10



#### ITALIE

Une reprise progressive

p.12



#### ESPAGNE

Dynamisme économique, blocage politique

p.14



#### BRESIL

10 de chute

p.16



#### RUSSIE

Un léger mieux menacé par les prix du pétrole

p.18



#### INDE

Les banques publiques sur la sellette

p.20



#### CHINE

Début d'année sous de mauvais auspices

p.22



#### JAPON

Doucement mais sûrement

p.24



#### IRLANDE

Vent en poupe

p.26

### SYNTHESE DES PREVISIONS

p.28



## Editorial

### Résistance européenne

*Au moment de basculer en 2016, l'Europe voit son économie résister plutôt bien au ralentissement de l'activité dans le monde émergent. Monnaie, crédit, et pétrole bon marché lui apportent un soutien, tandis que les flux commerciaux et de capitaux se réorientent au profit du marché unique. Après avoir consacré beaucoup d'efforts à redresser leurs comptes, budgétaire et extérieur, les pays du Sud poursuivent leur rattrapage.*

Recul des taux d'intérêt, chute des prix du pétrole, dépréciation de l'euro : tel fut l'agrégation des forces qui, tout au long de 2015, soutint la reprise. Sans elle, le chiffre de croissance en France, bien que modeste (à peine plus de 1%), eut sans doute été divisé par deux<sup>1</sup>. Vu d'Europe, « l'alignement des planètes » reste propice au moment de basculer en 2016 : avec un baril de brut proche de 30 dollars, la facture énergétique des ménages et entreprises continue de s'alléger ; les coûts du crédit convergent toujours vers le bas, y compris en termes réels ; la monnaie unique a quelque peu rebondi mais, à moins de 1,10 dollar, elle demeure compétitive en regard de sa parité de pouvoir d'achat (1,30 dollar). Au final, les indices du climat des affaires tiennent bon. Bien que faisant suite aux attentats terroristes qui ont endeuillé la France, les enquêtes de conjoncture du mois de décembre sont restées assez optimistes en zone euro. Elles se sont améliorées dans le secteur manufacturier, un paradoxe pour qui songe qu'au même moment, les industries de la Chine et des Etats-Unis marquent le pas.

#### ■ Mouvement de balancier

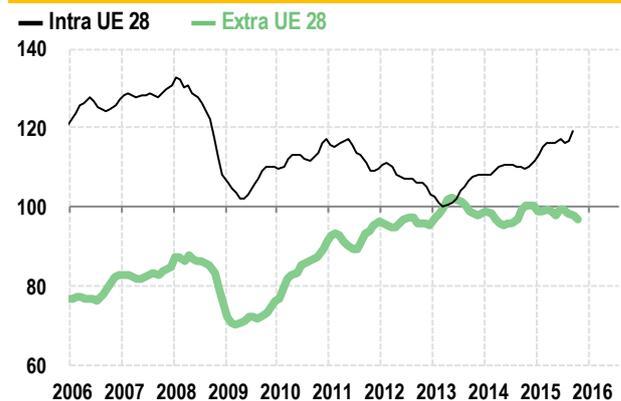
L'activité conserve à l'évidence un certain élan, alors que le monde émergent tourne au ralenti et, avec lui, le commerce international. D'après les chiffres compilés par le *Centraal Planbureau*, les pays en développement auraient réduit leurs volumes d'achats en 2015, une première depuis la Grande Récession de 2009. Les dernières données, disponibles jusqu'en octobre, n'indiquent pas réellement d'inversion de tendance. Si les pays du Vieux Continent augmentent malgré tout de 4% à 5% par an leurs exportations, c'est qu'ils commercent davantage entre eux. Dans des courants mondiaux devenus moins porteurs, l'Union européenne (UE) se distingue par le dynamisme de ses échanges intérieurs (graphique). Elle reçoit aussi plus d'investissements directs, notamment sous forme de réintégrations de bénéfices, qui marquent un record en 2015.

Ce à quoi l'on assiste est une redistribution des cartes. Face à la dépréciation des produits de base et l'érosion de la rentabilité des investissements dans l'industrie lourde et les infrastructures, les capitaux se redirigent vers l'Europe. La mondialisation, du moins celle qui repousse toujours plus loin les frontières, marque une pause, ce qui n'a en soi rien d'exceptionnel. Le phénomène a, de tout temps, progressé par vagues, connu des cycles. Celui qui s'achève aura, en à peine dix ans, propulsé la Chine au rang de

<sup>1</sup>La baisse des cours du brut aura permis à la France d'économiser quelque 18 milliards d'euros sur sa facture énergétique importée, en 2015 par rapport à 2014. L'impact sur la croissance découle de la propension marginale des ménages et entreprises à dépenser cette somme ; il aurait été de l'ordre de 0,3 point de PIB en 2015. Quant à l'effet sur l'activité de la baisse combinée des taux d'intérêt et de l'euro, l'Insee l'estime à 0,4 point dans sa dernière « Note de conjoncture » (décembre 2015).

#### Dynamique à l'intérieur

Exportations en volume de l'UE (Indices base 100 en 2013, CVS, lissés)



Source : Eurostat ; Estimations : BNP Paribas Recherche Economique.

première puissance économique de la planète et vu le prix des matières premières multiplié par trois. Celui qui s'ouvre porte en lui d'autres bouleversements, dans l'énergie et les transports du fait de l'urgence climatique, dans les services avec l'avènement du digital et l'essor de l'économie dite du « partage », dans la robotique et l'intelligence artificielle du fait du vieillissement des populations...

Le renforcement des échanges commerciaux et financiers au sein du marché unique vient enfin rattraper un déficit de demande. C'est surtout le cas en zone euro, l'un des rares endroits où l'activité n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise. D'après les estimations de l'OCDE, le PIB des Dix-Neuf restait inférieur de 2,7 points à son potentiel en 2015, les économies du Sud sous-exploitant toujours largement leurs capacités. L'Italie, l'Espagne, ou encore le Portugal, s'inscrivent désormais dans un mouvement de récupération, que la politique monétaire n'est plus seule à encourager. En 2016, la plupart des gouvernements laisseront, en effet, les « stabilisateurs automatiques » opérer, autrement dit éviteront d'intensifier l'effort budgétaire. Cela arrive à un moment où le plan dit « Junker » d'investissement pour l'Europe doit monter en charge, après un démarrage plutôt timide.

Espace de libre-échange sans équivalent dans le monde, l'Union européenne et ses 508 millions de consommateurs restera, plus que jamais en 2016, le principal moteur économique des pays qui la composent. Un constat que ceux qui la rejettent pourraient méditer.

Jean-Luc Proutat

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)



## Etats-Unis

### La vie au-dessus de zéro

*Bien que proche de 2,5%, la croissance aura été quelque peu décevante en 2015, la faiblesse des prix de l'énergie pesant sur les investissements de l'industrie pétrolière. En 2016, les exportations devraient être le frein principal, dans un contexte de dollar fort et de ralentissement du commerce mondial. Si, pour le secteur industriel, la récession semble inévitable, ce qui la pénalise (le pétrole, le dollar) profite plutôt au reste de l'économie. La consommation pourrait notamment surprendre à la hausse, soutenue par l'emploi, dont le dynamisme ne se dément pas. Sur ce terrain, la Fed respecte (presque) son objectif ; quant à celui de la stabilité des prix, il devrait être atteint à moyen terme. L'économie n'a plus besoin du soutien exceptionnel du taux zéro, et la Fed lance la normalisation...*

La croissance américaine aura été à première vue décevante en 2015, limitée à 2% (en taux trimestriel annualisé) au troisième trimestre, proche de 2,5% en moyenne annuelle. Le détail des comptes nationaux indique cependant une meilleure performance une fois exclues les contributions, très négatives, de la variation des stocks et de l'investissement lié à l'extraction pétrolière. Les exportations, fragilisées par un dollar fort et un ralentissement marqué des principaux partenaires commerciaux, constitueront certainement le frein le plus puissant cette année. Le secteur manufacturier ressent d'ores et déjà les premières secousses. Mais les autres secteurs, davantage tournés vers le marché intérieur, résistent, soutenus par une consommation qu'il est difficile de voir flancher, tant le marché de l'emploi est dynamique.

#### ■ Une décision unanime. Oui, mais ...

Après sept années de maintien à zéro des taux (un record), décembre 2015 aura donc marqué le début de la normalisation de la politique monétaire, la Fed décidant d'une hausse de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux. Cette annonce s'est accompagnée de celle des instruments techniques qui permettront à la Fed de piloter le taux effectif des fonds fédéraux dans la nouvelle fourchette cible de 0,25%-0,50%<sup>1</sup>. Comme le soulignait, au début du mois de janvier, Stanley Fischer, le vice-président de la Fed, le premier bilan est positif : les colossaux montants de liquidités excédentaires des banques n'ont pas empêché la remontée effective des taux.

Les minutes de cette réunion historique – la Fed n'avait pas augmenté ses taux depuis près de dix ans – confirment que la décision a été prise à l'unanimité des membres votants du Comité de politique monétaire (FOMC). Pourtant, il apparaît que certains membres n'étaient pas aussi sûrs d'eux que d'autres, soulignant leurs craintes que l'inflation tarde encore à accélérer.

La théorie veut que l'actuel dynamisme du marché du travail – le taux de chômage a atteint 5%, soit le niveau estimé du NAIRU<sup>2</sup> – conduise à une ré-accelération des salaires et des prix. Cette dernière est d'autant plus probable que, dans les mois à venir, les effets de la chute des prix de l'énergie et de l'envolée du dollar vont s'estomper. Reste que, aussi bien pendant qu'après la récession de

<sup>1</sup> Pour le détail des instruments, voire : Alexandra Estiot, « Que la hausse commence ! », BNP Paribas Eco Flash, 16 décembre 2015.

<sup>2</sup> *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, c'est-à-dire le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation, un proxy du taux de chômage d'équilibre. Les estimations des membres du FOMC, auxquelles nous nous référons ici, fluctuent entre 4,7% et 5,8%, avec une médiane de 5%, qui est aussi le chiffre estimé par le Congressional Budget Office.

### 1- Synthèse des prévisions

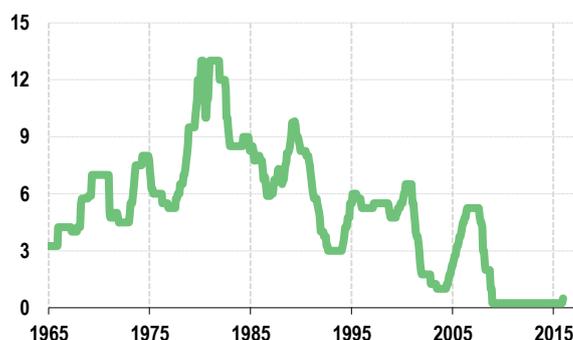
Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
Consommation privée	3,0	2,3	2,0
Investissement des entreprises	3,0	2,9	3,4
Exportations	1,0	1,0	3,0
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,1	1,4	2,3
IPC hors alimentation et énergie	1,8	2,1	2,1
Taux de chômage (%)	5,3	4,8	5,1
Balance courante (% PIB)	-2,6	-2,8	-3,2
Solde du Budget Fédéral (% PIB)	-2,5	-2,4	-2,5
Dette fédérale (% PIB)	73,7	74,7	75,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- La normalisation a commencé

En %

#### — Taux objectif des fonds fédéraux



Source : Federal Reserve.

2007-2009, les modèles académiques ont peiné à expliquer l'évolution des prix.

Tous les membres du FOMC n'ont ainsi pas le même degré de certitude quant à leurs projections d'inflation. La grande majorité (entre 15 et 16, sur un total de 17) estime que le degré d'incertitude entourant leurs prévisions est « normal », soit similaire à ce qu'il a été dans le passé. Les risques, à la baisse ou à la hausse, sont ainsi équilibrés lorsqu'il s'agit de l'activité et du chômage. En revanche, ils sont très distinctement à la baisse pour ce qui est de l'inflation, totale ou sous-jacente.



Ces incertitudes, à elles seules, justifient la prudence que compte adopter la Fed au cours du cycle de resserrement des taux. Les arguments additionnels tiennent principalement aux décalages temporels qui séparent une décision de politique monétaire et ses pleins effets sur l'économie, et à une autre incertitude : celle qui entoure le niveau du taux d'intérêt d'équilibre<sup>3</sup>.

■ Récession industrielle

Comme il se doit, les critiques sont nombreuses, entre ceux qui pensent que la Fed agit trop tard ou trop tôt, et ceux qui pensent que sa fonction de réaction est trop peu lisible et voudraient une règle du jeu précise plutôt qu'une politique discrétionnaire. Il s'agit aussi de mentionner ceux qui s'inquiètent de l'état du secteur manufacturier. Car si la décision de la Fed se justifie au regard des perspectives d'emploi et d'inflation, elle paraît moins en phase avec la conjoncture industrielle, plutôt maussade.

L'indice ISM indique, en effet, une récession dans le secteur manufacturier, avec deux mois consécutifs en dessous des 50 points qui séparent contraction et expansion. Les détails de l'enquête ne sont pas plus rassurants, une seule des cinq composantes (les délais de livraison) étant en zone « positive ». Si les données d'activité résistent, ce n'est sans doute qu'une question de temps. La production manufacturière ralentit, et les commandes sont plutôt mal orientées. Le seul aspect rassurant est le niveau limité des stocks en regard des ventes. Si le déstockage devait se prolonger<sup>4</sup>, son poids sur l'activité serait limité et peu durable, limitant d'autant le passage à vide de l'industrie et les risques d'une contagion au reste de l'économie.

La divergence entre zone euro et Etats-Unis, marquée à la fin de 2015, nourrit l'hypothèse selon laquelle la baisse de régime du secteur manufacturier américain est surtout imputable à la faiblesse des prix du pétrole et à la force du dollar. Celle-ci pèse sur la compétitivité externe des producteurs américains, tout en favorisant celle des producteurs européens. Quant à la chute des cours du brut, les Etats-Unis la ressentent d'autant plus qu'ils se sont hissés, depuis quelques années, au premier rang mondial des producteurs d'hydrocarbures. C'est le secteur des biens durables qui est le plus touché, via la chute des dépenses d'investissement de l'industrie pétrolière et via une exposition à l'international plus forte que pour d'autres secteurs. Cette industrie subit en outre le ralentissement de quelques gros pays (Brésil, Canada, Chine).

Bien que peu encourageantes, les évolutions de l'industrie manufacturière doivent être mises en perspective. Le secteur ne représente que 12% de la valeur ajoutée américaine et moins de 9% des effectifs salariés. Son poids effectif dans l'économie est cependant plus important que ne le suggèrent ces deux mesures. Sa part dans les dépenses d'investissement est ainsi bien plus grande, entre 20% et 25%<sup>5</sup>. De même, les impressionnants gains de productivité enregistrés par le secteur ces dernières décennies (5,5% en moyenne depuis 1990) illustrent, pour une part non-

<sup>3</sup> Voir Alexandra Estiot, « Le discours d'une Reine », BNP Paribas Eco Perspectives, Quatrième trimestre 2015.

<sup>4</sup> La formation des stocks ralentit depuis quelques mois déjà, et leur variation a amputé la croissance du troisième trimestre 2015 à hauteur de 0,7 point (taux trimestriel annualisé).

<sup>5</sup> Dans les échanges extérieurs, le poids des biens manufacturés est de l'ordre de 60%.

3- Divergences sectorielles

Indice des directeurs d'achats

— Secteur manufacturier ; — Secteur non manufacturier



Source : ISM.

négligeable, une externalisation croissante. Le ralentissement manufacturier pèse donc, par ricochet, sur nombre de fournisseurs et sous-traitants. Une récession industrielle, sans être anodine, ne menace pas obligatoirement l'ensemble de l'économie, et on peut conserver un optimisme mesuré. Si par le passé, l'activité n'a que rarement résisté à un ralentissement industriel marqué, la nature des chocs était bien différente : choc pétrolier (à la hausse), politique monétaire trop restrictive.

L'activité non-manufacturière demeure ainsi solide. L'indice ISM ressort à 55,3 en décembre dans le secteur, avec des composantes « production » et « nouvelles commandes » particulièrement bien orientées (58,7 et 58,2, respectivement). Contrairement à l'industrie, les services sont relativement protégés des évolutions du dollar et leur rentabilité soutenue par la faiblesse du prix des matières premières et autres intrants importés.

■ La force est avec eux

Au final, les perspectives de croissance reposent toujours, aux Etats-Unis, sur le comportement du consommateur. La force du dollar et la faiblesse des prix du pétrole ont des effets ambivalents, dans la mesure où ils soutiennent, au moins à court terme, le pouvoir d'achat des ménages. Depuis l'été 2014 – lorsque le dollar touchait un point bas et les prix du pétrole un point haut – les ménages américains n'ont pas consommé l'intégralité de ce surcroît de pouvoir d'achat, comme l'illustre la remontée d'environ 1 point de leur taux d'épargne. Cette période était aussi marquée par une relative faiblesse des salaires, ce qui a pu conduire à une épargne de précaution. Si on fait le pari qu'un taux de chômage proche, voire inférieur à son taux naturel finira par conduire à une accélération de l'inflation salariale, les gains de pouvoir d'achat pourraient être substantiels et leur propension à être consommés, plutôt qu'épargnés, plus importante. Ce pari, c'est celui de la Fed...

Alexandra Estiot

[alexandra.estiot@bnpparibas.com](mailto:alexandra.estiot@bnpparibas.com)

## Zone euro

### Encore un effort !

La reprise économique européenne se poursuit, un peu à contre-courant du cycle mondial. Le ralentissement du commerce extérieur limite notamment le potentiel d'accélération de l'activité, bien qu'il soit en partie compensé par un renforcement des échanges intra-Union européenne et la faiblesse de l'euro. Le nouveau repli des prix du pétrole bénéficie, quant à lui, au pouvoir d'achat des ménages et aux marges des entreprises. Au final, la situation se redresse, mais trop lentement pour avoir un impact décisif sur l'inflation. La Banque centrale européenne (BCE) a donc décidé, au mois de décembre, d'augmenter son soutien, et pourrait le faire encore à l'avenir si besoin.

Pour la zone euro, l'année 2015 aura finalement tenu ses promesses et marqué une reprise de l'activité. Certes, après un début en fanfare l'hiver dernier (+0,5% t/t au T1 2015), la croissance du PIB s'est ensuite modérée. Le rebond de l'activité s'est néanmoins révélé résistant et durable. La progression du PIB en glissement annuel s'est maintenue toute l'année bien au-dessus de 1%, au plus haut depuis plus de trois ans. Le bilan de ce redressement est déjà concret dans plusieurs domaines : 1,3 million d'emplois créés en 2015 (en net et à fin septembre), une baisse du taux de chômage de près de 1 point (10,5% en novembre), des ratios de déficit et de dette publics réduits d'un peu plus d'un demi-point, et qui reviennent respectivement à 2% et 91,2% du PIB.

