EDMOND DE ROTHSCHILD

Nº 1
PRINTEMPS 2016

PRÉVISIONS
MACRO-ÉCO

LA CROISSANCE MONDIALE
se stabilise à un rythme décevant

LES BANQUES CENTRALES
ont encore des munitions

LA GRANDE SURPRISE
du boom des dépenses publiques

Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

+41 58 818 99 66
mathilde.lemoinesense@edr.com

François Léonet
Economiste, marchés émergents
Banque privée Suisse

+41 58 818 85 26
f.leonet@edr.com

Lisa Turk
Economiste, États-Unis
Banque privée Suisse

+41 58 818 85 21
l.turk@edr.com

Matthias van den Heuvel
Economiste
Groupe

+41 58 818 82 43
m.vandenheuvel@edr.com

Sophie Casanova
Économiste, directeur adjoint
Groupe

+33 1 40 17 37 15
s.casanova@edr.com

SOMMAIRE

Introduction	5
États-Unis	13
Japon	17
Zone euro	21
Allemagne	24
France	26
Italie	28
Espagne	30
Portugal	32
Luxembourg	34
Royaume-Uni	36
Suisse	38
Suède	40
Israël	42
Marchés émergents	45
Chine	47
Brésil	50
Inde	52

En collaboration avec Jean-Marc Guillot, Trésorier Groupe et Thierry Galise pour les prévisions change.

INTRODUCTION

CROISSANCE MONDIALE : PERTE DE REPÈRES OU NOUVELLE DONNE ?

- **La faiblesse des taux d'intérêt reflète l'affaiblissement des perspectives de la croissance mondiale**
- **Les banques centrales peuvent aller toujours plus loin comme l'a récemment montré la BCE**
- **La hausse de la liquidité mondiale et la croissance des dépenses publiques devraient soutenir la croissance mondiale au prix d'un endettement croissant**

Mathilde Lemoine
Group Chief Economist

La croissance mondiale n'a pas résisté à la première hausse de taux de la Réserve fédérale intervenue en décembre 2015. L'appréciation du dollar qu'elle a engendrée a pesé sur les exportations américaines et induit des sorties massives de capitaux des pays émergents. La Banque centrale de Chine a dû dépenser 128 milliards de dollars de réserves de change au cours des deux premiers mois de 2016 pour éviter une trop grande dépréciation de sa monnaie.

Cette fois encore, les fondamentaux macro-économiques se sont avérés trop faibles pour supporter une normalisation de la politique monétaire américaine. Après avoir continué de réviser à la baisse le taux d'équilibre de long terme, la Réserve fédérale a fait marche arrière en annonçant que les hausses de taux directeurs seraient beaucoup plus limitées que prévu. De plus, la Banque centrale européenne (BCE) a surpris en signifiant une augmentation du montant de titres obligataires achetés chaque mois de 60 à 80 milliards d'euros, et surtout une extension du programme d'acquisition de dettes d'entreprises non financières du secteur privé. Enfin, la Banque centrale chinoise a encore injecté des liquidités.

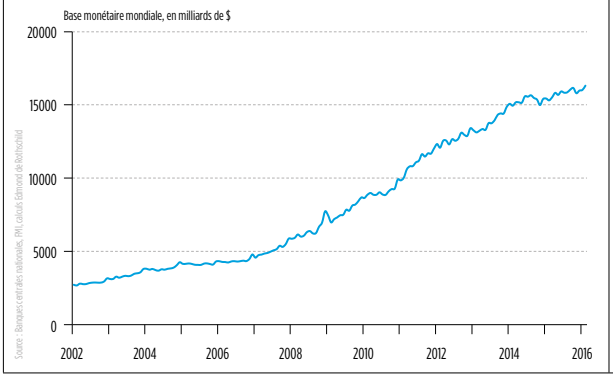
Ainsi, les banquiers centraux sont, à nouveau, venus à la rescousse des gouvernements. La liquidité mondiale a significativement augmenté au premier trimestre de l'année 2016, + 14% en rythme annualisé (graphique 1). De plus, la Banque du Japon a succombé aux taux négatifs et la BCE a été encore plus loin puisque son taux de dépôts est

de -0.40%. En conséquence, en zone euro, plus de 40% des obligations souveraines ont des taux négatifs et en Allemagne, par exemple, les rendements gouvernementaux jusqu'à 8 ans sont négatifs.

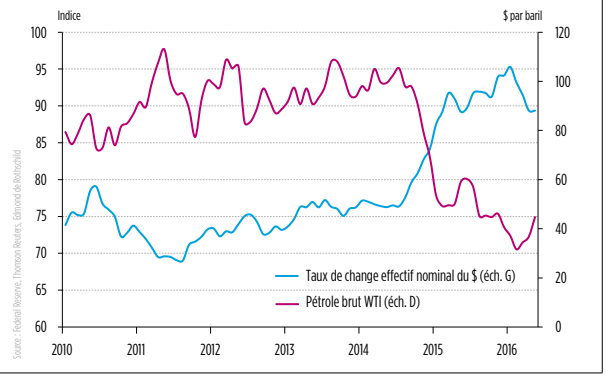
Cette reprise en main de l'économie mondiale par les banquiers centraux a engendré une stabilisation du dollar, un retour des capitaux vers les pays émergents et un rebond des prix du pétrole (graphique 2).

Parallèlement, les gouvernements s'autorisent à nouveau le recours aux dépenses publiques pour soutenir la croissance. Au début de l'année 2016, elles ont contribué positivement à la croissance dans la plupart des pays développés.

1. La liquidité mondiale augmente à nouveau



2. Le dollar s'est stabilisé et le prix du pétrole a rebondi



Taux négatifs : acte de désespoir ou instrument de politique monétaire ?

Après la Banque de Suède, la Banque du Danemark, la BCE, la Banque Nationale suisse et la Banque du Japon ont, elles aussi, succombé à la mode des taux négatifs. Cette politique a pour objectif de déprécier la monnaie relativement aux autres et de faire baisser les taux d'intérêt réels alors même que l'inflation décélère. Jusqu'à 2009, il était inconcevable que les taux d'intérêt nominaux puissent être inférieurs à zéro. En effet, cela signifie que le temps n'a plus de prix. L'immédiateté est récompensée. Selon la théorie keynésienne, la liquidité devrait donc être préférée à toute autre forme de placement.

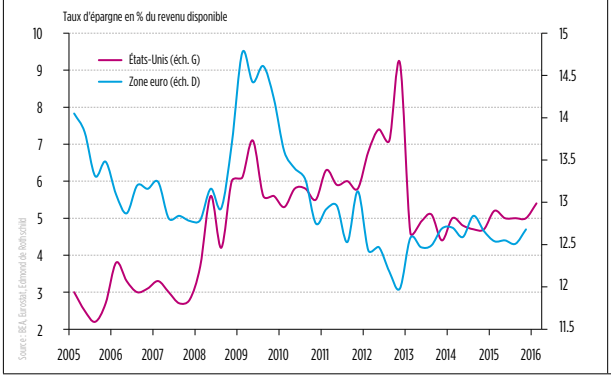
Outre la dépréciation des monnaies, les banquiers centraux testent cette nouvelle politique pour forcer les ménages à réduire leur épargne et donc à consommer. Ils en attendent aussi une reprise de l'investissement des entreprises. Le résultat est toutefois incertain, car il n'y a pas de précèdent. La politique des taux zéro a seulement été évoquée par un économiste allemand du XIXème siècle, Silvio Gesell. Ce disciple de Proudhon, qualifié d'« étrange prophète » par Keynes, considérait que les taux négatifs étaient « un moyen d'éviter une thésaurisation de la monnaie et de faire disparaître la rente du capital ».

Les effets sur les changes commencent déjà à s'estomper dans la mesure où les taux négatifs se généralisent. En effet, la différence entre les taux d'intérêt se réduisant, les variations relatives des monnaies sont moindres. L'exemple le plus marquant a été celui de la monnaie japonaise qui s'est appréciée juste après que la Banque du Japon ait annoncé qu'elle appliquerait des taux négatifs sur une partie des dépôts. Dans ce cas, c'est la perspective haussière du marché obligataire japonais et le très faible coût de financement en yen qui ont attiré les investisseurs étrangers.