#### ■ Sur ses propres forces

Cette année, nous tablons sur une poursuite de ces tendances, la croissance du PIB se maintenant à 1,6%, après 1,5% en 2015. Sans relief apparent, cette prévision soulève, en fait, plusieurs questions, à commencer par celle de l'absence d'accélération : si l'économie est bien phase de reprise, pourquoi la croissance n'accélérerait-elle pas en 2016 ? Beaucoup tient à l'environnement extérieur. Alors qu'aux Etats-Unis la croissance se maintient aux alentours de son potentiel, les difficultés rencontrées par plusieurs grandes économies émergentes vont vraisemblablement perdurer. Malgré le soutien en termes de compétitivité prix apporté par la faiblesse de l'euro, les exportations extra-zone ont d'ailleurs sérieusement marqué le pas depuis mi-2015. Fin octobre, leur progression était même nulle en valeur, sur un an. La demande intérieure, et en particulier la consommation des ménages, devrait donc rester cette année, au moins autant qu'en 2015, le principal pilier de la croissance européenne, y compris à travers le commerce intra-zone qu'elle génère (cf. notre éditorial p. 3).

Plusieurs facteurs y contribuent. Le premier d'entre eux est bien entendu le redressement du marché du travail, quasi-général en Europe. Comme l'a souligné une analyse récente de la BCE, le revenu des ménages a été soutenu, au cours des derniers trimestres, par des créations d'emplois particulièrement dynamiques dans les pays où le marché du travail avait été le plus affecté par la crise. Mi 2015, l'emploi salarié s'inscrivait ainsi sur une pente ascendante de +2% à +2,5% l'an en Espagne, en Irlande, au Portugal. On note par ailleurs une progression relativement forte des rémunérations par tête dans certains pays proches du plein emploi comme l'Allemagne (+2,5% à la même période). A ces facteurs « structurels » s'ajoute bien entendu la faiblesse des prix du pétrole, qui a libéré un pouvoir d'achat important. Il y a encore quelques mois, la perspective d'une stabilisation puis d'un redressement, même très graduel, du prix du baril, nous amenait à

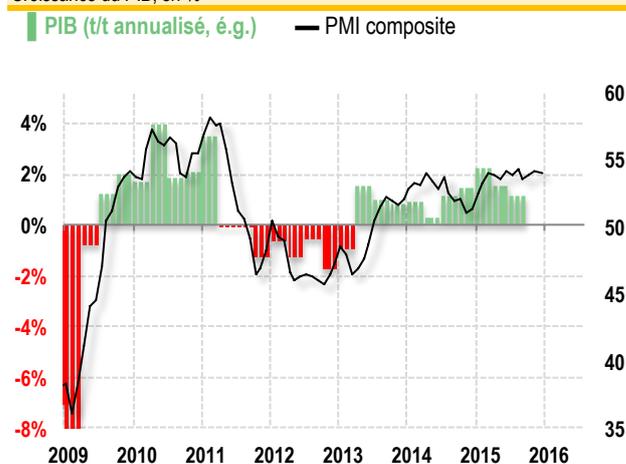
### 1- Synthèse des prévisions

Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
Consommation privée	1,7	1,5	1,5
Investissement	2,3	2,5	3,1
Exportations	4,8	3,7	4,7
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,0	0,5	1,5
IPCH hors alimentation et énergie	0,8	0,9	1,1
Taux de chômage (%)	11,0	10,4	10,0
Balance courante (% PIB)	3,1	2,8	2,6
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-2,0	-1,8	-1,3
Dette publique (% PIB)	91,2	90,2	88,5

e: estimations et prévisions BNP Paribas

### 2- Croissance

Croissance du PIB, en %



Sources : Eurostat, prévisions BNP Paribas

rappeler que la consommation privée perdrait l'un de ses soutiens en 2016. Compte tenu de la rechute actuelle, et de nos nouvelles prévisions d'inflation (cf. *infra*), le constat est plus favorable.

L'activité bénéficiera également, en 2016, du desserrement des politiques budgétaires. Du fait qu'elles intègrent des allègements de prélèvements fiscaux ou sociaux, ou encore des dépenses liées à l'accueil des réfugiés, les lois de finances devraient être neutres, voire légèrement expansionnistes dans plusieurs grands pays de la zone euro. Côté demande intérieure, la principale incertitude réside dans l'évolution à venir de l'investissement. A supposer que le ralentissement des économies émergentes ne pèse pas trop sur



leurs perspectives, les entreprises pourraient accroître leurs dépenses d'équipement, compte tenu de conditions de financement favorables. Le redressement attendu des achats de logement des ménages dans certains pays pourrait également permettre à l'investissement de prendre une place plus importante dans la composition de la croissance en 2016.

■ **L'inflation à nouveau plus faible que prévu**

Après avoir chuté à -0,6% en janvier 2015, l'inflation évolue globalement en territoire positif depuis le mois de mars, sans toutefois parvenir à s'élever significativement au-dessus de zéro. En se maintenant à 0,2% au mois de décembre elle s'est, une nouvelle fois, inscrite dans la fourchette basse des anticipations. D'une part, le nouvel accès de faiblesse des prix du pétrole limite le rebond par « effet de base » du glissement annuel des prix de l'énergie<sup>1</sup>. D'autre part, et c'est le plus important, l'inflation sous-jacente manque singulièrement d'allant puisque, à 0,9%, elle est quasiment inchangée depuis le mois de mai 2015.

De fait, même si elles font face à une demande un peu plus robuste, les entreprises subissent peu de pression du côté des coûts. Dans la plupart des pays membres, le niveau encore très élevé du chômage et la poursuite des efforts de compétitivité limitent fortement les pressions salariales (l'Allemagne fait exception), tandis que le repli des prix de l'énergie allège les coûts de production. Nul doute que, peu à peu, le redressement de l'activité, la résorption des excédents de capacités de production et la bonne tenue de la demande des ménages, notamment dans les secteurs de services, finiront par déboucher sur une progression plus marquée des prix à la consommation. Mais, à ce stade, le mouvement est trop lent pour qu'on puisse s'en satisfaire.

Côté offre comme côté demande, les tensions au Moyen-Orient ou au sein de l'OPEP, l'incertitude entourant les perspectives de croissance en Chine, rendent encore plus hasardeux qu'à l'habitude l'exercice de prévision des prix du pétrole. S'il est acquis que ceux-ci resteront « bas » dans les mois à venir, difficile de dire quand et à quel niveau le repli actuel pourrait cesser et une stabilisation s'amorcer.

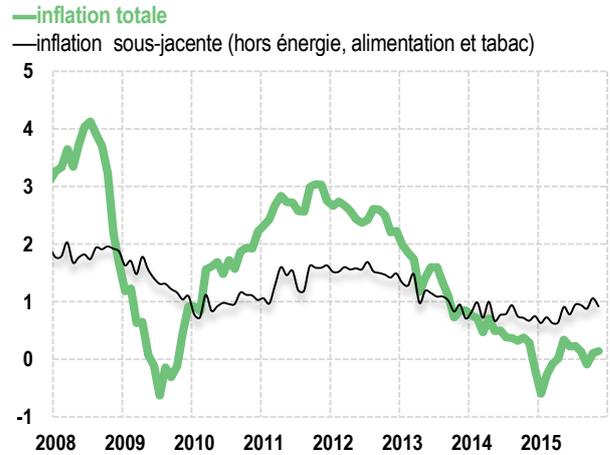
A ce stade, nous avons revu une nouvelles fois nos prévisions d'inflation à la baisse, à 0,5% en 2016 (contre 1% en octobre dernier).

■ **La BCE, encore et toujours, à la manœuvre**

Avant même que ce dernier mouvement des prix du pétrole ne gagne en ampleur, la Banque centrale européenne avait décidé au début du mois de décembre de renforcer son soutien à l'économie, en diminuant à nouveau (de 10 points de base) le taux de la facilité des dépôts, à -0,3%, et en allongeant de six mois, à mars 2017, la durée minimale de son programme d'assouplissement quantitatif. Au rythme d'achats actuel (EUR 60 mds d'euros par mois) cette extension va se traduire par une augmentation de EUR 360 mds d'euros de la taille du programme. En outre, la BCE s'est engagée à réinvestir le principal des titres qui commenceront à arriver à

**3- Des perspectives d'inflation trop faibles**

Glissement annuel, en %



Source : BCE

échéance à compter de mars 2017, stabilisant ainsi le volume de titres qu'elle détient.

Alors qu'elle avait déjà déçu les attentes en décembre, en renonçant notamment à accroître le volume de titres achetés chaque mois, la BCE sera-t-elle conduite à renforcer à nouveau son action ? A court terme, elle devrait plutôt rappeler que son objectif est d'évaluer les perspectives d'inflation à moyen terme, au-delà de la volatilité induite par les fluctuations des prix de l'énergie. Elle soulignera aussi que sa politique produit déjà des effets notables sur le coût et les flux de crédits aux entreprises et aux ménages, et que ces effets vont gagner en ampleur dans les mois à venir. A cela s'ajoutera la divergence croissante de sa politique avec celle menée aux Etats-Unis, qui continuera d'exercer des pressions baissières sur le taux de change de l'euro.

Dans un contexte où l'inflation est déjà trop faible, la question est toutefois d'évaluer à quel point ce nouvel affaiblissement des prix de l'énergie risque de produire des effets indirects sur les perspectives de redressement de l'inflation sous-jacente. La BCE, qui publiera une mise à jour de ses perspectives de croissance et d'inflation en mars prochain, et a déjà annoncé que les « paramètres » de sa politique d'assouplissement quantitatif seront réévalués au printemps. Elle ne manquera pas de souligner qu'elle se tient prête à fournir un soutien plus marqué si nécessaire.

**Frédérique Cerisier**  
[frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> L'effet de base indique simplement que la chute des prix de l'énergie, qui a été concentrée sur la période fin 2014-début 2015, sort mécaniquement du glissement annuel au passage de l'année 2016.

## Allemagne

### Douceur hivernale

Selon la première estimation annuelle publiée par Destatis, la croissance du PIB a été de 1,5% en 2015 après 1,6% en 2014, soit légèrement supérieure au potentiel de l'économie allemande, estimé à 1,25%. En 2016, le rééquilibrage des moteurs de la croissance au profit de la demande intérieure devrait se poursuivre à la faveur du dynamisme du marché du travail et des gains de pouvoir d'achat, liés à la progression des salaires et à la faiblesse de l'inflation. Parallèlement, l'intégration rapide des réfugiés en âge de travailler sur le marché du travail sera le défi majeur de cette année et constitue une véritable opportunité de renverser la tendance au vieillissement de la population. En outre, la bonne santé des finances publiques devrait permettre de financer cette intégration et de soutenir par là-même l'activité.

Les dernières données disponibles confirment l'absence d'accélération de la croissance au quatrième trimestre, après +0,3% t/t au T3. En novembre, la production industrielle a légèrement reculé (-0,3% m/m après +0,5% en octobre) sous le poids du secteur manufacturier qui représente 60% du total (-0,8% après +0,6% en octobre). L'acquis de croissance pour la production industrielle au quatrième trimestre est donc négatif (-0,7% t/t, après -0,2% au T3 2015). Il donne une première estimation, bien qu'assez grossière, de l'évolution de la croissance du PIB au T4 (la première estimation sera publiée le 12 février). Par le passé, une baisse de cette ampleur dans le secteur industriel accompagnait une quasi-stagnation du PIB. Toutefois, la forte hausse des commandes manufacturières en octobre (+1,7% m/m) comme en novembre (+1,5% m/m) laisse envisager un rebond de la production industrielle en décembre. En outre, les commandes nationales ont principalement été à l'origine de cette hausse enregistrant une progression de 2,6% m/m après +1,4% m/m en octobre, ce qui souligne le dynamisme de la demande intérieure dont les composantes pour le quatrième trimestre seront disponibles avec la deuxième estimation du PIB fin février.

#### ■ Une fin d'année sans surprise

Certaines tendances déjà présentes au cours des mois précédents ont été confirmées au quatrième trimestre. La consommation privée a fortement progressé en 2015 (environ 2% g.a. en termes réels au troisième trimestre, un pic inégalé depuis près de quinze ans). Son dynamisme a été soutenu par des conditions particulièrement favorables sur le marché du travail et des gains de pouvoirs d'achat liés à la baisse des prix du pétrole et à l'introduction du salaire minimum au 1<sup>er</sup> janvier 2015 (voir *infra*). Les salaires nominaux ont augmenté de 2,3% g.a. sur les dix premiers mois de l'année. Au quatrième trimestre, les enquêtes de confiance auprès des consommateurs sont encore bien orientées et la consommation privée devrait continuer de soutenir l'activité en 2016. La consommation publique devrait, quant à elle, avoir augmenté au T4 et continuerait à soutenir la croissance en 2016, en ligne avec le financement de la politique d'intégration des réfugiés. Après avoir reçu en 2015 plus d'un million de migrants, l'Allemagne devrait en accueillir environ 600 000 cette année, d'après les instituts de conjoncture allemands. *A contrario*, le ralentissement de la croissance dans les zones émergentes, Chine en tête où les exportations ont chuté de 9% g.a. entre mai et octobre 2015, devrait continuer de peser sur le commerce extérieur en 2016. Dans ce contexte, l'investissement privé peinerait à se redresser en dépit d'un ensemble de facteurs favorables (taux d'utilisation des capacités de production élevé, carnets de commandes plutôt bien garnis et taux d'intérêt historiquement bas). Selon une enquête de

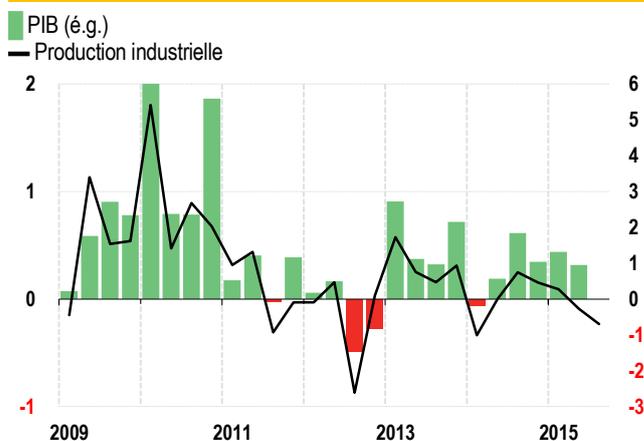
#### 1- Synthèse des prévisions

Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>
Consommation privée	1,9	1,5	1,5
Investissement	1,6	2,5	3,0
Exportations	5,1	4,6	5,7
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,1	0,6	1,7
IPCH hors alimentation et énergie	1,1	1,4	1,4
Taux de chômage (%)	6,4	6,3	6,0
Balance courante (% PIB)	8,1	8,3	8,4
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	0,9	0,5	0,7
Dette publique (% PIB)	71,5	68,8	65,8

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Croissance du PIB et production industrielle

Croissance trimestrielle, en %



Source : Destatis

l'Ifo en fin d'année 2015, les entreprises manufacturières envisageraient d'augmenter leurs investissements de 7% en 2016, alors que leur taux d'utilisation des capacités de production était estimé à 84,4% au T4. Il faut toutefois nuancer cet optimisme : l'enquête de 2014 était tout aussi optimiste mais au final, l'investissement n'a progressé que de 4% en 2015. Enfin, l'investissement dans la construction devrait faiblement augmenter, en dépit de l'environnement de taux d'intérêt très favorable et du dynamisme du secteur résidentiel (+1,6% g.a. sur les neuf premiers mois de l'année).



Les enquêtes mensuelles restaient particulièrement bien orientées en fin d'année, en dépit du ralentissement de la demande émergente. L'ifo est demeuré quasiment inchangé en décembre par rapport au mois précédent où il avait atteint un plus haut depuis juin 2014. Le président de l'Institut indiquait même dans son communiqué que la situation économique pourrait « difficilement être meilleure ». A 53,2 en décembre, l'indice PMI manufacturier a atteint son niveau le plus élevé depuis avril 2014. Par ailleurs, dans les services, l'indice d'activité est resté proche du pic atteint sur plus de quatre ans en novembre, ce qui traduit la vigueur de la consommation privée. Un faisceau de facteurs positifs (baisse de la facture énergétique, accélération des salaires, desserrement budgétaire) soutient en effet le rééquilibrage des moteurs de la croissance qui devrait se poursuivre en 2016. A défaut d'accélération, la croissance allemande s'est ainsi maintenue à 1,5% en 2015.

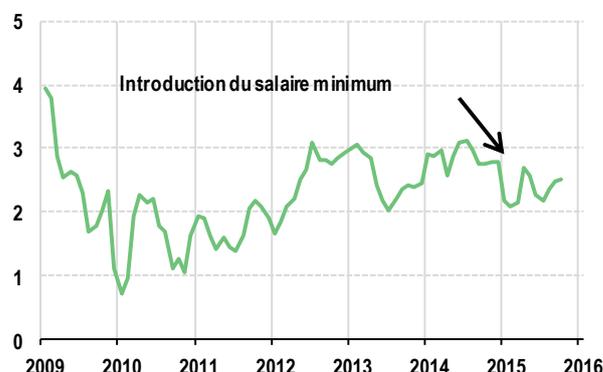
■ **Salaire minimum : un an après**

Un an après l'introduction d'un salaire minimum à EUR 8,50 de l'heure, le bilan est plutôt positif. Contrairement à ce que certains avaient craint, la dynamique du marché du travail ne s'est pas enrayée. Sur les dix premiers mois de 2015, près de 350 000 postes ont été créés (+0,9% g.a.), en particulier dans le secteur des services aux entreprises (+2,4% g.a. au T3, dernières données disponibles), de la construction (2,2%) et des services publics (1,3%). L'introduction du salaire minimum au 1<sup>er</sup> janvier 2015 a entraîné une baisse des contrats mini jobs, payés EUR 450 mensuels. Pour la plupart, ces derniers ont été transformés en contrats traditionnels de travail à temps partiel, en particulier dans le secteur de la restauration. C'était un des objectifs affichés de la réforme. A *contrario*, certaines branches dans les provinces orientales, comme l'intérim, mais aussi l'agriculture sur l'ensemble du territoire ont choisi de lisser l'alignement du salaire minimal sur deux ans, puisqu'elles disposent d'un délai légal jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2017 pour respecter la nouvelle réglementation. A 6,3%, le taux de chômage était en novembre 2015 à son niveau le plus bas depuis la réunification.

En 2016, l'intégration des réfugiés sur le marché du travail représente un défi majeur. A cet égard, les confédérations d'employeurs et le Conseil des cinq sages plaident pour que les nouveaux arrivants bénéficient dès le début de leur recherche d'emploi, et pendant douze mois, des mêmes conditions qu'un chômeur allemand de longue durée. Ce dernier peut, en effet, être rémunéré à un salaire inférieur au minimum légal au cours des six premiers mois de son contrat. Par ailleurs, la commission paritaire, en charge de la revalorisation du salaire minimum, doit se réunir mi-2016. Les cinq sages s'opposent fermement à la revalorisation du salaire minimum au 1<sup>er</sup> janvier 2017, estimant qu'une telle décision constituerait une barrière additionnelle à l'intégration rapide de la main d'œuvre réfugiée sur le marché du travail. A cet égard, les enjeux politiques sont d'importance, d'autant que cinq scrutins régionaux (Rhénanie-Palatinat, Bade-Wurtemberg, Mecklembourg-Poméranie, Berlin, Saxe-Anhalt) se dérouleront à partir du mois de mars, avant les élections générales de 2017. La popularité d'Angela Merkel a fortement reculé au cours des derniers mois et sa gestion de la crise des réfugiés est critiquée au sein même de son parti. La CDU est à la tête du gouvernement de coalition de Saxe-Anhalt et

**3- Evolution des salaires nominaux**

— Tous secteurs confondus (% , 3mm g.a.)



Source : Destatis

participe à ceux du Mecklenburg et de Berlin. Viendrait-elle à perdre un de ces trois scrutins, la position de la Chancelière serait encore plus délicate et sa réélection à la tête du parti en 2017 pourrait être contestée.

■ **Budget 2016**

Alors qu'initialement prévu à l'équilibre en 2015, le solde des administrations publiques devrait être en excédent pour la deuxième année consécutive, à environ 1% après +0,3% en 2014 et sept ans de déficit entre 2007 et 2013. Malgré des hypothèses de croissance optimistes (1,7% pour 2015), de meilleures rentrées fiscales qu'escompté (principalement sur l'impôt sur le revenu et l'impôt sur la fortune) et des dépenses en recul (indemnités chômage et prestations sociales) expliquent le décalage entre la loi de finance 2015 et son exécution. Pour 2016, le ministre des Finances, Wolfgang Schäuble, prévoit encore une fois un budget à l'équilibre, ce qui suppose un relâchement de la politique budgétaire de 0,75 pp de PIB, compte tenu des hypothèses de croissance retenues (1,8%). De fait, certaines dépenses sont déjà budgétées, comme la hausse des investissements publics dans les transports, l'énergie et la protection du climat (EUR 10 mds sur trois ans), ainsi qu'une revalorisation de certaines prestations familiales et des baisses d'impôts sur le revenu (pour un montant total supérieur à EUR 5 mds). Par ailleurs, EUR 8 mds ont été budgétés pour l'accueil des réfugiés en 2016, mais le double pourrait être nécessaire selon certaines sources. La Commission européenne tire globalement les mêmes conclusions. Elle évalue le coût budgétaire de l'accueil des réfugiés à 0,25 point de PIB en 2016 après 0,1 point en 2015 et table sur un effet négatif moins important sur les finances publiques. Elle anticipe, en effet, un excédent budgétaire encore égal à 0,5% du PIB en 2016. Dans ces conditions, le ratio d'endettement qui serait inférieur à 69% en 2016 après plus de 71% en 2015, devrait poursuivre sa décroissance et repasser sous la barre des 60% du PIB d'ici 2020.

**Caroline Newhouse**

[caroline.newhouse@bnpparibas.com](mailto:caroline.newhouse@bnpparibas.com)



## France

## 2016, l'année de la stabilisation

Durant les années de crise, le chômage a moins augmenté en France que dans la plupart des autres pays européens. Le phénomène fait preuve néanmoins d'une persistance préoccupante. Alors qu'une décrue est presque partout constatée, la France voit son taux de chômage continuer d'augmenter : 10,6% de la population active au troisième trimestre 2015, contre 9,1% début 2011 et 7,1% début 2008, dernier point bas. Avec une croissance attendue à 1,4%, 2016 devrait être l'année de la stabilisation plutôt que de la véritable inversion de tendance. L'économie française générerait suffisamment d'emplois pour faire face à l'augmentation de la population active, probablement pas plus.

Les années récentes de faible croissance, liées d'abord à la crise financière puis à celle des dettes en zone euro, ont provoqué une hausse significative du chômage en France, bien que sans commune mesure avec celles vécues en Italie ou en Espagne, où les destructions nettes d'emplois ont été beaucoup plus importantes (graphique). Après une baisse en 2009, assez vite effacée, l'emploi français a été plutôt stable ces quatre dernières années, notamment grâce aux emplois aidés dans le secteur non marchand (voir *infra*). Au T3 2015, il dépassait de peu son niveau de début 2008. Compte tenu du dynamisme de la population active, une particularité française, le maintien des effectifs n'a toutefois pas suffi à absorber l'arrivée des nouveaux entrants sur le marché du travail. Ainsi, entre janvier 2008 et novembre 2015, le nombre d'inscrits à Pôle emploi en catégorie A (les chômeurs n'ayant exercé aucune activité dans le mois) a augmenté de 1,6 million pour s'établir à 3,6 millions.

L'analyse des flux d'inscriptions à Pôle Emploi depuis 2010 indique une certaine stabilité des entrées au chômage dues aux licenciements. En revanche, les ruptures conventionnelles de contrats à durée indéterminés semblent avoir fortement progressé<sup>1</sup>. De façon moins marquée, mais néanmoins significative, les inscriptions pour reprise d'activité ont également contribué à gonfler les effectifs des demandeurs d'emplois. Sur les onze premiers mois de l'année 2015, 28,5% des nouvelles inscriptions à Pôle Emploi étaient dues à des fins de contrats temporaires (CDD, interim), 16,5% à des ruptures conventionnelles et 10,5% à des licenciements. Les inscriptions pour reprise d'activités comptaient, quant à elles, pour 8,5%. Les motifs de sortie des listes de Pôle Emploi sont moins lisibles même s'il apparaît que les reprises d'emplois déclarées ont été orientées à la baisse entre 2010 et 2014. Il est toutefois possible que cette tendance ait été exagérée : une partie des chômeurs retrouvant un emploi ne le déclarent pas à Pôle Emploi, et sortent ainsi des listes du chômage pour cause de non actualisation de leur situation. Depuis le premier trimestre 2015, les reprises d'emploi augmentent à nouveau, notamment dans le secteur marchand, bien qu'insuffisamment pour empêcher la progression du nombre de chômeurs. Du reste, les statistiques de l'Insee révèlent que l'emploi est essentiellement dynamique pour les contrats temporaires. De la même manière que ces derniers ont été les plus touchés par la crise, ils sont aujourd'hui ceux qui fournissent l'essentiel des reprises d'emploi, rendant l'amélioration plus précaire.

<sup>1</sup> Les ruptures conventionnelles de CDI ne sont pas explicitement mesurées et figurent dans le champ « autres cas » des causes d'entrées au chômage. Toutefois l'explosion des « autres cas » depuis 2009/2010 contraste avec leur grande stabilité entre 2000 et 2008 et coïncide avec l'introduction des ruptures conventionnelles de contrats de travail mi-2008 auxquelles nous avons imputé la forte croissance.

## 1- Synthèse des prévisions

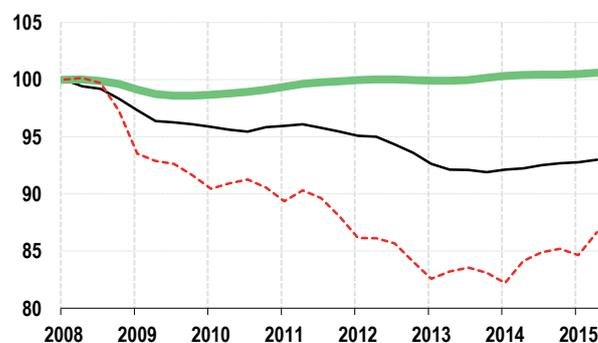
Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
PIB	1,1	1,4	1,6
Consommation privée	1,4	1,4	1,7
Investissement	-0,3	1,5	2,7
Exportations	5,8	3,2	4,1
Indice des prix à la consommation (IPCH)	0,1	0,6	1,3
IPCH hors alimentation et énergie	0,6	0,6	1,0
Taux de chômage (%)	10,5	10,4	10,1
Balance courante (% PIB)	0,1	-0,3	-0,9
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-3,8	-3,4	-3,0
Dettes publiques (% PIB)	97,0	98,0	97,7

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

## 2- L'emploi résiste, mais tarde à redémarrer

T1 2008=100

— France — Italie - - - Espagne



Source : Eurostat

## ■ Inversion de la courbe en 2016 ?

2016 devrait être une année de stabilisation plutôt que de véritable inversion de la courbe du chômage. Avec une croissance attendue à 1,4%, l'économie française générerait suffisamment d'emplois pour faire face à l'augmentation de la population active, probablement pas plus. Le renforcement de la croissance<sup>2</sup> a déjà permis un ralentissement de la progression du chômage. La hausse mensuelle du nombre de demandeurs d'emplois de classe A est

<sup>2</sup> La hausse du PIB est passée, en glissement annuel, de 0,1% au quatrième trimestre 2014 à 1,1% au troisième trimestre 2015.



passée de 0,6% en moyenne au second semestre 2014 à 0,3% au premier semestre 2015, et 0,1% entre juin et novembre 2015.

Historiquement, le taux de chômage est stable en France avec une croissance autour de 1,5%. Cette relation, empirique, n'est toutefois pas immuable et pourrait évoluer en 2016. En l'espèce, les diverses mesures introduites par le gouvernement pour réduire le coût du travail (CICE et Pacte de responsabilité) pourraient enrichir la croissance en emplois. De même, les contrats aidés, sous la forme de subventions à l'embauche ou d'exonération de certaines cotisations sociales, contribuent à abaisser le niveau de croissance stabilisant le chômage. Le rebond de la construction, un secteur intensif en main d'œuvre, devrait également jouer en ce sens.

Mais des forces contraires sont aussi à l'œuvre. La faible productivité du travail par rapport au cycle indique toujours d'importantes capacités de production sous-employées. Certaines entreprises pourraient continuer de mettre l'accent sur l'efficacité de leur processus de production avant d'augmenter les effectifs. Par ailleurs, le niveau encore bas de la confiance des acteurs économiques et les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance (avec en particulier le ralentissement marqué des pays émergents) sont susceptibles de freiner l'emploi. Enfin, l'embellie conjoncturelle peut s'accompagner d'une hausse du taux d'activité (les inactifs décidant de se remettre à la recherche d'un emploi) réduisant l'effet modérateur sur le taux de chômage.

Dans l'ensemble, bien que le taux de chômage ait des chances de se stabiliser au premier semestre 2016, il faudra probablement attendre 2017 pour voir une véritable inversion de la courbe. L'année qui commence devrait néanmoins marquer un tournant pour le secteur marchand. Si le marché du travail français, à défaut d'être dynamique, a plutôt bien résisté durant les années de crise, il le doit essentiellement au secteur non marchand. Sans lui l'emploi aurait reculé de 1% entre 2011 et 2014. Après un timide redressement en 2015, l'emploi dans le secteur marchand devrait accélérer plus franchement cette année.

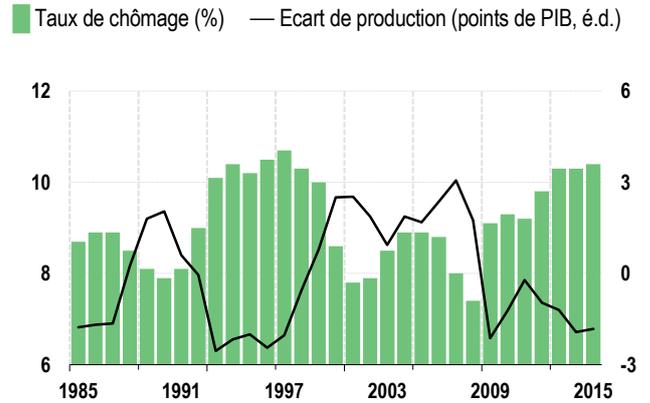
■ Chômage structurel élevé

La montée du chômage depuis 2008 est donc principalement cyclique, due à une croissance atone, inférieure à son rythme potentiel. En supposant que l'économie française ait connu, entre 2008 et 2015, une progression en ligne avec la tendance du début des années 2000, il y aurait aujourd'hui 1,5 million d'emplois supplémentaires ; l'extrapolation « naïve » du taux de chômage placerait celui-ci à 5,5%.

Les effets de la mauvaise conjoncture ne sont pas si simples à mesurer cependant. D'abord, rien n'indique que le rythme de croissance des années 2000-2007 aurait pu être soutenu dans la durée, même en l'absence de crise. Les déséquilibres extérieurs accumulés durant ces années de forte croissance (2% par an en moyenne) suggèrent plutôt le contraire. Ensuite, depuis le milieu des années 1980, le taux de chômage en France n'est que très rarement descendu sous la barre des 8% tandis que, dans le même temps, l'économie est passée par toutes les phases du cycle (graphique).

Le problème du niveau de chômage est d'abord structurel, une caractéristique qui a pu s'accroître avec la crise.

3- Haut plancher



Source : Commission européenne

Aux dysfonctionnements existants viennent s'ajouter les dommages possiblement occasionnés au capital humain. Ainsi, l'allongement de la durée moyenne du chômage tend à réduire l'employabilité des actifs, et ce d'autant plus que le chômage de longue durée touche en premier lieu les seniors et les moins bien qualifiés. Le risque est que l'éloignement du marché du travail se pérennise ou que le retour à l'emploi reste précaire, sous la forme de contrats temporaires uniquement. Rappelons qu'une des raisons du niveau élevé du chômage structurel en France réside dans la dualité du marché du travail, au sein duquel coexistent des *insiders* (des salariés avec un CDI) et des *outsiders* (les salariés avec un contrat temporaire) sur lesquels repose l'essentiel de la flexibilité. L'importance des flux d'entrées et de sorties du chômage, loin d'indiquer une mobilité sur le marché du travail, illustre à l'inverse un système en vase clos au sein duquel les actifs en contrats temporaires alternent période de chômage et période d'emploi, sans parvenir à s'insérer durablement.

Outre leurs effets modérateurs sur le taux de chômage, les récentes initiatives du gouvernement pour requalifier les chômeurs de longue durée sont donc bienvenues. En visant 500 000 personnes en 2016, le dispositif de formation concerne environ un tiers des demandeurs d'emplois de plus d'un an. L'expérience suggère toutefois, qu'en la matière, la subvention à l'embauche dans le secteur marchand est souvent plus efficace que la formation<sup>3</sup>. Quant à la réforme du code du Travail, dont le vote est prévu cette année, elle devrait, sur les préconisations du rapport Combrexelle, donner une place plus grande à la négociation collective dans l'établissement de la norme, en particulier pour ce qui est du temps de travail et des salaires. Le succès de la réforme dépendra étroitement de l'amélioration de la qualité du dialogue social, et notamment de l'appropriation par ses acteurs des nouvelles règles du jeu.

Thibault Mercier  
[thibault.mercier@bnpparibas.com](mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com)

<sup>3</sup> Voir Cahuc, Zylberberg, « L'éducation n'est pas une potion magique » in *Le chômage : fatalité ou nécessité*, Flammarion, 2005.



## Italie

### Une reprise progressive

Les perspectives s'améliorent. La croissance se poursuit, principalement à la faveur de la demande intérieure et ce, malgré des investissements toujours décevants. La prudence reste de mise chez les ménages ; on observe néanmoins un rebond de la consommation, portée par l'amélioration de l'emploi. Le revenu disponible réel est en hausse grâce au recul de l'inflation. De plus, l'immobilier donne des signes de reprise, avec une hausse des transactions et des prix. Les derniers indicateurs annoncent la poursuite de l'embellie : alors que les exportations pourraient marquer le pas, l'investissement devrait redémarrer, grâce aux mesures d'incitation fiscale récemment adoptées.

#### ■ Une reprise portée par la demande intérieure

Au T3 2015, l'économie a poursuivi son redressement, mais à un rythme moins soutenu qu'au premier semestre. Le PIB réel est en hausse de 0,2% en rythme trimestriel (contre +0,4% au T1 et +0,3% au T2). En glissement annuel, la croissance s'inscrit à +0,8%, un rythme inédit depuis le début de 2011. La reprise continue de bénéficier de la demande intérieure qui, hors stocks, a contribué à hauteur de 0,2 point de pourcentage à la croissance globale, comme au cours des deux trimestres précédents. Les consommations privée et publique ont apporté une contribution positive à la croissance (respectivement +0,2 pp et +0,1 pp), tandis que l'investissement l'a amputée de 0,1 pp.

La demande extérieure donne des signes d'essoufflement. La contribution négative du commerce extérieur (0,4 pp) tient à une progression des importations (0,5%) et à un recul des exportations (0,8%). Les entreprises italiennes ont pâti de la détérioration de la conjoncture dans les pays émergents : stagnation des exportations vers la Chine ; effondrement en Russie, en Amérique latine et dans les pays de l'OPEP.

L'activité dans le secteur de la construction a accusé un nouveau repli alors qu'elle est restée quasiment stable dans les services. Dans l'industrie, la valeur ajoutée a augmenté de 0,4%, une reprise toujours inégale d'un secteur à l'autre. De janvier à octobre, la production d'équipements de transport a augmenté de près de 20% et celle des produits pharmaceutiques de plus de 5%, alors que l'activité s'est repliée dans l'alimentaire et le textile.

#### ■ Consommation : une trajectoire positive

Au T3 2015, la tendance positive de la consommation des ménages s'est confirmée, avec une croissance de 0,4%, soit un taux comparable à celui du T3. Avec cette neuvième hausse consécutive, la croissance en glissement annuel franchit la barre de 1% pour la première fois en quatre ans. Cette progression tient principalement aux achats de biens durables, qui se sont redressés de plus de 10 points de pourcentage depuis le second semestre 2013.

La situation s'améliore sur le marché du travail, à la faveur du nouveau dispositif mis en place par la réforme du Code du travail, notamment l'allègement des charges sociales pour les recrutements en CDI et, dans une moindre mesure, les nouvelles règles sur les licenciements individuels. Le taux de chômage a reculé à 11,3% en novembre, contre plus de 13% à fin 2014. Le taux de chômage des jeunes, en baisse de plus de 5 points en l'espace d'un an, demeure tout de même de 38%. L'emploi a progressé à près de 22,5 millions. Depuis le second semestre 2013, le plus fort de la crise, près de

#### 1- Synthèse des prévisions

Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
Consommation privée	0,9	1,1	0,9
Investissement	0,7	3,4	3,2
Exportations	3,9	3,2	4,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,1	0,4	1,3
IPCH hors alimentation et énergie	0,7	0,6	1,0
Taux de chômage (%)	12,1	11,5	11,1
Balance courante (% PIB)	1,9	1,7	1,6
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-2,6	-2,5	-1,6
Dette publique (% PIB)	132,9	132,1	130,4

e : estimations et prévisions BNP Paribas Global Markets

#### 2- PIB réel

Croissance en rythme trimestriel, %



Source : Istat

350 000 emplois ont été créés, un rebond entièrement imputable à l'emploi salarié. Pourtant, et malgré une confiance des ménages toujours en progression et un indice Istat à son plus haut niveau depuis plus de dix ans, les ménages restent extrêmement prudents, la consommation augmentant à un rythme plus faible que le revenu disponible. Entre janvier et septembre, le pouvoir d'achat des Italiens a augmenté de près de 2%, à la faveur du repli de l'inflation (+0,1% en 2015), tandis que la croissance cumulée de la consommation s'est maintenue en deçà de 1% et que le taux d'épargne est passé à 9,5% contre 8,6% au T2 2015.