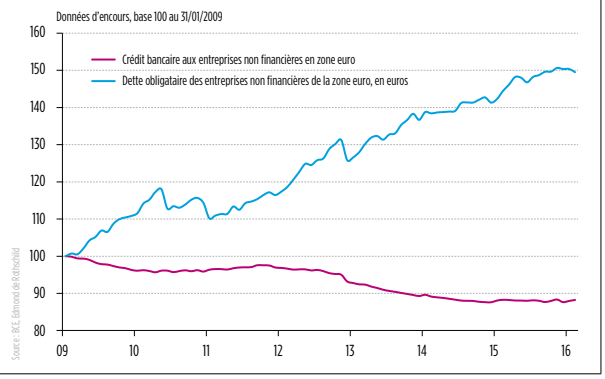
De plus, l'accélération de la consommation résulte pour l'instant plus de la progression du revenu disponible des ménages liée à la baisse passée des prix du pétrole que du recul des taux d'intérêt. D'ailleurs, le taux d'épargne a continué de croître. Aux États-Unis, il a atteint 5.4% au mois de mars, en France 15.9% et en Allemagne 9.6% (graphique 3).

Enfin, pour accroître l'investissement, la BCE fournit bien sûr de la liquidité aux banques, mais elle a dû aussi inciter les entreprises à se financer directement sur les marchés. Le fait que l'Eurosystème n'ait pas souhaité mettre de limite de montant d'émission pour acheter de la dette privée devrait pousser les PME de la zone euro à recourir à ce type de financement. Nous anticipons donc un développement du marché obligataire privé en zone euro et une accélération des crédits aux entreprises (graphique 4).

3. Le paradoxe de l'épargne

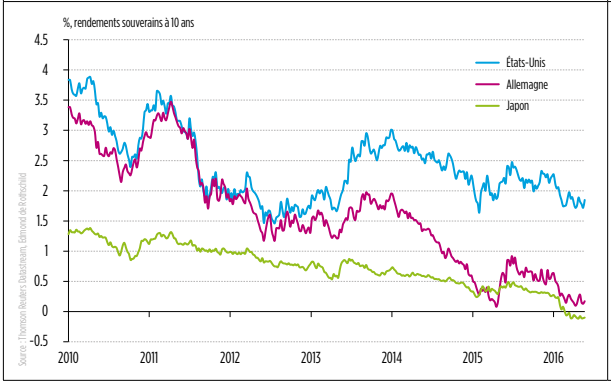


4. La BCE souhaite développer le financement direct des entreprises et en particulier des PME

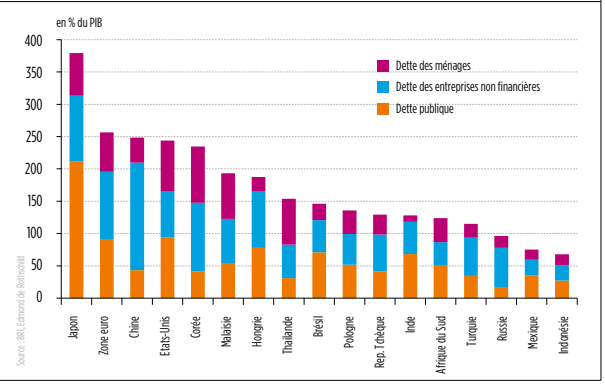


Si la politique de taux d'intérêt négatifs est considérée par les banquiers centraux qui l'appliquent comme un instrument de politique monétaire, elle est aussi le reflet de la faiblesse de la croissance. Cela accrédite la thèse de la stagnation séculaire, c'est-à-dire l'hypothèse selon laquelle le cycle vertueux de la croissance ne s'enclenche pas à cause d'une trop faible profitabilité des investissements et non à cause de l'atonie de la demande. Pour que l'activité économique soit solide, il faudrait que la productivité accélère au lieu de décélérer. Selon l'OCDE, elle n'augmente plus que de 6.5% en Chine, de 1.7% aux États-Unis, de 0.9% en zone euro, de 0.7% au Japon et de 0.4% en Suisse, à cause du vieillissement de la population, mais aussi de l'obsolescence de certains appareils productifs. Dès lors, tant que les gouvernements ne mettent pas en place des politiques économiques visant à accroître la productivité, les banquiers centraux n'ont pas d'autre choix que d'aller toujours plus loin dans le financement de la croissance par endettement. Les taux devraient rester donc bas et les dettes continuer de croître (graphiques 5 et 6).