#### ■ Timides signes de reprise dans l'immobilier

L'heure semble être aussi à la reprise dans l'immobilier. Après une évolution en dents de scie pendant une longue période d'ajustement, 105 000 logements (dans le neuf comme dans l'ancien) ont été



vendus au T3 2015, soit 10,8% de plus qu'au T3 2014. Dans l'ensemble, le nombre de transactions réalisées sur les neuf premiers mois de 2015 a augmenté de 5,3% par rapport à la même période de l'année précédente. Malgré cette tendance positive, le nombre des transactions reste bien inférieur aux 866 000 ventes en 2006. Si on observe une hausse générale des ventes de logements au niveau national, elle a été particulièrement marquée dans le Nord, avec une augmentation de 13% par rapport au T1 2014, contre +10,7% dans le Centre et +7% dans le Sud.

Pour la première fois depuis le T2 2011, les prix de l'immobilier résidentiel ont légèrement augmenté en rythme trimestriel (+0,2%) au T3 2015, suite au recul limité des prix dans l'ancien (-0,1%) et à un solide rebond dans le neuf (+1,4%). Cette progression est la plus élevée depuis 2010. Sur les neuf premiers mois de 2015, la tendance des prix de l'immobilier résidentiel est restée négative, en baisse de 2,9% (contre -4,6% pour la même période de 2014) et d'environ 14% depuis 2010. Selon certaines institutions internationales, le rapport entre les prix des logements et le revenu est aujourd'hui légèrement inférieur à sa moyenne de long terme. On peut y voir un indicateur de sous-évaluation du marché.

■ **Le rôle clé de l'immobilier**

La légère reprise de l'immobilier en Italie fait suite à un rebond général de ce marché dans la zone euro, après plusieurs années de marasme. Compte tenu de la place de l'immobilier dans le patrimoine réel des ménages italiens, un net redressement du secteur devrait avoir des effets positifs sur leur confiance et renforcer leur propension à consommer. Selon des chiffres publiés récemment par la Banque d'Italie, le patrimoine immobilier représente environ 85% de la richesse des ménages italiens ; de plus, une proportion élevée des ménages sont propriétaires de leur logement (67,7%<sup>1</sup>). Ce pourcentage varie énormément selon le revenu, l'âge, le niveau d'études et le statut au regard de l'emploi. Il est de 90% pour les foyers les plus aisés, contre 50% pour les revenus moyens et 1% à peine pour les plus modestes, et de seulement 22% pour les ménages issus de l'émigration.

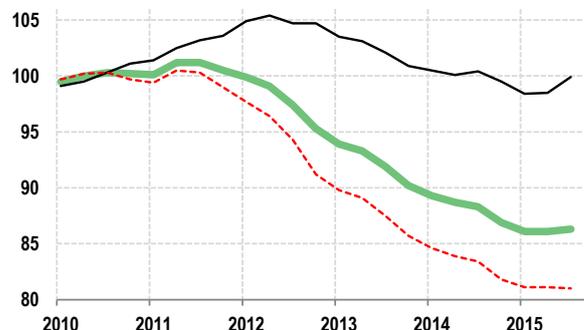
Le redressement de l'immobilier entraînerait dans son sillage celui du bâtiment, qui figure parmi les secteurs les plus durement frappés par la crise de ces sept dernières années. Le secteur au sens large compte environ 550 000 entreprises, soit plus que n'importe quel autre pays européen : 513 000 en France, 321 000 en Espagne et 274 000 en Allemagne. Sur les neuf premiers mois de l'année 2015, le secteur représentait environ 4,7% de la valeur ajoutée totale, contre 6,1% en 2008. Entre le T1 2008 et le T3 2015, la valeur ajoutée du secteur de la construction a diminué de 32,1% contre -8,4% pour la valeur ajoutée globale.

D'après des estimations publiées récemment par l'association italienne des entreprises du bâtiment (ANCE), l'investissement dans la construction de logements neufs a chuté de 27,6%, entre 2008 et fin 2015, au profit de la rénovation (+19,4%) et sous le poids de l'effondrement de l'investissement dans le neuf (qui, selon les estimations de l'ANCE, a plongé de 61,1%). On observe néanmoins les premiers signes de reprise comme en témoigne la tendance de

**3- Prix de l'immobilier résidentiel**

Indice 2010 = 100

— Total ; — Neuf ; — Ancien



Source : Istat

l'emploi dans le secteur. Après la chute enregistrée pendant près de deux années consécutives, le nombre total d'emplois dans ce secteur a progressé de 2,5% en g.a. au T2 2015, progression entièrement imputable aux contrats à durée indéterminée. Malgré ces données positives, le bilan depuis le début de la crise est très sombre : 502 000 emplois ont ainsi été détruits dans le bâtiment entre le T4 2008 et le T3 2015.

■ **Investissement : toujours sombre**

L'investissement des entreprises reste décevant, malgré des conditions financières favorables. Alors que les taux d'intérêt bancaires sur les prêts aux sociétés non financières sont tombés en dessous de 2%, la formation brute de capital fixe a baissé de 0,4% au T3, après -0,1% au T2. Selon les estimations de la Banque d'Italie, la situation économique des entreprises italiennes reste stable, mais à des niveaux historiquement faibles. Entre juillet et septembre, les dépenses en infrastructures ont reculé à leur plus bas niveau sur les vingt dernières années et celles en machines-outils et en équipements ont renoué avec la contraction, effaçant la hausse enregistrée au T2.

Les indicateurs récents annoncent une poursuite de l'embellie au cours des prochains trimestres, malgré l'aggravation des risques au niveau mondial. En 2016, la croissance réelle du PIB devrait être bien supérieure à 1%, portée par la demande intérieure. La hausse de la consommation privée va se confirmer sous l'effet conjugué de l'allègement de la pression fiscale et de la baisse des prix du pétrole, favorables au revenu disponible des ménages. Il faut s'attendre à un essoufflement des exportations, mais l'investissement est appelé à repartir à la hausse. Le gouvernement italien vient en effet d'adopter des mesures en faveur des investissements des entreprises en machines et équipements de production.

Paolo Ciocca et Simona Costagli

[paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com) [simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)

<sup>1</sup> Banque d'Italie, "Survey on Household Income and Wealth - 2014", *Suppléments au Bulletin statistique - Enquêtes par sondage*, décembre 2015.

## Espagne

### Dynamisme économique, blocage politique

L'économie espagnole devrait pâtir de l'essoufflement de la croissance dans certains pays émergents. Elle conserve cependant de nombreux atouts. La profitabilité record des entreprises, des conditions de financement avantageuses, ainsi que les besoins de renouvellement du stock de capital, devraient soutenir l'investissement. Les créations d'emplois et les gains de pouvoir d'achat devraient, par ailleurs, continuer à soutenir la consommation des ménages. La transformation du paysage politique espagnol à l'issue des élections générales du 20 décembre 2015 suscite cependant certaines interrogations quant à l'orientation de la politique économique du pays.

La croissance espagnole devrait perdre un peu de son éclat au cours des prochains trimestres. Le pays, fortement exportateur<sup>1</sup> et qui avait diversifié ses débouchés en exportant davantage vers l'Asie (9,2% des exportations de marchandises au T3 2015, contre 6,3% en 2007) ou l'Amérique latine, pâtira de l'essoufflement de la croissance dans ces zones.

#### ■ Dynamisme économique

L'Espagne conserve cependant de nombreux atouts, et devrait afficher un rythme de croissance relativement soutenu (+3,1% en 2015 et +2,2% en 2016). Les entreprises gagnent des parts de marché et récoltent ainsi le résultat d'années d'efforts en termes de compétitivité. Elles bénéficient aussi de l'euro faible et de la bonne résistance de la demande en zone euro, notamment en France et en Allemagne, principaux partenaires commerciaux (respectivement 15,5% et 10,5% des exportations de marchandises, cf. graphique 1). Selon l'enquête Markit, l'indice des commandes étrangères adressées aux entreprises manufacturières a d'ailleurs légèrement progressé au quatrième trimestre (à 54,8 en moyenne, après 52 au T3 2015).

Les conditions de financement plus avantageuses découlant de la politique monétaire de la BCE, ainsi que les besoins de renouvellement du stock de capital, devraient soutenir l'investissement. La contraction des prix des matières premières devrait, par ailleurs, conforter les taux de marge déjà élevés des entreprises. L'ensemble de ces facteurs, couplé à une légère remontée des prix immobiliers depuis début 2015, pourrait également soutenir l'investissement dans la construction, encore très en deçà des niveaux observés avant la crise de 2008 (près de -45% au T3 2015 par rapport au T2 2007).

Les entreprises devraient continuer, dans ce contexte, à embaucher. Selon les enquêtes de la Commission européenne ou encore les indices PMI, le rythme des créations d'emplois devrait rester relativement soutenu, en particulier dans les services. L'emploi dans le secteur de la construction, qui s'était effondré de 1,8 million durant la crise et avait lourdement pesé sur l'économie espagnole, devrait également continuer à montrer des signes d'amélioration. Cette dynamique soutiendrait la consommation des ménages qui bénéficie, en outre, de l'absence d'inflation. En décembre 2015, les prix baissaient même légèrement (de 0,1% sur un an) en réponse à l'accroissement de la chute des prix du pétrole.

<sup>1</sup> De 2007 à 2015, le poids des exportations est passé de 26% à près de 33% du PIB espagnol.

#### 1- Synthèse des prévisions

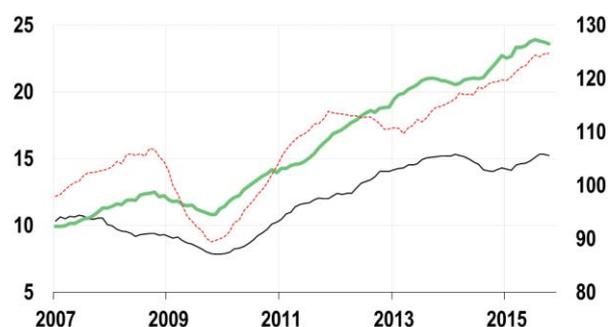
Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>
Consommation privée	3,0	2,5	2,7
Investissement	6,3	4,6	4,1
Exportations	5,9	3,8	4,1
Indice des prix à la consommation (IPC)	-0,6	0,0	1,2
IPCH hors alimentation et énergie	0,3	0,5	0,7
Taux de chômage (%)	22,4	21,0	20,0
Balance courante (% PIB)	0,6	0,3	0,4
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-4,6	-3,7	-2,3
Dette publique (% PIB)	100,8	102,0	100,7

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Tassement des exportations vers l'Asie et l'Amérique latine

Exportations en milliards d'euros (cumul sur 12 mois)

— Vers l'Asie ; — Vers l'Amérique latine ; - - - Vers la zone euro (e.d.)



Source : Banco de Espana

#### ■ Blocage politique

L'Espagne est parvenue à enclencher une dynamique de croissance et à écarter le spectre d'une crise souveraine au prix de mesures d'austérité drastiques. Le déficit budgétaire aurait atteint 4,6% du PIB en 2015, après avoir culminé à 10,4% du PIB en 2012. Il pourrait se rapprocher de 4% du PIB en 2016. Toutefois, cette embellie ne suffit pas à calmer le mécontentement de nombre d'Espagnols en proie à des difficultés persistantes. En effet, le PIB restait, au troisième trimestre 2015, inférieur de près de 4,5% au précédent point haut du deuxième trimestre 2008 et le taux de chômage supérieur de près de 14 points à celui du printemps 2007 (à 21,6% en octobre, contre 26,2% au T1 2013), malgré la création



de près de 550 000 emplois depuis l'hiver 2014. La modération salariale et la dégradation de la qualité de l'emploi jouent également. En effet, près de 15% salariés travaillaient à temps partiel au troisième trimestre (contre 11,6% en 2007).

Le fait est que l'Espagne se retrouve dans une impasse politique, après les élections générales du 20 décembre 2015. Le Parti populaire (PP, de droite), sorti victorieux des urnes, est dans l'incapacité de former seul un gouvernement. Crédité de 28,7% des voix à l'issue du scrutin, il dispose de seulement 123 sièges au Congrès des députés (sur un total de 350). Aucune coalition ne se dessine par ailleurs, pour l'instant. Le PP ne peut compter sur Ciudadanos qui, arrivé en quatrième position avec 13,9% des voix, ne dispose que de 40 sièges. Une grande coalition de gauche est également à ce jour peu probable. Les principaux partis, le PSOE (Parti socialiste ouvrier espagnol) (22% des voix et 90 sièges) et le parti de gauche radicale Podemos (12,7% des voix et 42 sièges), s'opposent pour l'instant sur la démarche à suivre en Catalogne. Podemos, sans se prononcer sur l'indépendance de la région, souhaite la tenue d'un référendum d'autodétermination, tandis que le PSOE est fermement attaché à l'unité de l'Espagne. Une grande coalition de gauche qui parviendrait à regrouper une majorité de sièges (fixée à 176), nécessiterait par ailleurs une alliance entre le PSOE avec un grand nombre d'autres petits partis, dont des indépendantistes basques.

Une coalition entre le PP et le PSOE permettrait à l'Espagne de poursuivre les politiques mises en œuvre. Une telle alliance suppose toutefois que ces partis parviennent, de part et d'autre, à surmonter certaines réticences. Le passé franquiste de l'Espagne a en effet créé un clivage profond entre le PP et le PSOE. Par ailleurs, ceux-ci tireraient à terme peu profit d'une telle coalition. Les Espagnols ont en effet montré, lors de ces élections, vouloir mettre fin à l'hégémonie des partis traditionnels. Les électeurs de gauche, en particulier, pourraient plébisciter davantage encore Podemos en cas du soutien du PSOE au PP.

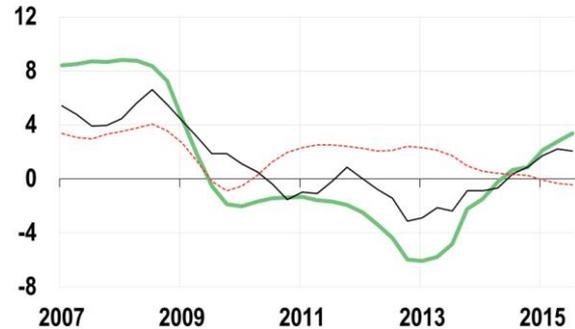
Un gouvernement minoritaire mené par le PP est plus probable. Le premier ministre sortant Mariano Rajoy pourra en effet à nouveau gouverner s'il obtient une majorité simple des voix au second tour du vote d'investiture au Congrès des députés<sup>2</sup>. Seul Ciudadanos a déjà fait savoir qu'il s'abstiendrait lors du vote d'investiture, mais le regain de sympathie à l'égard de Podemos peu avant les élections de décembre pourrait amener le PSOE à reconsidérer son soutien, au moins implicite, au PP. En effet, si aucun gouvernement n'est investi dans les deux mois qui suivront le premier vote d'investiture prévu en janvier, l'Espagne devra convoquer de nouvelles élections. Ce gouvernement minoritaire, s'il est élu, sera cependant instable. Le PP, qui ne pourra légiférer qu'avec les voix de ses opposants politiques, disposera en effet de peu de marges de manœuvre pour gouverner.

Ce *statu quo* national intervient au moment où les indépendantistes catalans, forts d'une majorité de sièges au Parlement, vont pouvoir engager le processus d'indépendance de leur région, qui génère près de 20% du PIB national. La coalition « Junts pel Sí » (« Ensemble pour le Oui »), qui regroupe plusieurs partis

### 3- Progression du revenu disponible des ménages

Moyenne mobile sur un an (glissement annuel, %)

— Rémunération des salariés — Revenu disponible  
- - - Déflateur des prix à la consommation



Source : INE

indépendantistes arrivés en tête des élections régionales du 27 septembre dernier, est en effet parvenu à obtenir l'appui du parti indépendantiste d'extrême gauche CUP (Candidature d'unité populaire) en échange du non renouvellement du mandat d'Artur Mas, chef de file de « Junts pel Sí », à la tête du gouvernement catalan. Celui-ci, de centre droit, était associé aux politiques de rigueur administrées en Catalogne au cours de ces dernières années et à des scandales de corruption qui ont entaché son parti. Ce processus n'est qu'une première étape avant la tenue d'un référendum d'autodétermination en Catalogne. Il pourrait, par ailleurs, amener les différentes parties prenantes à engager des négociations, mais il ne manquera pas d'alimenter les débats politiques au cours des prochains mois.

L'Espagne devra relever nombre de défis sans mettre en péril les finances publiques d'un gouvernement fortement endetté (99,3% du PIB en 2014). L'ensemble des partis seront donc vraisemblablement amenés à trouver des compromis et à assouplir les politiques d'austérité sans que celles-ci soient remises en cause.

Catherine Stephan

[catherine.stephan@bnpparibas.com](mailto:catherine.stephan@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Une majorité absolue est nécessaire au premier tour. Dans le cas d'une majorité simple, seules les voix exprimées comptent.

## Brésil

### 10 de chute

Les années se suivent et pourraient se ressembler. Après une année 2015 cauchemardesque, 2016 ne s'annonce pas sous de meilleurs auspices. La profonde crise politico-institutionnelle pourrait encore peser sur la confiance des agents économiques, moteur essentiel d'une hypothétique reprise économique, sur fond de contexte international difficile. Le nombre clé (mais pas magique) est 10% : c'est le niveau de la cote de popularité de la présidente, de l'inflation, du déficit public, de l'augmentation de la dette publique en un an, bientôt du taux de chômage, ainsi que du recul de l'industrie depuis 2013. Après l'échec d'une économie rentière et des politiques de relance par la demande, le salut passe par l'ouverture et un choc d'offre.

#### ■ 2015-2016 : copier-coller

Plus d'un an après l'éclatement du méga scandale de corruption *Petrolão*, les investigations judiciaires et les mises en examen se poursuivent et continuent de faire trembler l'establishment politique et économique brésilien. Suspecté dans cette affaire, le président de la Chambre des députés Eduardo Cunha (du parti centriste PMDB membre de la coalition gouvernementale) a accepté le 2 décembre l'ouverture d'une procédure de destitution à l'encontre de Dilma Rousseff, au motif de falsification des comptes publics visant à amoindrir l'ampleur du déficit budgétaire. En attendant l'ouverture de la nouvelle session parlementaire début février, nul n'est en mesure de dire si la procédure ira à son terme. Et une démission de Dilma Rousseff, malgré une cote de popularité aussi faible que 10%, ne semble pas à l'ordre du jour.