5. Les rendements souverains devraient rester bas



6. Les dettes continuent à croître



Progression du crédit immobilier et de l'endettement public

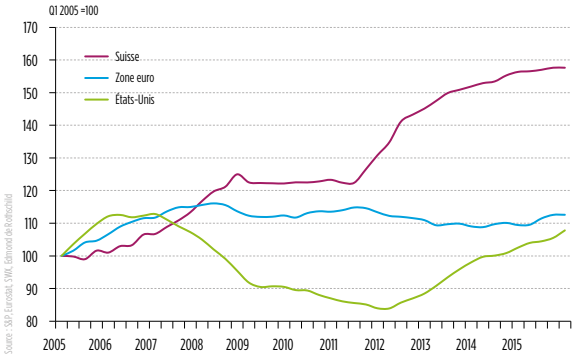
Durant les prochains trimestres, les politiques monétaires devraient soutenir l'activité économique mondiale, en particulier en zone euro et en Chine. Aux États-Unis, la situation est différente dans la mesure où le mouvement de rattrapage de la croissance parait avoir déjà eu lieu.

Les récentes mesures d'assouplissement monétaires décidées par la Banque centrale de Chine (PBoC) et par la BCE ont déjà des effets. En zone euro, la masse monétaire (M3) progresse à un rythme de 5% depuis le début de l'année. En Chine, l'agrégat M2 croît au-delà du nouvel objectif affiché, 13.6% contre 13%. Les crédits au secteur privé augmentent désormais de plus de 1% en zone euro alors qu'ils reculaient en 2015.

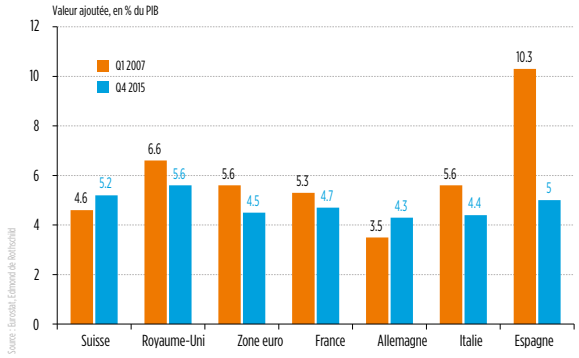
Toutefois, cette détente monétaire devrait surtout bénéficier aux crédits immobiliers et aux emprunts souverains, ce qui risque de peser sur le potentiel de croissance. En effet, la productivité du secteur de la construction et du secteur public est, en moyenne, plus faible que dans l'industrie. Dès lors, une augmentation de la part de ces secteurs dans l'économie réduit les perspectives de croissance potentielle même si elle accroît la croissance conjoncturelle. De plus, elle alimente le risque de bulle.

Ainsi, grâce aux taux négatifs et à la fourniture de liquidités aux banques, les prix immobiliers devraient continuer de progresser durant les prochains trimestres. Aux États-Unis, l'indice Case-Schiller des prix des logements a augmenté de 5.4% en glissement annuel. En Chine, leur croissance a atteint 6.2% et en zone euro, 2.9% et près de 7% en Allemagne. La construction devrait donc contribuer positivement au PIB en 2017 (graphiques 7 et 8).

7. Des prix immobiliers plus dynamiques un peu partout dans le monde



8. La construction va redevenir une source de croissance du PIB



Par ailleurs, le fait que l'investissement des entreprises ne redémarre pas et les récentes discussions du G20 sur les politiques budgétaires ont redonné aux mesures de soutien public leurs lettres de noblesse. Les plus fervents défenseurs d'une politique budgétaire mondiale coordonnée sont, sans surprise, le Japon et la France. Il est vrai que la croissance japonaise ne cesse de décevoir et que les prix à la consommation sont encore en recul en zone euro (-0.2% au mois d'avril 2016).

Mais plutôt que d'accroître la productivité par des politiques facilitant la diffusion de l'innovation et l'adaptation des salariés aux mutations économiques, les gouvernements renouent avec la bonne vieille méthode de l'augmentation quantitative des dépenses publiques.

En zone euro, les gouvernements bénéficient de la baisse des taux souverains et utilisent les nouvelles flexibilités données par la réinterprétation du Pacte de stabilité et de croissance, qui permettent de reporter dans le temps une partie de la réduction du déficit public structurel, c'est-à-dire le déficit hors effets du cycle économique. Aux États-Unis, les accords budgétaires, signés fin 2015, prévoient près de 300 milliards de dollars de dépenses d'infrastructures d'ici 2021. De plus, le plafond limitant le montant des dépenses publiques a été relevé. Selon nos prévisions, cela pourrait soutenir la croissance américaine à hauteur de 0.3 point de % supplémentaire en 2016 et en 2017. Quant au gouvernement chinois, il a annoncé un déficit budgétaire de 3.0% du PIB en 2016 après 2.3% en 2015, lors du dernier Congrès national du peuple. Il compte y parvenir en accroissant les dépenses d'infrastructures et de construction, mais aussi en baissant les impôts des PME ainsi que la TVA. Par ailleurs, les dépenses sociales seront plus élevées que prévu suite à l'augmentation des pensions et à la création d'un fonds de reclassement des travailleurs de l'industrie.

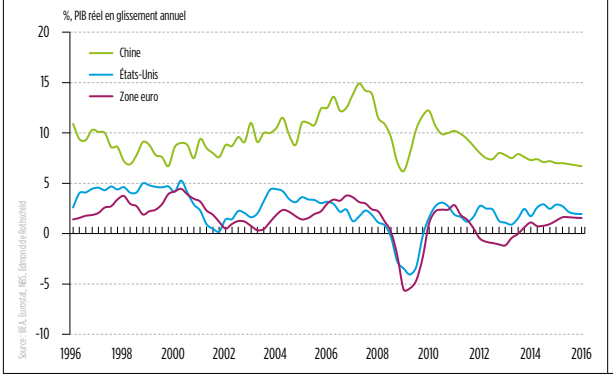
Investissement privé et commerce mondial toujours poussifs

L'investissement est le grand absent de la modeste reprise de la croissance aux États-Unis et en zone euro. Contrairement à ce qui était précédemment observé lors des sorties de crises, il n'y a pas eu de phénomène de rattrapage. Le niveau d'investissement des entreprises américaines a seulement retrouvé celui d'avant crise en 2014 et n'augmente plus que très modestement. En zone euro, il est encore inférieur de 10% à son niveau d'avant crise (graphiques 9 et 10). L'accélération des crédits ne signifie pas que l'investissement redémarre comme le montre le précédent américain. En effet, aux États-Unis, la hausse des crédits aux entreprises a engendré des achats d'actions et une distribution de dividendes plus systématiques, ce qui a d'ailleurs été dénoncé par l'ancien président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, à cause des bulles que de tels choix engendraient.

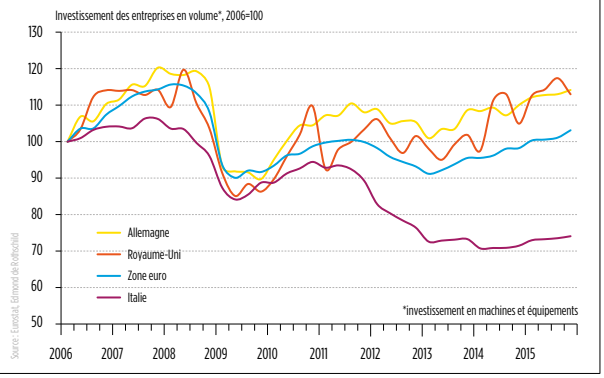
Le moteur de l'investissement n'est pas seulement constitué des carnets de commandes. Il dépend aussi de la différence entre son coût et sa rentabilité anticipée. Or cette dernière diminuant tendanciellement avec les révisions à la baisse des perspectives de croissance nominales, les banques centrales n'ont pas d'autres choix que de baisser les taux nominaux pour inciter à investir. Il s'agit d'accroître le nombre de projets d'investissements rentables en réduisant leurs coûts de financement. Mais si la faiblesse des taux

d'intérêt résulte d'un excès d'épargne liée au vieillissement, les taux sont encore trop élevés, ce qui augure de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire.