Nous avons de nouveau révisé à la baisse nos prévisions de croissance du PIB pour 2015-2017. Nous tablons désormais sur une chute cumulée du PIB réel de l'ordre de 10% entre mi-2014 et début 2017. Le climat politique, très dégradé et incertain, devrait continuer de peser sur la confiance des investisseurs et des ménages au cours des prochains trimestres. Baisse des salaires réels (-3,5% g.a. sur onze mois en 2015), montée en flèche du taux de chômage (attendu à 10% en 2016 contre 5% en 2014), probable contraction du crédit bancaire dans les prochains mois assortie d'une hausse déjà marquée des taux d'intérêt prêteurs (+700 pb en un an) ne permettent pas d'envisager une reprise à court terme. Par ailleurs, le contexte international (i.e. ralentissement chinois, reprise poussive dans les pays développés, prix des matières premières en berne) ne constitue pas un facteur de soutien pour l'économie brésilienne. Le PIB réel s'est de nouveau contracté de 1,7% (t/t cvs au T3) pour le septième trimestre consécutif (à l'exception du +0,1% au T4 2014). Sur les neuf premiers mois de 2015, le recul du PIB s'établit à 3,2% par rapport à la même période de 2014. L'investissement (19% du PIB réel) a plongé de 12,7% en glissement annuel sur neuf mois et la consommation des ménages (67% du PIB réel) de 3%.

Dans ce contexte récessif et de forte dépréciation du real (-33% face au dollar en 2015), l'ajustement des comptes externes devrait se poursuivre. L'amélioration rapide de la balance commerciale et la bonne tenue des investissements directs étrangers devraient permettre au Brésil de préserver une position de solvabilité et de liquidité extérieure solide en 2016-2017. Le risque de crise de balance des paiements n'est donc pas une source d'inquiétude, tout comme celui d'une déstabilisation du système bancaire, jugé solide, malgré une détérioration attendue de la qualité des actifs, déjà observable en 2015. *A contrario*, la détérioration vertigineuse des finances publiques est très préoccupante.

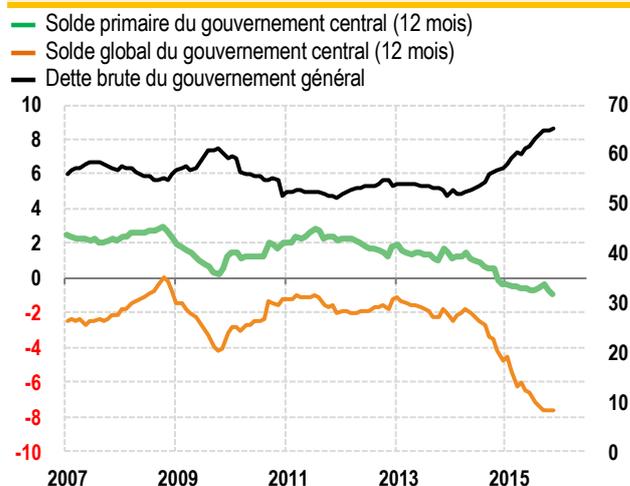
#### 1- Synthèse des prévisions

	2015f	2016f	2017f
PIB (croissance %)	-3,8	-4,0	0,0
Inflation (moyenne annuelle, %)	9,0	9,0	7,0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-12,0	-10,9	-9,8
Dette publique brute (en % du PIB)	66,9	75,6	80,3
Solde courant (en % du PIB)	-3,4	-2,3	-3,0
Dette externe (en % du PIB)	29,3	35,2	34,1
Réserves de change (USD mds)	349	350	355
Réserves de change, en mois d'imports	15,1	14,8	14,7
Taux de change USD/BRL (fin d'année)	3,96	4,15	4,30

f. estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Finances publiques

% PIB



Sources : Ministère des Finances, Banque centrale, BNP Paribas

#### ■ Les finances publiques à la dérive

Alimentée par la dépréciation du real, l'inflation (10,7% en 2015 contre une cible de 4,5% +/- 2pp) a atteint un niveau record depuis 2002. Mais la volonté de la banque centrale de resserrer de nouveau la politique monétaire se heurte à l'augmentation rapide de la charge d'intérêt sur la dette publique (+3,2 points de PIB de janvier à novembre 2015 par rapport à 2014 à 8,3% du PIB), qui est libellée à 93% en monnaie locale. Depuis début 2015, les taux de rendement obligataire à 4 ans ont grimpé de 350 points de base (pb) à 16,3%, et les spreads de taux à 10 ans sur les obligations souveraines en devises (510pb) ainsi que ceux des CDS à 5 ans (480pb) ont plus que doublé.



Le thème de la *fiscal dominance*, cher à Olivier Blanchard, ex-chef économiste du FMI (NBER Working Paper 10389, mars 2004), fait de nouveau débat au Brésil : une hausse des taux d'intérêt réels destinée à soutenir le taux de change conduirait *in fine* à une dépréciation de ce dernier et donc à une hausse de l'inflation. En effet, l'augmentation de la probabilité de défaut sur la dette publique domestique, associée à la hausse des taux d'intérêt génère une aversion au risque croissante des investisseurs. En conclusion, la politique monétaire est contre-productive et seule la politique budgétaire peut être un instrument efficace pour réduire l'inflation.

*Fiscal dominance* ou pas, le programme d'assainissement des finances publiques lancé par le ministre des Finances Joaquim Levy, il y a tout juste un an, est un échec. Le déficit primaire du secteur public consolidé s'établit à 0,7% du PIB sur les onze premiers mois de 2015 et le déficit global à 9% du PIB. Avec la réintégration dans les comptes du gouvernement fédéral de BRL 57 mds (2% du PIB) en décembre au titre du remboursement des *pedaladas* (dépenses affectées aux bilans des banques publiques en contravention de la loi fiscale), le déficit global devrait excéder 10% du PIB en 2015 et 2016. Conséquence directe, la dynamique de dette publique brute est alarmante, avec une hausse de 8 points de PIB en 2015 (hausse du stock de dette et chute du PIB nominal) et de 13 points de PIB supplémentaires attendue en 2016-2017, à 80% dans deux ans.

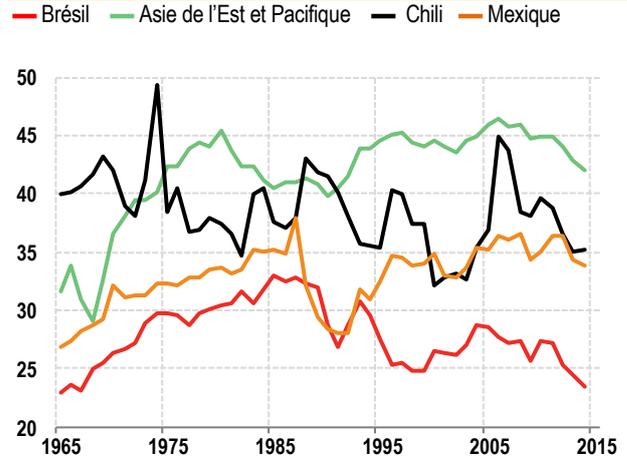
Du point de vue structurel, la rigidité budgétaire fait que la marge de manœuvre du gouvernement ne porte que sur environ 10% des dépenses dites « discrétionnaires », dont l'investissement public qui a déjà été rogné ces derniers mois. Ensuite, le poids important des prélèvements obligatoires (35% du PIB), comparativement à la moyenne des pays émergents, réduit la « tolérance » à l'impôt supplémentaire. Du point de vue conjoncturel, le marasme économique, accentué par le tour de vis budgétaire, a induit des pertes de recettes importantes. Enfin, Dilma Rousseff a été réélue d'une courte tête en octobre 2014 sur un programme plutôt social. Et le revirement de politique, dicté par les événements, s'est confronté à l'hostilité du congrès. La difficulté à faire adopter des réformes douloureuses, la détérioration continue des comptes publics et la subséquente dégradation de la note souveraine en catégorie spéculative par Fitch en décembre 2015 (après Standard & Poor's en septembre) auront eu raison de la ténacité de Joaquim Levy, qui a démissionné. Il a été remplacé par Nelson Barbosa, précédent ministre de la Planification et proche de la présidente. Un desserrement de la bride budgétaire est à craindre, la perte du sacrosaint statut d'*investment grade* étant perçu par certains comme une forme de libération de la pression des investisseurs internationaux et une aubaine plutôt qu'un signal d'alarme pour mener une politique de relance (subventions, soutien au secteur de la construction, réactivation du crédit *via* les banques publiques?) et essayer d'infléchir la politique monétaire.

■ **Sortir d'une économie rentière par un choc d'offre**

La politique expansionniste de soutien à la demande (2011-2014) relevait d'une erreur de diagnostic économique et d'un dogmatisme politique. Si le rebond conjoncturel passe indubitablement par la poursuite des efforts budgétaires et une épuration politique à même de générer un regain de confiance des agents économiques, des

**3- Part de valeur ajoutée de l'industrie**

% PIB, prix courants



Sources : calculs de l'OCDE basés sur des données IBGE et IPEADATA pour le Brésil et sur des données Banque mondiale pour les autres pays

réformes structurelles, axées sur l'offre, sont impératives pour consolider la croissance économique à moyen terme.

Initié dans les années 1930, l'essor du secteur industriel brésilien s'est pérennisé dans les années 1950 grâce à une stratégie de substitution aux importations. Mais le *custo Brasil* (en référence au coût opérationnel important associé à l'environnement des affaires) a fini par éroder la compétitivité du secteur industriel : la production manufacturière a périclité de près de 10% depuis 2013 pour retrouver le niveau de 2005, et ce malgré l'ajustement conséquent du taux de change. Selon l'OCDE (Brazil Economic Survey, novembre 2015), la productivité par tête dans le secteur manufacturier a stagné sur la dernière décennie (en légère hausse, ajusté des heures travaillées). Elle était en 2012 cinq fois moindre que la moyenne des 41 pays émergents et développés considérés. Parallèlement, les coûts salariaux unitaires ont plus que doublé. L'industrie brésilienne génère désormais seulement 26% de la valeur ajoutée (contre 36% en moyenne dans les pays à revenus intermédiaires). Le Brésil a, de fait, une structure économique typique des pays à hauts revenus, les services étant à l'origine de plus de 70% de la valeur ajoutée.

Au final, malgré la manne des matières premières au cours des années 2000, le taux d'ouverture commerciale du Brésil est demeuré faible. Le syndrome hollandais n'est plus d'actualité et l'avenir économique du pays passe par une stratégie industrielle et d'ouverture. Le cadre réglementaire doit être simplifié, voire refondé (code du travail, fiscalité, renforcement du droit des contrats et de la justice), les protections commerciales et les barrières à l'entrée limitant la concurrence assouplies ou supprimées (peu d'accords de libre-échange, taxes à l'importation de produits intermédiaires pénalisant la compétitivité, rentes monopolistiques ou oligopolistiques). Enfin, le serpent de mer que constitue la faiblesse des infrastructures, de la formation et des politiques d'innovation doit être au cœur d'une ambitieuse politique industrielle et de relance de l'investissement.

Sylvain Bellefontaine  
[sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com](mailto:sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com)

## Russie

### Un léger mieux menacé par les prix du pétrole

Depuis juillet, la situation économique a cessé de se détériorer. Néanmoins, les risques sur la croissance sont extrêmement élevés au vu de l'évolution récente des prix du pétrole. A ce jour, un « léger mieux », en particulier du côté des entreprises, est à signaler. La situation des ménages reste, quant à elle, extrêmement fragile. A court terme l'économie russe pourra faire face à ses engagements. A l'inverse, dès 2017, le financement du déficit budgétaire pourrait devenir problématique : le fonds de réserve sera alors insuffisant pour financer l'intégralité du déficit, à moins que le gouvernement ne réduise très sensiblement ses dépenses. Cette échéance pourrait être avancée en l'absence de rebond des prix du pétrole.

#### ■ Fragile amélioration de la confiance des entreprises

Le point bas de la récession semble avoir été atteint au deuxième trimestre 2015. En effet, au T3, la contraction de l'activité a été moins marquée qu'au T2 (-0,6%T/T au T3-15 par rapport à -1,3% au T2-15) et qu'au T3 2014 (-4,1% en g.a au T3-15 vs -4,6% au T2).

C'est en particulier la hausse de la production dans le secteur agricole qui a permis de soutenir l'économie, en raison de la substitution de la consommation de produits locaux aux produits importés. Cette amélioration semble se poursuivre au quatrième trimestre dans la mesure où la production agricole aurait enregistré une augmentation de 3% en g.a en octobre dernier. Globalement, même si la production dans l'industrie continue de se contracter (-3,5% en g.a en octobre), l'amélioration enregistrée depuis le mois de juin s'est poursuivie, jusqu'à présent.

La consommation des ménages reste lourdement pénalisée par, d'une part, l'inflation toujours forte bien qu'en légère décélération (+14,9% en g.a au mois de novembre vs +15,8% en juillet), et, d'autre part, par la baisse des salaires réels, même si elle s'est légèrement infléchie en novembre dernier (-9% en g.a). Ainsi, les ventes au détail enregistraient un nouveau recul de 13,1% en g.a au mois de novembre. A l'inverse, la situation des entreprises, notamment dans l'industrie, semble avoir cessé de se détériorer. Les entrepreneurs sont en effet plus confiants si l'on en croit les résultats des enquêtes dans l'industrie manufacturière. L'indice PMI manufacturier était au-dessus de 50 au mois de novembre, et ce pour le deuxième mois consécutif, même s'il a affiché une nouvelle baisse en décembre. Les investissements des entreprises ont affiché une hausse en novembre dernier de +3,1% par rapport à l'année dernière. Même si cette augmentation semble encore prématurée (il s'agit principalement d'un effet de base), il y a eu une réelle inflexion depuis le mois de juillet (quand la baisse avait atteint -8,5% en g.a). Par ailleurs, sur l'ensemble de l'année 2015 les profits ont affiché une hausse par rapport à l'année 2014.

Néanmoins, en dépit de ce « léger mieux » dans l'industrie, les perspectives de croissance à court et moyen terme ne sont guère favorables. L'activité restera fortement contrainte par i) les prix du pétrole et des métaux de base qui ne devraient pas se redresser significativement au cours des douze prochains mois (même si la baisse sera partiellement compensée par la dépréciation du rouble face au dollar), ce qui affectera les décisions d'investissement dans ces secteurs ii) des conditions de crédit peu favorables (pas tant en raison des taux d'intérêt réels, qui restent négatifs, mais du point de vue des banques qui sont réticentes à prêter), iii) des salaires réels toujours en baisse du fait d'une inflation bien supérieure à la hausse des salaires nominaux.

#### 1- Synthèse des prévisions

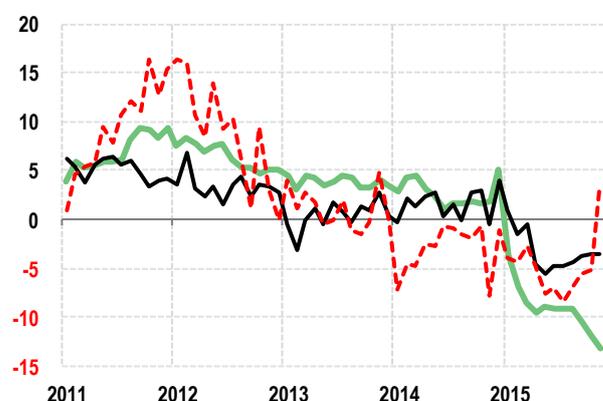
	2015f	2016f	2017f
PIB réel, variation annuelle, %	-3,8	-2,0	0,5
Inflation, IPC, var. annuelle, %	15,6	8,5	7,0
Solde budg. des admin. pub. % du PIB	-5,0	-4,3	-3,0
Dette des adm. publiques, % du PIB	18,5	18,9	21,0
Balance courante, % du PIB	5,5	1,5	3,5
Dette externe, % du PIB	32,4	37,2	34,8
Réserves de change, mds USD	371	370	370
Réserves de change en mois d'imports	10,9	14,6	13,6
Taux de change RUB/USD (fin d'année)	73,0	70,5	69,0

f. estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Indicateurs d'activité

En glissement annuel, %

— ventes au détail, — production industrielle, - - - investissements



Source : Banque centrale de Russie

En résumé, la situation reste extrêmement fragile, et ce en particulier si les prix du pétrole restent aussi bas.

#### ■ Pressions sur le budget

Le budget 2016 a été accepté en dernière lecture par la Douma en décembre dernier. Ce budget prévoit un déficit du gouvernement fédéral de 3% du PIB, financé intégralement par un prélèvement sur le fonds de réserve. A ce jour, les hypothèses retenues pour la construction du budget ne sont pas réalistes. Le gouvernement prévoit, en particulier, une croissance de 0,7% sur l'ensemble de l'année. Par ailleurs, les hypothèses relatives au prix du pétrole (USD 50/baril i.e 63 RUB/USD) semblent très optimistes au regard



des cours actuels. Le gouvernement a déjà annoncé une révision du budget au cours du T1-16. Mais, indépendamment du niveau du déficit, le plus préoccupant est la baisse du fonds de réserve. Au 1er décembre, il n'était plus que de USD 60 mds (soit USD 30 mds de moins qu'il y a un an). Dans ces conditions, le fonds de réserve pourrait être insuffisant pour financer l'intégralité du déficit en 2017, ce qui pourrait alors devenir problématique si la situation politique de la Russie ne lui permettait toujours pas de se financer sur les marchés internationaux. En outre, l'épuisement du fonds pourrait avoir lieu dès 2016 si les prix du pétrole restaient durablement bas.

■ **Manque d'investissements : un des facteurs à l'origine de la baisse de la croissance potentielle**

Indépendamment de la crise que traverse actuellement la Russie, le niveau de sa croissance potentielle est très préoccupant. Le consensus des économistes est une croissance proche de 1% voire 1,5%, même si selon certains économistes elle pourrait être proche de 0 ; avant la crise de 2008 on l'estimait autour de 7%. L'évolution de la population active n'est qu'en partie à l'origine de cette révision. C'est surtout le manque d'investissements et la faible diffusion du progrès technique qui en sont à l'origine.

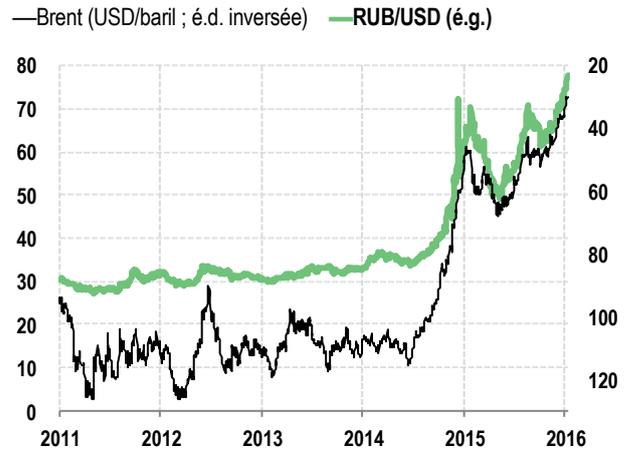
Les investissements en capital productif sont en effet très insuffisants pour soutenir la croissance, et ce depuis plusieurs années. Selon le Conference Board, la contribution du capital à la croissance russe n'était que de 1,7 point de pourcentage sur la période 2007-12 et ne s'élevait plus qu'à 0,5 point de pourcentage en 2014 avant même l'effet des sanctions. A titre de comparaison, dans les autres pays émergents, la contribution du capital à la croissance s'élevait, sur la période 2007-12, à 4,3 points de pourcentage (p.p) et à 4,4 p.p en 2014.

Par ailleurs, contrairement à de nombreux autres pays émergents, la Russie n'a pas bénéficié de transferts de technologies importants via les IDE, en particulier dans les secteurs hors industrie minière. Par conséquent, le manque d'investissement productif (national et étranger) a généré un net ralentissement de la productivité globale des facteurs (PGF) dont la croissance n'était plus que de 0,8% en moyenne sur la période 2007-12, alors qu'elle atteignait 4,7% sur la période 1996-2006. Ainsi, en 2014, la contribution de la PGF à la croissance était de -0,2 point de pourcentage.

La contribution des investissements à la croissance en Russie est structurellement faible par rapport à celle qui prévaut dans les autres pays émergents. Cela s'explique, en partie et historiquement, par un environnement institutionnel particulièrement défavorable. Or, à force de réformes, le gouvernement semble être parvenu à améliorer l'environnement des affaires au vu des derniers rapports de la Banque mondiale. Mais cette amélioration n'est plus suffisante pour compenser la détérioration de la position financière des entreprises, enregistrée dès 2012, laquelle est à l'origine de la décélération des investissements.

C'est en effet à partir du premier trimestre 2012 que les investissements (dans leur ensemble) ont commencé à décélérer pour diminuer très sensiblement à partir du troisième trimestre 2013. Ce ralentissement est donc bien antérieur à la crise de 2014, et à la mise en place des sanctions financières internationales et à la chute du prix du pétrole. La conjonction d'événements défavorables n'a fait qu'aggraver la situation économique qui avait commencé à se

3- Cours de change et prix du pétrole



Source : Banque centrale de Russie

détériorer dès la fin 2011. En outre, si l'on exclut les investissements en logements, la baisse des investissements est encore plus prononcée.

Ce ralentissement significatif des investissements s'explique par i) la baisse du chiffre d'affaires induite par la chute des prix des matières premières et ii) la déformation du partage de la valeur ajoutée au profit des salaires.

Les profits des entreprises ont ralenti à partir de 2011 et diminué dès la mi-2012. Cette décélération résulte, d'une part, de la stagnation des prix des matières premières et, d'autre part, de la hausse des coûts de production, et en particulier celle des coûts du travail. La hausse des salaires a été bien supérieure à la hausse de la productivité, et ce dans tous les secteurs d'activité jusqu'à la fin 2013. L'écart entre le taux de croissance des salaires et celui de la productivité n'a cessé de se creuser entre 2003 et 2013.

En retour, les banques sont devenues dans le même temps plus averses aux risques, en particulier envers les petites entreprises.

Concernant les investissements en capital réalisés par le gouvernement, ils dépendent principalement des recettes budgétaires lesquelles sont fortement corrélées à l'évolution du prix du pétrole. Ces investissements ne font pas partie des dépenses « essentielles » comme l'a rappelé le gouvernement lors de la présentation de son budget 2016. Ainsi, conjointement à la stabilisation puis à la baisse des prix du pétrole, ils ont baissé depuis 2012. Ils n'atteignaient que 0,2% du PIB en 2014 (vs 0,5% du PIB en 2015).

Johanna Melka  
[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



## Inde

### Les banques publiques sur la sellette

La situation économique en Inde continue de s'améliorer. Les perspectives de croissance sont bien orientées et les entreprises commencent à reconstituer leurs profits. Néanmoins, plusieurs zones d'ombre doivent être soulignées. Les risques de crédit dans le secteur bancaire continuent d'augmenter et les banques publiques ont besoin de capitaux pour respecter les ratios de solvabilité. Le gouvernement ne pourra pas couvrir tous leurs besoins. Elles devront donc impérativement parvenir à redresser leurs comptes avant de tenter de lever des fonds sur les marchés. Dans le même temps, le gouvernement n'est toujours pas parvenu à faire adopter la réforme sur la taxe des biens et services lors de la dernière session parlementaire de décembre.

Au premier semestre de l'exercice budgétaire 2015/16, la croissance a légèrement décéléré à 7,2% contre 7,5% au premier semestre de l'exercice précédent. Néanmoins, depuis le deuxième trimestre, la croissance a enregistré une réelle accélération, laquelle devrait se poursuivre, favorisée notamment par la consolidation de la situation financière des entreprises.

#### ■ La croissance accélère

Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire 2015/16, la croissance économique indienne a accéléré à 7,4% par rapport à la même période l'année dernière (vs +7% au trimestre précédent) soutenue par une consommation dynamique et une forte accélération des investissements publics. Néanmoins, la contribution des exportations nettes à la croissance était encore négative (-0,4 point de pourcentage), résultat de la baisse des exportations de 4,7% en glissement annuel (g.a) au T2 FY2015/16.

Au vu des derniers indicateurs conjoncturels, la croissance a continué sur sa lancée au début du troisième trimestre de l'exercice budgétaire. La production industrielle affichait une hausse de 9,8% en g.a au mois d'octobre sous l'impulsion d'une forte hausse de la production de biens de consommation (+18,4% en g.a) mais aussi de biens d'équipement (+16,1% en g.a). La hausse du pouvoir d'achat des ménages (favorisée jusqu'à présent par la baisse des pressions inflationnistes) a permis de soutenir la consommation privée et les ventes de véhicules automobiles (+14% en g.a en novembre).

Néanmoins, toute la question est de savoir si les entreprises ont et vont recommencer à investir. Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire en cours, les investissements ont enregistré une croissance de plus de 6,8% en g.a, contribuant ainsi à hauteur de 2,1 points de pourcentage à la croissance. Néanmoins, il semblerait que cette hausse soit le reflet de l'augmentation des dépenses d'investissement du gouvernement et non d'une reprise des investissements de la part des entreprises. Si l'on se réfère aux données relatives au budget du gouvernement, les dépenses en capital réalisées dans le cadre de son programme de développement ont augmenté de plus de 8% en g.a sur les huit premiers mois de l'exercice budgétaire en cours. Par ailleurs, c'est principalement dans les secteurs des infrastructures et de la construction que les crédits bancaires ont enregistré une accélération, et plus particulièrement dans la construction de routes.

#### ■ Baisse des tensions sur les entreprises

Au T3-2015, la situation financière des entreprises s'est améliorée, favorisée notamment par la forte baisse de leurs coûts en matières premières. Ainsi, leurs profits nets ont enregistré une hausse de 7%

### 1- Synthèse des prévisions

	2015f	2016f	2017f
PIB réel <sup>(1)</sup> , variation annuelle (%)	7,3	7,3	8,0
PIB réel <sup>(2)</sup> , variation annuelle (%)	7,1	7,1	7,5
Inflation moyenne (CPI, %)	4,9	5,9	5,4
Solde budgétaire gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-4,1	-3,9	-3,5
Dette publique gouv. central <sup>(1)</sup> / PIB (%)	46,2	46,2	44,9
Solde courant <sup>(1)</sup> / PIB (%)	-1,3	-0,8	-0,9
Dette extérieure <sup>(1)</sup> / PIB (%)	22,9	22,9	22,3
Réserves de change <sup>(1)</sup> , mds USD	352	370	395
Réserves de change <sup>(1)</sup> , en mois d'imports	6,7	7,6	7,6
Taux de change INR/USD (fin d'année)	66,2	66,6	65,9

(1): année budgétaire (du 1er avril de l'année t-1 au 31 mars de l'année t)

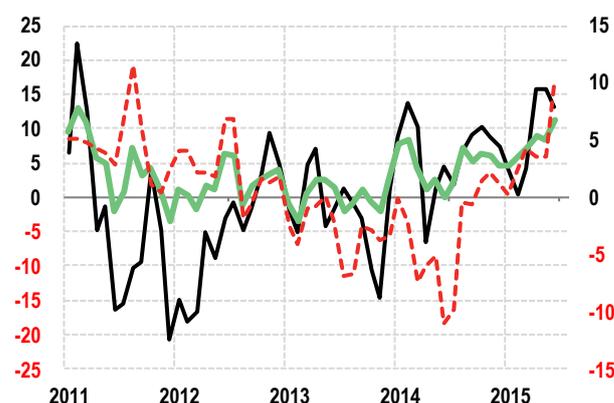
(2): année calendaire

f. estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Production industrielle

Croissance sur deux mois (%)

— Production industrielle — Biens en capital (é.g.)  
- - - Biens de consommation



Source : RBI

en g.a au T3-15 alors qu'ils avaient baissé lors des trois trimestres précédents.

Par ailleurs, suite à un processus de désendettement, la position financière des entreprises est moins tendue. Au T3-15, 30,3% de leurs revenus avant impôts était consacré au paiement des intérêts, alors que cette part était proche de 36% fin 2014. Ainsi, leurs revenus avant impôts couvraient 3,3 fois leurs charges d'intérêt au T3-2015 alors qu'ils ne représentaient que 2,8 fois les intérêts fin 2014. Dans le même temps, le taux de profit des entreprises a



augmenté. Les profits nets (après paiement des taxes) représentaient 7,7% du chiffre d'affaires fin septembre alors qu'ils ne s'élevaient plus qu'à 4,3% des ventes fin décembre 2014.

En résumé, même si la situation financière des entreprises reste fragile, elle s'est améliorée depuis décembre 2014, ce qui est favorable à une reprise de leurs investissements. Néanmoins, plusieurs indicateurs laissent penser que la reprise des investissements privés n'est pas engagée. Les taux d'utilisation des capacités de production baissent, les projets d'investissement diminuent et les investissements interrompus ont augmenté au troisième et au quatrième trimestre 2015.

### ■ Risques en hausse dans le secteur bancaire

Les banques ne bénéficient pas encore de l'amélioration de la situation financière des entreprises. Le dernier rapport de la banque centrale fait état d'une nouvelle hausse du risque de crédit. Les créances douteuses et les crédits restructurés représentaient fin septembre 2015 11,3% des crédits, alors qu'ils ne s'élevaient qu'à 6% en 2011. Ce sont les banques publiques (qui détiennent 75% des actifs bancaires) qui concentrent l'essentiel des créances à risque. Leur ratio s'élevait fin septembre à 14,1% (vs 8% en 2011), alors qu'il n'était que de 4,6% dans les banques privées et de 3,4% dans les banques étrangères. Par ailleurs, c'est dans l'industrie que sont concentrées les créances risquées et plus particulièrement dans cinq secteurs d'activité : le secteur minier, la sidérurgie, le textile, les infrastructures et l'aéronautique. 53% des créances risquées sont concentrées dans ces seuls secteurs d'activité, alors que seulement 24,2% des prêts de l'ensemble du secteur bancaire sont octroyés à des entreprises qui en sont issues. Les secteurs de l'infrastructure et de l'aviation sont les plus exposés (respectivement 61% et 24% des crédits octroyés sont considérés comme étant risqués).

La banque centrale estime dans son dernier rapport sur la stabilité financière que les banques publiques ne pourraient pas couvrir leurs pertes avec leurs provisions (estimées à 3,8% du total des crédits détenus) en cas de détérioration significative de l'environnement économique et financier<sup>1</sup>. 19 banques sur 60 seraient concernées, lesquelles détiennent 36,2% des crédits bancaires (alors qu'elles n'étaient que 16 à l'être en juin 2015). Cinq banques (qui détiennent 2,4% des crédits bancaires) auraient par ailleurs des pertes supérieures à leur capital.

Dans le même temps, la rentabilité des banques a diminué. Le ROA (*Return on Asset*) et le ROE (*Return on Equity*) ont décliné à 0,7 et 8,5 en septembre 2015 alors qu'ils étaient de 1,1 et 13,6 en 2011. Les profits après paiements des taxes ont, par ailleurs, décliné de 4,4% sur la première moitié de l'exercice budgétaire 2015/16, en raison notamment de la forte hausse des provisions (+22,2%). Cette contraction atteignait 22,7% pour les banques publiques.

Fin septembre, dans l'ensemble du secteur bancaire, le ratio de solvabilité n'était que de 12,7%. Mais la situation est très disparate selon les banques. Dans les banques publiques, il est de 11% mais

### 3- Créances risquées

% des crédits totaux

■ Secteur bancaire ■ Banques publiques



Source : RBI

nombreuses sont celles qui affichent un ratio d'environ 10% alors qu'il est de 15,5% dans les banques privées.

Pour améliorer leur ratio de solvabilité, en particulier compte tenu de la détérioration de leurs actifs, le gouvernement a injecté INR 200 milliards en août dernier et INR 50 mds supplémentaires seront injectés d'ici mars 2016 (soit un total d'USD 3,5 mds). Mais ces injections de capital restent très insuffisantes par rapport aux besoins des banques, et ce même en tenant compte des INR 450 milliards supplémentaires (USD 6,4 mds) qui seront injectés d'ici mars 2019 (INR 250 mds au cours de l'exercice 2016/17 et 100 milliards pendant les exercices 2018 et 2019). Le gouvernement, lui-même, estime qu'il est probable qu'il faille rajouter INR 1100 milliards (USD 16 mds). L'agence de notation Fitch estime, pour sa part, que les banques indiennes ont impérativement besoin de recevoir autour de USD 140 mds afin, d'une part, de respecter les nouvelles normes réglementaires fixées par la banque centrale indienne et, d'autre part, de faire face à la montée des défauts de paiements. Sur ces 140 milliards, Fitch estime que les cinq principales banques publiques devront recevoir plus de USD 67 mds.

A ce jour, il est impossible que le gouvernement procède lui-même à l'injection de l'intégralité du capital dont les banques publiques ont besoin pour qu'elles respectent les nouvelles normes réglementaires fixées par les autorités monétaires d'ici le 31 mars 2019<sup>2</sup>. Ses finances ne le lui permettent pas, surtout dans une période de consolidation budgétaire. Les banques devront donc parvenir à lever des capitaux sur les marchés financiers ce qui, à l'heure actuelle, semble difficile compte tenu de leur situation financière.

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Les hypothèses de stress tests sont les suivantes : croissance du PIB à 2,7%, déficit budgétaire à 6,1%, inflation à 10%, déficit courant à 5,5%.

<sup>2</sup> Le ratio de solvabilité en Inde est actuellement de 9% pour l'ensemble du secteur bancaire et va augmenter à 11,5% au 31/03/2019 (de 8% à 10,5% dans le cadre de Bâle III).

## Chine

### Début d'année sous de mauvais auspices

La panique qui a secoué les bourses chinoises dès les premiers jours de janvier est révélatrice des fortes inquiétudes qui persistent au sujet du ralentissement de la croissance et de l'efficacité des actions de politique économique. Elle illustre aussi les difficultés auxquelles sont confrontées les autorités dans leur gestion des réformes structurelles. Face aux risques baissiers qui pèsent sur les perspectives de croissance à court terme, les autorités vont multiplier les mesures de relance. Alors que la progression du crédit peine à se redresser malgré l'assouplissement de la politique monétaire, le gouvernement compte sur l'investissement public et des allègements fiscaux pour soutenir la demande intérieure.

#### ■ Les autorités mises à l'épreuve

L'économie chinoise a souffert en 2015. Dans l'industrie, les difficultés liées à la faiblesse de la demande intérieure et extérieure, aux excès de capacités de production et à la dégradation des profits se sont aggravées, et la croissance a atteint un point bas historique (+6%). Ceci n'a été que très partiellement compensé par la bonne performance du secteur des services (+8,3%). Dans un contexte d'ouverture progressive du compte de capital, la Chine a fait face à des sorties de capitaux sans précédent, ce qui a compliqué à la fois la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante et le processus de réforme du régime de change. En 2015, la banque centrale a perdu 13% de ses réserves de change (qui sont toujours à un niveau très confortable de USD 3330 milliards) et le yuan s'est déprécié de 4,7% contre le dollar. Sur les marchés actions, les cours se sont effondrés au cours de l'été après une année d'euphorie. Les collectivités locales ont vu leurs ressources fondre à cause du ralentissement économique et de la correction sur le marché immobilier, ce qui a sévèrement dégradé leur situation financière et réduit leur capacité à soutenir l'activité. La dette des entreprises (y compris des entités appartenant aux collectivités locales) a continué d'augmenter, atteignant près de 165% du PIB fin 2015, contre 100% fin 2008. Dans ce contexte, la capacité des entreprises à rembourser leur dette a continué de s'affaiblir et la performance du secteur financier de se détériorer.

L'année 2016 ne commence pas sous de meilleurs auspices. Les bourses ont déjà essuyé d'importantes pertes : l'indice composite de la bourse de Shanghai a chuté de 7% le 4, puis encore le 7 janvier (pour finalement cumuler une baisse de 18% sur les quinze premiers jours de 2016). Dans les deux cas, les autorités ont eu recours au système de "coupe-circuit", entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier et destiné à suspendre les cotations pour la journée quand la baisse de l'indice atteint 7% ; mais ce mécanisme a plutôt aggravé la nervosité des investisseurs.