9. La croissance menace la zone euro



10. L'insuffisant investissement des entreprises



Des perspectives en demi-teinte … et un endettement croissant

La croissance mondiale devrait légèrement accélérer au deuxième semestre de 2016, mais en aucun cas, cette croissance ne sera stable et pérenne puisqu'elle reposera sur une augmentation de l'endettement privé et public.

Néanmoins, l'interventionnisme des banques centrales devrait garantir la persistance de taux d'intérêt bas. L'endettement est inquiétant, mais c'est aussi une forme d'assurance contre la baisse du prix des actifs. Plus l'endettement des entreprises est élevé, plus la baisse des valeurs boursières serait dévastatrice. Plus la dette publique grossit, moins une hausse des taux souverains est supportable. Quant au risque de remontée des anticipations d'inflation, il existe en lien avec la hausse du prix des matières premières et la réaccélération des dépenses publiques. Mais les rendements souverains longs restent déterminés par la politique monétaire non conventionnelle.

Les banques centrales se sont mises dans une seringue. Elles manipulent le prix des actifs, ce qui engendre une mauvaise allocation des ressources qui elle-même hypothèque les perspectives de profit des entreprises « price taker ».

Dans ce contexte instable et volatile, la seule boussole que nous ayons est la productivité. Les pays les plus à même de traverser cette période sans encombre sont ceux dont les gouvernements mènent les réformes visant à accroître l'innovation et sa diffusion en investissant dans la formation et l'éducation. Quant aux entreprises les plus à même d'être agiles, ce sont celles qui sont capables d'être « price maker ». Appréhender la nouvelle donne mondiale sans chercher à retrouver les repères d'avant crise est le meilleur moyen de naviguer dans ces territoires monétaires et financiers nouveaux.

NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE

CROISSANCE PIB EN VOLUME (%)	2013	2014	2015	2016f	CONSENSUS	2017f	CONSENSUS
États-Unis	1.5	2.4	2.4	1.9	1.8	2.2	2.3
Japon	1.4	-0.1	0.6	0.7	0.5	1.3	0.5
Zone euro	-0.2	0.9	1.5	1.7	1.5	1.1	1.6
Allemagne	0.4	1.6	1.4	1.6	1.6	1.2	1.6
France	0.6	0.6	1.3	1.4	1.4	0.9	1.4
Italie	-1.8	-0.3	0.6	1.1	1.0	1.1	1.2
Espagne	-1.7	1.4	3.2	2.8	2.7	2.2	2.3
Portugal	-1.1	0.9	1.5	1.2	1.3	1.6	1.5
Luxembourg	4.4	4.1	4.9	3.7	3.2	4.1	3.0
Europe hors zone euro							
Royaume-Uni	2.2	2.9	2.3	1.3	1.9	1.2	2.1
Suisse	1.8	1.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.6
Suède	1.2	2.4	3.8	3.6	3.5	2.9	2.7
Israël	3.2	2.7	2.5	2.8	2.8	3.0	3.3
Émergents							
Chine	7.7	7.3	6.9	6.4	6.5	6.0	6.3
Brésil	3.0	0.1	-3.9	-4.3	-3.8	0.7	0.8
Inde	6.3	7.0	7.3	7.5	7.5	7.3	7.7

NOS PRÉVISIONS D'INFLATION

INDICE DE BIEN À LA CONSOMMATION (%)	2013	2014	2015	2016f	CONSENSUS	2017f	CONSENSUS
États-Unis	1.5	1.6	0.1	1.3	1.3	2.3	2.2
Japon	0.4	2.7	0.8	0.2	0.2	0.6	1.7
Zone euro (IPCH)	1.4	0.4	0.0	0.2	0.3	1.1	1.4
Allemagne	1.6	0.8	0.1	0.5	0.4	1.3	1.6
France	1.0	0.6	0.1	0.3	0.2	0.8	1.3
Italie	1.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	1.2
Espagne	1.5	-0.2	-0.6	-0.1	-0.3	0.9	1.3
Portugal	0.4	-0.2	0.5	0.6	0.6	1.3	1.2
Luxembourg	1.7	0.7	0.1	0.7	1.4	1.4	2.0
Europe hors zone euro							
Royaume-Uni	2.6	1.5	0.0	0.7	0.7	1.7	1.7
Suisse	-0.2	0.0	-1.1	-0.5	-0.5	-0.1	0.3
Suède	0.4	0.2	0.7	0.9	0.9	1.5	1.7
Israël	1.5	0.5	-0.6	-0.3	0.0	1.2	1.4
Émergents							
Chine	2.6	2.0	1.4	2.1	2.0	2.4	2.0
Brésil	6.2	6.3	9.0	8.9	8.5	7.3	6.0
Inde	9.9	6.7	4.9	5.1	4.9	4.8	5.1