Les épisodes de correction en bourse ont suivi : i) d'une part la publication des indices des directeurs d'achat (PMI) du secteur manufacturier à fin décembre qui, en restant sous la barre des 50, ne laissent pas envisager de reprise de la croissance industrielle à très court terme, et ii) d'autre part, la décision des autorités d'accélérer le mouvement de dépréciation du yuan, qui a perdu 1,6% contre le dollar entre le 1<sup>er</sup> et le 8 janvier. Cette décision est une réponse aux sorties de capitaux qui se sont encore aggravées en fin d'année (comme l'atteste la baisse record des réserves de change en décembre), et une nouvelle étape du processus de réforme du régime de change, visant cette fois à prendre davantage en compte l'évolution du taux de change effectif du yuan. Celui-ci

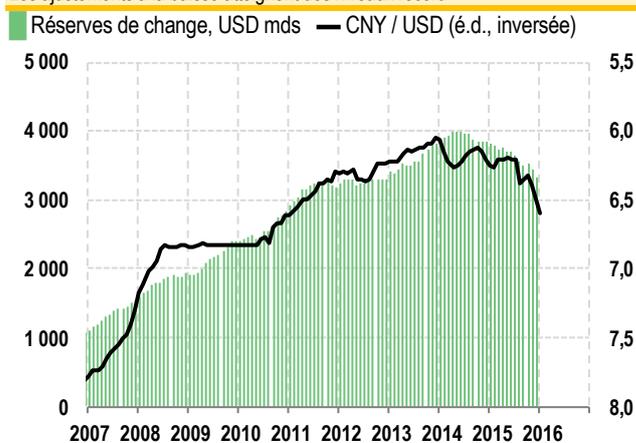
#### 1- Synthèse des prévisions

	2015f	2016f	2017f
PIB réel, variation annuelle, %	6,9	6,3	6,1
Inflation, IPC, moyenne annuelle, %	1,4	1,8	2,0
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-3,1	-3,0
Dette du gouvernement central, % du PIB	18,2	20,0	21,4
Balance courante, % du PIB	3,5	3,5	3,3
Dette externe, % du PIB	7,2	6,6	6,5
Réserves de change, mds USD	3 330	3 200	3 300
Réserves de change, en mois d'imports	19,7	18,2	18,0
Taux de change CNY/USD (fin d'année)	6,49	6,78	6,80

f: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### 2- Réserves et taux de change

Les ajustements à la baisse atteignent des niveaux record



Sources : SAFE, Macrobond

s'est apprécié de 2,9% entre fin 2014 et novembre 2015, sur la base du nouvel indice publié par la banque centrale<sup>1</sup>. Le manque de précisions communiquées par les autorités, les raisons pouvant expliquer la récente dépréciation (difficultés des exportateurs, détérioration du compte de capital), ses possibles conséquences (sur les entreprises locales endettées en devises, sur les marchés des changes de la région) et la nouvelle montée des anticipations d'affaiblissement du yuan à court terme sont autant de facteurs d'anxiété pour les investisseurs.

<sup>1</sup> L'indice composite du China Foreign Exchange Trading System (CFETS) mesure l'évolution du yuan par rapport à un panier de 13 monnaies qui, étonnamment, exclut les devises de certains des principaux partenaires commerciaux de la Chine en Asie (la Corée du Sud par exemple).



En outre, les investisseurs en bourse ont anticipé des ventes en masse de titres de la part des plus gros actionnaires, puisque l'interdiction de vendre qui leur était imposée depuis juin dernier devait prendre fin le 8 janvier. En réponse à la panique, les autorités ont finalement interdit à ces actionnaires de vendre plus de 1% d'une valeur donnée dans les trois prochains mois, et abandonné le mécanisme de "coupe-circuit". Néanmoins, les interférences des autorités sur les marchés et leurs "tâtonnements" réglementaires pourraient bien affaiblir encore davantage la confiance des investisseurs.

■ Poursuite du ralentissement

Les effets de contagion de la crise boursière au reste de l'économie devraient être limités, puisque le financement par actions ne représentait que 5% des nouveaux flux de financement à l'économie en 2015 et que les effets de richesse ne sont pas significatifs (moins de 20% du patrimoine financier des ménages est investi en actions). Les risques "systémiques" sont également relativement modérés, mais se sont néanmoins accrus depuis un an étant donné la montée des interconnexions entre la bourse, les banques et les autres institutions du secteur financier.

Le krach boursier inquiète davantage par le fait qu'il révèle les craintes, fortes et persistantes, au sujet du ralentissement chinois, et semble bien illustrer les enjeux de la transition actuelle de l'économie vers un régime de croissance plus modéré et moins dépendant du crédit et de l'investissement. Les autorités ont en effet de plus en plus de difficultés pour à la fois contenir les risques liés à l'ajustement de l'investissement (i.e. soutenir l'activité) et poursuivre les réformes structurelles (réduction des capacités excédentaires dans l'industrie, rationalisation des finances des collectivités locales, lutte contre la corruption, resserrement réglementaire dans le secteur financier, libéralisation du compte de capital et assouplissement du régime de change...). Ces réformes sont indispensables à la transition mais certaines ont un effet récessif à court terme. En conséquence, au ralentissement économique et à la hausse des vulnérabilités (crise de l'industrie, excès de dette, sorties de capitaux, correction sur les marchés d'actifs) s'ajoute une montée de la nervosité des investisseurs liée aux incertitudes sur la politique économique des autorités chinoises.

Dans notre scénario central, les autorités poursuivent le processus de réformes structurelles dans les années à venir, et multiplient les mesures de relance à court terme, permettant ainsi de contenir l'ampleur du ralentissement de la croissance du PIB. Celle-ci passerait à 6,3% en 2016, contre 6,9% en 2015. Ce scénario reste positif, mais comporte de nombreux risques baissiers, liés notamment aux difficultés de l'industrie, à la baisse de l'efficacité de l'investissement et du crédit, à la détérioration de la situation financière des entreprises, des collectivités locales et des banques, ou encore au risque de contagion du ralentissement industriel au secteur des services.

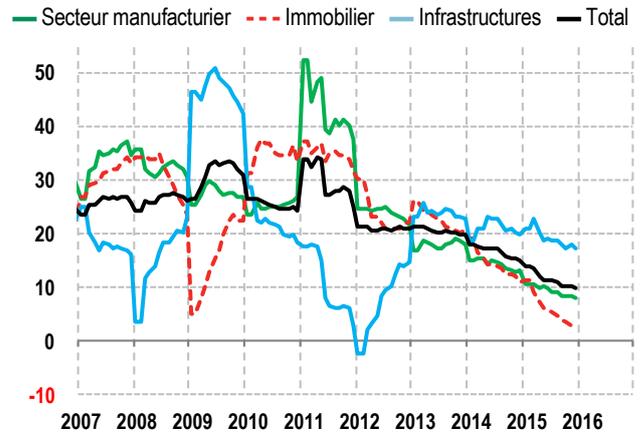
■ La politique budgétaire à la rescousse

Face à ces risques, les autorités vont encore assouplir leur *policy mix*. Depuis novembre 2014, en réponse à l'affaiblissement de la demande intérieure et de l'inflation, la banque centrale a déjà abaissé à six reprises les coefficients de réserves obligatoires (de 20% à 17,5% fin 2015 pour les grandes banques) et les taux de

2- Progression de l'investissement

Les espoirs reposent sur l'investissement public dans les projets d'infrastructure

Investissement nominal, cumulé sur l'année, g.a., %



Source : NBS

référence sur les prêts à un an (de 6% à 4,35%), ce qui a également permis d'alléger la charge d'intérêts sur la dette des entreprises et collectivités locales. L'efficacité de ces actions est néanmoins contrainte par la désinflation, qui élève les taux réels, et les sorties de capitaux, qui ont un effet restrictif sur les conditions de liquidité interne. La progression du total des crédits à l'économie, tous flux de financements confondus, ne s'est pas vraiment redressée en 2015. Néanmoins, sa composition a changé, avec un rôle plus important des financements par obligation et par action. D'autres baisses de taux sont attendues en 2016, accompagnées de nouvelles injections de liquidités et de mesures visant à encourager les crédits vers certains secteurs ciblés.

Les autorités vont également élargir leur champ d'actions sur le plan budgétaire. i) La progression de l'investissement des collectivités locales dans les projets d'infrastructure devrait se redresser (elle ralentit depuis le T2 2015) avec l'amélioration de leur situation financière. D'une part, le refinancement de leur dette est facilité depuis mai 2015 par le desserrement de certaines restrictions qui avaient été introduites par la nouvelle loi budgétaire de fin 2014 (une illustration des difficultés des autorités à réformer les finances publiques dans un contexte de ralentissement), et par les programmes de swap de leurs prêts bancaires par des obligations obligataires, moins coûteuses. D'autre part, leurs recettes provenant de la vente de terrains, qui se sont effondrées en 2015 (-35% en g.a. sur les trois premiers trimestres), pourraient se redresser grâce à la stabilisation du marché immobilier. ii) De nouvelles solutions sont envisagées pour financer l'investissement public, comme le développement des partenariats public-privé et l'augmentation des crédits distribués par les trois banques publiques d'investissement. iii) Le gouvernement envisage une hausse de son déficit budgétaire (à au moins 3% du PIB en 2016), notamment du fait d'allègements fiscaux. Ceux-ci font partie d'un ensemble de mesures récemment annoncées, visant à soutenir les entreprises en abaissant leurs coûts (fiscaux, administratifs, financiers, logistiques...), pour améliorer la qualité de l'offre et réduire les risques financiers.

Christine Peltier  
[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)

## Japon

### Doucement mais sûrement

Le gouvernement Abe a adopté un programme de réforme « à trois flèches » pour relancer l'économie. La première - une politique monétaire expansionniste - a été une véritable aubaine pour les sociétés exportatrices. Quant aux effets des réformes structurelles, ils devraient se faire davantage sentir dans les années à venir. Un cercle vertueux reliant croissance de l'emploi, des salaires et des prix semble s'enclencher, indiquant que l'économie tourne le dos à la déflation. En 2016, la croissance du PIB devrait se maintenir aux environs de 0,7 %, mais elle pourrait décélérer à 0,4 % en 2017, en cas de relèvement de la TVA.

Après la victoire écrasante du Parti libéral-démocrate (PLD) aux législatives de décembre 2012, le nouveau gouvernement, dirigé par Shinzo Abe, a commencé la mise en œuvre d'un programme dit « à trois flèches ». La première flèche a consisté en une politique monétaire très accommodante. En avril 2013, la Banque du Japon (BoJ) lançait un programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif visant à faire remonter l'inflation vers l'objectif de 2%. La BoJ enclenchait alors des rachats actifs, principalement des obligations d'Etat japonaises (JGB), au rythme annuel de JPY 65 000 mds. En octobre 2014, ce programme de rachat d'actifs était porté au rythme annuel de JPY 80 000 mds. A fin 2015, la base monétaire avait augmenté de 160 %, à JPY 350 000 mds (70 % du PIB). La deuxième flèche porte sur la flexibilité de la politique budgétaire. Ainsi, si cette dernière a été expansionniste à court terme avec l'adoption de programmes de relance, elle devait devenir plus restrictive à long terme, le gouvernement tablant sur un excédent budgétaire primaire vers 2020. Enfin, la troisième et dernière flèche, un programme de réformes structurelles de grande ampleur, visant à porter le taux de croissance potentielle du Japon à 2 %. Ce troisième pilier revêt une importance cruciale pour atteindre l'objectif budgétaire à long terme. Peu après sa réélection à la tête du parti, en septembre 2015, Shinzo Abe a annoncé trois flèches supplémentaires sans calendrier précis, visant à porter le PIB à JPY 600 000 mds (contre JPY 500 000 mds en 2015), à augmenter le taux de fécondité des femmes à 1,8 (contre 1,42 actuellement) et à développer les soins de longue durée pour les personnes âgées. Toutes ces mesures devraient être maintenues au cours des deux prochaines années.

#### ■ La dépréciation du yen a stimulé l'activité

La mesure la plus marquante a été le programme de rachat d'actifs par la BoJ, qui a conduit à une dépréciation notable du yen. Depuis novembre 2012, la devise a, en effet, perdu un tiers de sa valeur face au dollar. Une véritable aubaine pour les sociétés exportatrices qui ont pu regagner des parts de marché et, plus important encore, accroître leurs marges bénéficiaires. La conjoncture s'est nettement améliorée et la rentabilité des entreprises a atteint des sommets historiques (voir graphique 2).

En revanche, les entreprises dont la production est essentiellement destinée au marché national n'ont pas connu une progression aussi nette. Elles ont, en effet, pâti de la baisse notable du pouvoir d'achat des ménages, consécutive au relèvement de trois points de la TVA à 8 % en avril 2014 et de la dégradation des termes de l'échange liés à la dépréciation du yen. Malgré l'inversion de cette dernière évolution en 2015, avec la chute brutale des prix du pétrole, la consommation privée devrait avoir reculé de 0,9 %.

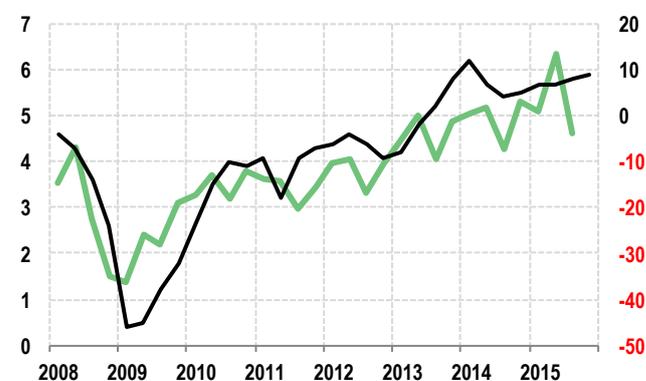
### 1- Synthèse des prévisions

Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Consommation privée	-0,9	0,7	-0,3
Investissement des entreprises	0,9	0,7	1,4
Exportations	3,2	1,8	2,3
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,8	0,5	1,9
IPC hors alimentation et énergie	0,5	0,5	1,9
Taux de chômage (%)	3,4	3,1	2,9
Balance courante (% PIB)	3,2	2,9	2,8
Solde du gouvernement central (% PIB)*	-4,4	-3,9	-3,2
Dette publique (% PIB)*	205,0	206,0	205,0

e: estimations et prévisions BNP Paribas Global Markets, \* Exercice budgétaire (1 avril - 31 mars), administrations publiques(hors sécurité sociale)

### 2- Les politiques d'Abe profitent aux affaires

— Résultats en % des ventes(SNF) —Tankan du climat des affaires (é.d.)



Sources : Banque du Japon et Ministère des Finances (Japon)

Par ailleurs, les profits record enregistrés ne se sont pas traduits par un accroissement des investissements malgré la résorption, selon nos estimations, de l'écart entre la production et son potentiel (*output gap*). En 2015, les investissements privés non résidentiels ont, semble-t-il, augmenté de moins de 1 %. On observe cette même faiblesse des investissements dans de nombreux pays de l'OCDE, et ce, malgré des conditions de financement favorables ; peut-être s'explique-t-elle par les perspectives incertaines de l'économie et des anticipations de croissance bénéficiaire modérée. Au Japon, on peut certes invoquer l'atonie du marché intérieur, la baisse de la population d'âge actif et les pénuries d'énergie. La mauvaise gouvernance des entreprises n'y est pas non plus étrangère. L'amélioration de la situation dans ce domaine,



notamment grâce à la nouvelle loi sur les sociétés et à celle sur le renforcement de la compétitivité industrielle, figure à l'agenda des réformes structurelles. La création de l'indice JPX-Nikkei 400, en janvier 2014, va également dans ce sens. Les valeurs faisant partie de cet indice sont sélectionnées en fonction du rendement des fonds propres et du respect des normes sur la gouvernance des sociétés. Cependant, les effets de ces politiques ne se feront probablement sentir qu'à moyen terme.

■ **Le Japon semble avoir tourné la page de la déflation**

Depuis la fin de 2012, l'économie a créé un million d'emplois. Certes, ces créations concernent pour la plupart le secteur sanitaire et social et sont davantage dues au vieillissement de la population qu'à un changement d'orientation politique. L'amélioration de la conjoncture dans l'industrie manufacturière a néanmoins mis un frein au déclin continu de l'emploi dans ce secteur. Le taux de chômage, à 3,3 % en novembre, est historiquement bas et on assiste même à des pénuries de main-d'œuvre.

Pour le moment, l'impact sur les salaires n'a pas été significatif. Lors des dernières négociations du printemps (« shunto »), en 2015, les salaires mensuels ont augmenté de 2,5 %, mais cette hausse ne concerne qu'un nombre limité de travailleurs. Le salaire moyen n'a guère bougé. Depuis avril 2015, les salaires contractuels ont progressé, en moyenne, de 0,3 % en glissement annuel contre 0,1 % à peine en 2014. Avec le renforcement des tensions sur le marché du travail, il faut s'attendre à une augmentation progressive des rémunérations. En vue du « shunto » 2016, le Keidanren, organisme patronal japonais, a d'ores et déjà appelé à des hausses supérieures à celles de 2015.

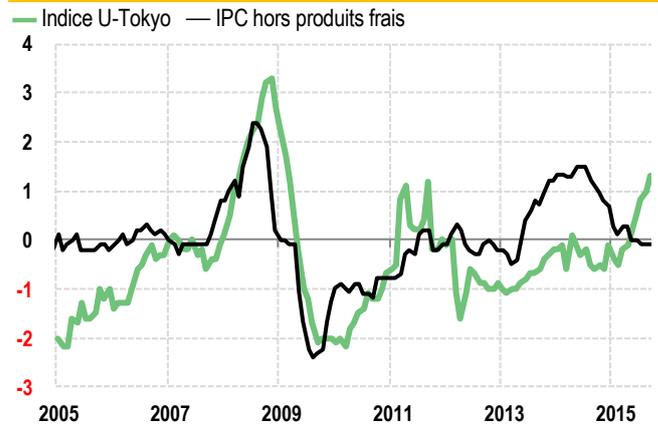
Quant aux prix à la consommation, ils n'ont pas beaucoup varié en dehors de l'augmentation de la TVA d'avril 2014. En dépit d'une politique monétaire expansionniste, l'inflation reste proche de zéro, principalement en raison de la chute des prix de l'énergie. Cependant, l'indice quotidien des prix de l'Université de Tokyo (l'indice U-Tokyo) a enregistré récemment une forte accélération (graphique 3). Depuis le mois de septembre, il a même progressé d'environ 1,3 % par rapport à l'année précédente. Cet indice repose sur les données collectées chaque jour auprès d'environ 300 supermarchés à travers le Japon au moyen des codes-barres. La progression de l'indice montre donc que les supermarchés ont nettement relevé leurs prix. Cette évolution s'explique en partie par la dépréciation du yen, mais elle pourrait aussi être due à un redressement de la demande de consommation suite à l'amélioration des salaires et des primes. Selon Haruhiko Kuroda, gouverneur de la BoJ, « l'augmentation simultanée du salaire de base et des prix permet de conclure, de toute évidence, à l'établissement d'un cercle vertueux entre la croissance de l'emploi et des salaires, et la légère hausse de l'inflation ». Dans notre scénario, nous prévoyons une inflation en légère progression aux environs de 1,1 % en 2017, hors effet des hausses de taxes.

■ **L'équilibre budgétaire n'est pas pour demain**

Le gouvernement a pris des mesures d'assainissement des finances publiques. En 2014, il a ainsi augmenté la TVA de trois points à 8 %, pour une hausse des recettes fiscales de JPY 6 600 mds ou 1,3 % du PIB. Le gouvernement devrait réussir par conséquent à diviser par deux le ratio de déficit primaire sur PIB,

**3- Vers la fin de la déflation ?**

glissement annuel, %



Sources : Datastream, BNP Paribas

pour le ramener de 6,6 % au cours de l'exercice budgétaire 2010 à 3,3 % en 2015. L'objectif est de l'abaisser à 1 % en 2018 et de l'amener en territoire positif en 2020. Un relèvement de deux points de la TVA à 10 % en avril 2017 est prévu dans le cadre de la stratégie budgétaire à moyen terme. Une mesure importante qui risque fort d'entraîner une contraction de la demande, mais qui pourrait aussi, si elle était reportée, jeter un doute sur la détermination du gouvernement à assainir la situation budgétaire et provoquer de nouvelles dégradations de la dette japonaise par les agences de notation. Il convient de rappeler, cependant, que le déclassement du Japon aurait des effets limités compte tenu de la forte demande de JGB par les institutions financières nippones.