NOS PRÉVISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

TAUX DIRECTEURS (%)	2013	2014	2015	2016f	CONSENSUS	2017f	CONSENSUS
États-Unis	0.25	0.25	0.50	1.00	0.90	1.75	1.40
Japon	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Zone euro	0.25	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
Europe hors zone euro							
Royaume-Uni	0.50	0.50	0.50	0.50	0.55	0.50	0.96
Suisse	0.00	-0.25	-0.75	-1.00	-0.75	-1.00	-0.70
Suède	0.75	0.00	-0.35	-0.50	-0.50	0.00	-0.30
Israël	1.00	0.25	0.10	0.10	0.15	0.50	0.25
Émergents							
Chine	6.00	5.60	4.35	3.85	4.05	3.35	4.10
Brésil	10.00	11.75	14.25	14.00	13.55	13.50	11.50
Inde	7.75	8.00	6.75	6.50	6.35	6.50	6.30

NOS PRÉVISIONS DE CHANGE

TAUX DE CHANGE*	2013	2014	2015	2016f	CONSENSUS	2017f	CONSENSUS
Dollar							
EUR/USD	1.37	1.20	1.08	1.08	1.12	1.04	1.12
USD/JPY	105	120	120	116	115	121	116
GBP/USD	1.66	1.56	1.47	1.35	1.48	1.39	1.52
USD/CHF	0.89	0.99	1.00	1.00	1.01	1.00	1.03
USD/CNY	6.05	6.21	6.49	6.7	6.65	6.9	6.73
Euro							
EUR/JPY	144	144	130	125	129	126	130
EUR/GBP	0.83	0.77	0.73	0.80	0.76	0.75	0.74
EUR/CHF	1.23	1.20	1.09	1.08	1.13	1.04	1.13
EUR/SEK	8.85	9.44	9.17	9.53	9.00	9.60	8.85

* données fin de période

ÉTATS-UNIS

- **L'économie devrait progresser de 1.9% en 2016 et de 2.2% en 2017**
- **Les investissements en capitaux fixes et le commerce extérieur devraient contribuer négativement à la croissance**
- **Mais la consommation restera dynamique et le gouvernement accroîtra ses dépenses**

Lisa Turk
Économiste, États-Unis

Les craintes de récession du début d'année se sont aujourd'hui dissipées. Si la production industrielle continue de souffrir, c'est avant tout à cause de la persistance de la récession de l'industrie pétrolière. Mais la faible influence de ce secteur dans le PIB américain, 2.3%, a préservé les autres secteurs de toute contagion. Nos perspectives de croissance américaine ont tout de même été revues à la baisse, avant tout à cause d'un ralentissement des investissements et d'un déstockage des entreprises. Cette révision reste toutefois mesurée, car de nombreux éléments, tels que la consommation ou encore les dépenses gouvernementales, continuent de soutenir la croissance. L'économie progressera de 1.9% en 2016 et 2.2% en 2017. Ces chiffres se rapprochent de très près de la croissance potentielle du pays, qui ne se situe plus qu'à 2% depuis la crise financière de 2008.

Nous anticipons un déclin notable des investissements en capitaux fixes d'ici la fin de l'année. Ce sont avant tout les investissements non résidentiels, c'est-à-dire les structures et équipements des entreprises, qui subiront une forte baisse. Ce ralentissement se dessine dans un contexte où la production des entreprises est soit en recul dans le secteur minier, soit en stagnation dans le secteur manufacturier. De ce fait, les industries n'utilisent pas pleinement leurs capacités de production, dont le taux d'utilisation continue de baisser et se situait à 74.8% en mars 2016. Ce niveau est inférieur de 5.2 points de pourcentage à sa moyenne de long-terme de 80%, qui est également le niveau à partir duquel les entreprises recommencent à investir dans de nouvelles machines. Tant que la rentabilité des investissements sera faible, les directeurs continueront de privilégier le rachat de leurs propres actions (« share buy-back »). Enfin, le durcissement des conditions de crédit aux entreprises et la hausse des salaires – tensions sur le marché de l'emploi obligent – décourageront le financement de projets de développement.