■ **Une croissance terne en perspective**

La politique à trois flèches porte ses fruits même si les résultats obtenus sont encore en deçà des objectifs. Cependant, les effets du programme de réformes structurelles ne se feront probablement sentir qu'à moyen terme. Dans les années à venir, les réformes devraient s'étendre bien au-delà du secteur exportateur et des grandes entreprises. Les mesures ultérieures, prévues au programme, seront, en effet, davantage ciblées sur les PME, l'agriculture, la santé et le secteur des services.

Comme en 2015, la croissance se maintiendra probablement aux environs de 0,7 % cette année. Le net rebond de la demande intérieure (proche de 1 %) compense le ralentissement des exportations, en grande partie lié au fléchissement de la croissance de la demande asiatique. En 2017, la croissance pourrait décélérer à 0,4 % à peine, si le gouvernement relève effectivement la TVA à 10 %.

Le principal risque de ce scénario est le ralentissement de l'économie chinoise. Compte tenu de l'importance de la Chine pour l'économie japonaise – en 2014, presque 25% des exportations japonaises y étaient expédiées (Hong Kong compris) – une décélération plus importante pourrait entraîner aussi un effondrement de la croissance japonaise aux environs de zéro voire en dessous.

Raymond Van der Putten

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

## Irlande

### Vent en poupe

L'Irlande a renoué avec un rythme de croissance proche de celui qui a précédé la crise économique et financière initiée en 2008. Toutefois, les fondamentaux apparaissent aujourd'hui plus solides, même si l'endettement du secteur privé demeure très élevé aux regards des standards internationaux. La restructuration du système bancaire suit son cours, tout comme l'assainissement des finances publiques. Comme pour toute petite économie très ouverte sur l'extérieur, l'activité irlandaise dépend principalement de ses principaux partenaires commerciaux. A cet égard, l'organisation d'un référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne constitue une inconnue majeure en 2016. Le Premier ministre, Enda Kenny, devrait être un intermédiaire incontournable pour l'UE dans les négociations avec David Cameron.

L'économie irlandaise s'est rétablie de manière spectaculaire depuis sa sortie, en décembre 2013, du programme d'aide internationale piloté conjointement par le FMI et l'Union européenne. En 2015, elle devrait avoir affiché un taux de croissance supérieur à 6%, en nette accélération par rapport à 2014 (5,2%). La reprise est soutenue par l'activité des multinationales installées sur l'île, actrices majeures dans des secteurs traditionnellement peu sensibles aux fluctuations du cycle économique, comme la chimie ou l'industrie pharmaceutique. La demande intérieure prend pourtant le relais des exportations comme principal moteur de la croissance. Le PIB réel devrait dépasser en 2015 son niveau d'avant crise.

#### ■ Une croissance flamboyante

A 1,4% t/t (7% g.a.) au troisième trimestre, la croissance du PIB a été principalement soutenue par l'investissement privé (+4,9%) et la consommation des ménages (+0,7%). A *contrario*, les dépenses publiques ont reculé de 1%. En 2016, le frein budgétaire sera moins important (voir *infra*). Enfin, bien que dynamique la progression des exportations (2,2%) a été plus qu'effacée par celle des importations (5,4%) au troisième trimestre. Le commerce extérieur a ainsi ôté 2,9 points à la croissance du PIB au T3. Les exportations devraient rester dynamiques en 2016, soutenues par la faiblesse de l'euro et la demande des trois principaux partenaires commerciaux de l'Irlande, la zone euro (un tiers des exportations totales), les Etats-Unis (plus de 20%) et le Royaume-Uni (plus de 10%).

Les conditions sur le marché du travail continuent de s'améliorer. A 9,1% en août 2015, le taux de chômage s'est replié régulièrement d'un plus haut atteint début 2012 à plus de 15% et se retrouve sous la moyenne de la zone euro. La moitié des emplois détruits au cours de la crise économique et financière l'avaient été dans le secteur de la construction dont l'activité s'était effondrée avec l'éclatement de la bulle spéculative sur le marché immobilier en 2008. Toutefois, le chômage de longue durée demeure élevé et les salaires se redressent progressivement, après avoir quasiment stagné entre 2008 et 2014 (-0,5% g.a. en moyenne). Au T3, ils étaient en hausse de plus de 2% g.a. Le revenu disponible des ménages aurait ainsi augmenté d'environ 1% en termes réels en 2015, dans un environnement de quasi stabilité des prix à la consommation. En 2015, l'inflation, continuant de décélérer, a été légèrement négative (-0,1%, après +0,3% en 2014). L'enquête de confiance auprès des ménages, publiée conjointement par l'Economic and Social Research Institute (ESRI) et KBC Bank, se retrouve ainsi, en novembre, à un plus haut depuis dix ans.

### 1- Synthèse des prévisions

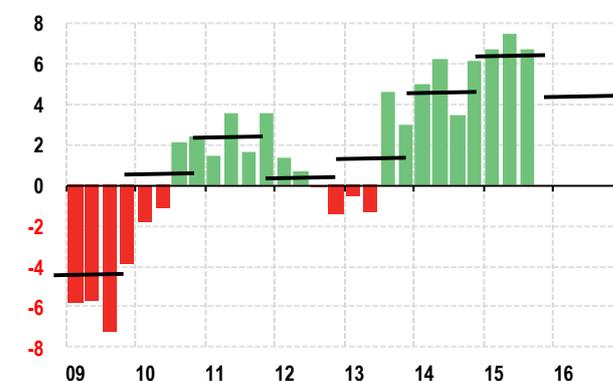
Variations annuelles, %	2015 e	2016 e	2017 e
<b>PIB</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,7</b>
Consommation privée	3,1	2,9	2,2
Investissement	17,9	7,1	5,0
Exportations	12,6	7,7	4,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,1	1,7	2,3
IPCH hors alimentation et énergie	1,3	1,9	2,3
Taux de chômage (%)	9,4	8,4	7,8
Balance courante (% PIB)	5,6	5,4	5,3
Solde des Adm. Publiques (% PIB)	-2,0	-1,3	-0,9
Dettes publiques (% PIB)	100,0	95,2	90,7

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

### 2- Dynamisme de l'activité

Croissance du PIB, en %

■ glissement annuel, — moyenne annuelle, réalisée et prévue



Sources : Eurostat, BNP Paribas Recherche Economique Groupe

#### ■ Un secteur privé encore fortement endetté

Les agents privés non financiers (ménages et entreprises) demeurent encore très endettés. A 290% du PIB, la dette du secteur privé irlandais est nettement supérieure au niveau moyen dans la zone euro (165%). En outre, les créances douteuses représentent encore près d'un cinquième du total des crédits bancaires (19,8% à mi-2015, après un pic de plus de 25% en 2013). Bien qu'en baisse, ce niveau est supérieur à celui de la moyenne de la zone euro et la part des arriérés de paiement supérieurs à 720 jours continue de progresser, bien qu'à un rythme plus faible.



■ Un système bancaire qui se porte mieux

Le sauvetage du système bancaire irlandais porte ses fruits, comme en attestent sa taille plus modeste (à la veille de la crise économique et financière de 2008, l'actif agrégé du système bancaire irlandais représentait EUR 800 mds, soit près de sept fois le PIB national), sa moindre dépendance au financement de l'eurosystème (en novembre 2010, ce dernier - y compris l'Emergency Liquidity Assistance de la banque centrale d'Irlande - représentait EUR 140 mds soit 85% du PIB irlandais) ainsi que le repli du ratio des prêts aux dépôts des trois principaux établissements bancaires (Allied Irish Banks, Bank of Ireland et Permanent TSB).

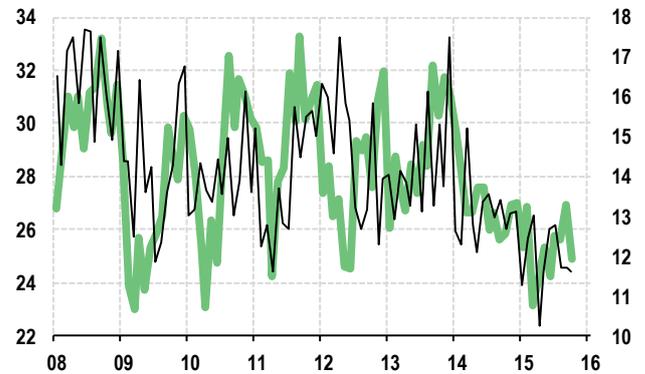
Enfin, la supervision des autorités de tutelle s'est améliorée de façon significative. Le système bancaire irlandais apparaît désormais mieux capitalisé au regard des standards internationaux. Le ratio agrégé CET1 (hors actions de préférence) des trois premières banques irlandaises était d'environ 10% au premier semestre 2015. Bien qu'en net redressement depuis la crise bancaire, il reste toutefois faible par comparaison avec le reste de la zone euro, et compte tenu de l'injection de capitaux publics dont les banques irlandaises ont bénéficié en 2010. Par ailleurs, l'évaluation complète (revue de la qualité des actifs et stress tests) effectuée par la BCE et l'European Banking Association en 2014 indiquait qu'un seul établissement avait un léger besoin de recapitalisation, comblé depuis. Dans ce contexte, la croissance du crédit demeure modérée. Toutefois, l'évolution des prix sur le marché immobilier résidentiel et commercial, en particulier, reste sous étroite surveillance des autorités réglementaires qui engagent les établissements bancaires à modifier leurs règles d'évaluation de la capacité d'emprunt de leurs clients, en prenant en compte leurs revenus plutôt que la seule valeur hypothécaire du bien convoité.

■ Des défis pour 2016

L'Irlande a mis en œuvre d'importants efforts de consolidation de ses finances publiques. Le déficit public est ainsi passé de 11,5% du PIB en 2009 à 4% en 2014. En 2015, il devrait avoir été d'environ 2%. Bien que l'Irish Fiscal Advisory Council (IFAC, le comité budgétaire consultatif irlandais) estime que le projet de loi de finance pour 2016, présenté dans le programme de stabilité 2015 actualisé, manque aux dispositions du volet préventif du Pacte de Stabilité et de Croissance, la Commission européenne le considère en conformité avec le PSC. A l'approche des élections générales cette année (aucune date n'a été encore fixée, mais elles devraient être organisées d'ici la fin février) le gouvernement a annoncé, fin 2015, un plan de relance budgétaire pour un montant de EUR 1,5 md (moins de 1% du PIB) reposant pour moitié sur des baisses d'impôts et une hausse des dépenses publiques. Dans ces conditions, le déficit public devrait être légèrement supérieur à 1% en 2016. Après avoir atteint un pic de 120% du PIB en 2012-13, la dette publique poursuit sa décline et devrait repasser sous la barre des 100% en 2016. Cette très nette amélioration cache des fragilités. Ainsi, les deux tiers de la dette publique irlandaise sont détenus par des investisseurs étrangers, ce qui rend son financement d'autant plus sensible à l'évolution des taux d'intérêt et, en particulier, à l'écart de taux entre les Etats-Unis où la Reserve fédérale a commencé la normalisation de sa politique monétaire (cf. Etats-Unis page 4) et la zone euro.

3- Relations commerciales avec le Royaume-Uni

— % des importations totales (é.d.) — % des exportations totales (é.g.)



Source : CSO

Enfin, l'éventualité d'une sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, ou Brexit, à l'issue du référendum promis par le Premier ministre britannique, Davis Cameron, d'ici à la fin de 2017, pourrait ne pas être neutre pour l'économie irlandaise, en raison des relations historiques et économiques qui lient les deux nations depuis plusieurs siècles. L'Economic and Social Research Institut (ESRI) se montre, à cet égard, particulièrement pessimiste. L'institut considère, en effet, qu'un Brexit entraînerait une baisse des échanges commerciaux entre les deux nations, alors que l'Irlande importe actuellement environ 25% de ses produits du Royaume-Uni, ce qui place les îles britanniques en deuxième place derrière la zone euro (plus du tiers des importations totales). En outre, dans l'éventualité de l'absence, même temporaire, de signature d'un accord de libre-échange entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, le prix des importations britanniques augmenterait, au moins momentanément, en ligne avec l'instauration de nouveaux droits de douane (un accord de libre-échange dans l'esprit de celui signé entre l'UE et la Suisse, tout en assurant l'absence de droit de douane, imposerait toutefois des lenteurs administratives aux frontières). Par ailleurs, la croissance du Royaume-Uni pâtirait d'une baisse d'attractivité vis-à-vis des investisseurs étrangers. Or l'Irlande y exporte plus de 12% de ses produits, ce qui place le Royaume-Uni au troisième rang des destinations après la zone euro (environ un tiers des exportations irlandaises) et les Etats-Unis (plus de 20%). Par ailleurs, rien ne permet aujourd'hui d'anticiper une relocalisation vers l'Irlande des investissements directs étrangers qui quitteraient le Royaume-Uni, compte tenu du niveau déjà élevé d'implantation de sociétés étrangères sur l'île. Enfin, le Brexit limiterait les flux migratoires entre le Royaume-Uni et l'Irlande, en particulier ceux liés à la migration de travail, si aucun accord en matière de circulation aux frontières n'était trouvé rapidement.

Caroline Newhouse  
[caroline.newhouse@bnpparibas.com](mailto:caroline.newhouse@bnpparibas.com)



## Synthèse des prévisions économiques

En %	Croissance du PIB			Inflation			Bal. Courante / PIB			Soldes Apu* / PIB		
	2015 e	2016 e	2017 e	2015 e	2016 e	2017 e	2015 e	2016 e	2017 e	2015 e	2016 e	2017 e
<b>États-Unis</b>	2,3	1,7	1,9	0,1	1,4	2,3	-2,6	-2,8	-3,2	-2,5	-2,4	-2,5
Japon	0,6	0,7	0,4	0,8	0,5	1,9	3,2	2,9	2,8	-4,4	-3,9	-3,2
Royaume-Uni	2,7	1,8	1,9	0,0	0,9	2,1	-4,8	-4,3	-3,4	-4,0	-2,9	-2,2
<b>Zone euro</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,3</b>
Allemagne	1,5	1,6	2,0	0,1	0,6	1,7	8,1	8,3	8,4	0,9	0,5	0,7
France	1,1	1,4	1,6	0,1	0,6	1,3	0,1	-0,3	-0,9	-3,8	-3,4	-3,0
Italie	0,7	1,3	1,2	0,1	0,4	1,3	1,9	1,7	1,6	-2,6	-2,5	-1,6
Espagne	3,1	2,2	2,7	-0,6	0,0	1,2	0,6	0,3	0,4	-4,6	-3,7	-2,3
Pays-bas	1,8	1,8	1,9	0,3	1,0	1,3	10,7	9,9	9,3	-2,1	-1,8	-1,6
Belgique	1,2	1,3	1,5	0,6	1,5	1,5	0,4	0,6	0,0	-3,0	-2,7	-2,3
Portugal	1,5	1,5	1,4	0,6	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8	-3,0	-2,3	-1,9
<b>Emergents</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>									
Chine	6,9	6,3	6,1	1,4	1,8	2,0	3,5	3,5	3,3	-2,5	-3,1	-3,0
Inde	7,3	7,3	8,0	4,9	5,9	5,4	-1,3	-0,8	-0,9	-4,1	-3,9	-3,5
Brésil	-3,8	-4,0	0,0	9,0	9,0	7,0	-3,4	-2,3	-3,0	-12,0	-10,9	-9,8
Russie	-3,8	-2,0	0,5	15,6	8,5	7,0	5,5	1,5	3,5	-5,0	-4,3	-3,0
<b>Monde</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>									

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets (e: Estimations, prévisions)

\*Administrations publiques

## Synthèse des prévisions financières

Taux d'intérêt	2015				2016				2015	2016e	2017e
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>E-Unis</b> Fed Funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	0,50	1.00-1.25	2.00-2.25
Libor 3 mois \$	0,27	0,28	0,33	0,61	0,88	1,13	1,25	1,38	0,61	1,38	2,25
T-Notes 10 ans	1,93	2,35	2,03	2,27	2,55	2,75	2,75	2,75	2,27	2,75	2,75
<b>Z.Euro</b> Taux "ref" BCE	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euribor 3 mois	0,02	-0,01	-0,04	-0,13	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,13	-0,20	-0,20
Bund 10 ans	0,18	0,77	0,59	0,63	0,40	0,45	0,50	0,70	0,63	0,70	1,20
OAT 10 ans	0,42	1,20	0,90	0,98	0,65	0,70	0,75	1,00	0,98	1,00	1,45
BTP 10 ans	1,29	2,31	1,73	1,60	1,20	1,25	1,35	1,60	1,60	1,60	2,30
<b>R-Uni</b> Taux de base BoE	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	0,50	1,25	2,00
Libor 3 mois GBP	0,57	0,58	0,58	0,59	0,75	1,00	1,25	1,50	0,59	1,50	2,25
Gilts 10 ans	1,58	2,03	1,77	1,96	2,10	2,20	2,25	2,30	1,96	2,30	2,50
<b>Japon</b> Taux JJ BoJ	0,02	0,01	0,01	0,04	0,10	0,10	0,10	0,10	0,04	0,10	0,10
Taux 3 mois (%)	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,20
JGB 10 ans	0,40	0,44	0,35	0,25	0,50	0,60	0,65	0,70	0,25	0,70	0,90

Taux de change	2015				2016				2015	2016e	2017e
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
<b>USD</b> EUR / USD	1,07	1,11	1,12	1,09	1,04	1,02	1,00	1,02	1,09	1,02	1,10
USD / JPY	120	122	120	120	128	130	134	134	120	134	135
<b>EUR</b> EUR / GBP	0,72	0,71	0,74	0,74	0,69	0,69	0,67	0,67	0,74	0,67	0,73
EUR / CHF	1,04	1,04	1,09	1,09	1,12	1,14	1,14	1,16	1,09	1,16	1,20
EUR / JPY	129	136	134	131	133	133	134	137	131	137	149

Source : BNP Paribas Group Economic Research / GlobalMarkets (e: Estimations, prévisions)



## Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJDER** +33.(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

### ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com  
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com  
Allemagne, Autriche, Irlande - Vieillesse, retraites - Consommation

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Japon, Pays-Bas, Scandinavie - Energie, climat - Croissance potentielle, productivité

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com  
Statistiques

### ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

### ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com  
Afrique anglophone et lusophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans - Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com  
CEI, Europe centrale

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com  
Asie

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com  
Amérique du Sud, Caraïbes

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com  
Contact Média



### NOS PUBLICATIONS



#### CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



#### EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



#### PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



#### ECOFLASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



#### ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



#### ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



#### ECOTV WEEK

Quel est l'événement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles 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. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : [www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William de Vijlder