De plus, les stocks des entreprises se sont accumulés au cours de deux dernières années. Ils ont atteint leur niveau le plus haut depuis 1950. Ils devraient donc continuer d'amputer la croissance durant les prochains trimestres.

Enfin, le commerce extérieur devrait continuer de peser sur l'activité économique. D'une part, l'effet combiné d'un dollar fort et d'une dégradation de l'environnement international continuera à impacter les exportations, quoique d'une manière moins prononcée qu'en 2015. Le dollar s'est effectivement stabilisé ces derniers mois, mais la hausse des taux de la Fed et l'assouplissement de nombreuses politiques monétaires étrangères le renforceront encore quelque peu d'ici la fin de l'année. D'autre part, la forte consommation des ménages américains continuera de pousser les importations à la hausse. La balance commerciale aura ainsi une contribution négative à la croissance.

Néanmoins, de nombreux éléments soutiendront l'activité économique américaine, en commençant par la consommation privée. Alors que les ventes au détail indiquent des dépenses privées un peu plus modérées qu'initialement anticipé, en raison notamment de la baisse des ventes de voitures après une année de ventes effrénées, la consommation restera le moteur principal de la croissance américaine avec 2.5% de progression en 2016. D'autres secteurs verront leurs dépenses augmenter, tels que les soins de santé ou encore les ventes en ligne. Malgré sa stagnation depuis quelques mois, la confiance des consommateurs reste forte. La progression des salaires, et notamment le relèvement du salaire minimum dans 15 États américains de 8% en moyenne depuis le début de l'année, aura également un impact positif sur les dépenses des ménages qui ont la propension moyenne à consommer la plus forte.

Le relâchement des conditions de crédit aux particuliers encouragera aussi les ménages à emprunter à des fins de consommation ou de projets immobiliers. Les ventes de nouvelles maisons et les mises en chantiers progressent avec dynamisme et la demande de logements reste supérieure à l'offre. Les investissements résidentiels soutiendront fortement la croissance.

2.10%

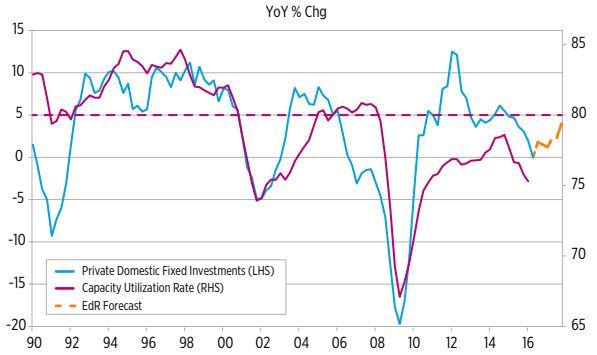
Inflation sur un an hors prix énergétiques et alimentaires

Tel un plan minutieusement orchestré, le gouvernement accélère quant à lui ses dépenses au moment où la Fed durcit sa politique monétaire. Alors que les faibles dépenses publiques ont pesé sur la croissance entre 2010 et 2014, l'accord budgétaire signé fin 2015 soutiendra le PIB. Les montants engagés sont importants : la « Highway Bill » prévoit des investissements en infrastructures à hauteur de 280 milliards de dollars sur 5 ans (construction, maintien de chemins de fer, autoroutes...). Par rapport aux allocations en dépenses d'infrastructures des années précédentes, cela représente 30 milliards de dollars supplémentaires d'ici 2021. En outre, les dépenses publiques sont augmentées de 80 milliards de dollars sur les deux prochaines années, réparties de manière égale entre dépenses militaires et non militaires. Ce projet de loi relève le plafond du fameux séquestre voté en 2011 limitant les dépenses publiques. Ces deux allocations supplémentaires contribueront à hauteur de 0.3% à la croissance américaine, précieux apport pour un PIB qui devrait progresser de 1.9% cette année.

Par ailleurs, le marché de l'emploi est dynamique et très solide. Si les créations d'emploi restent limitées dans le secteur industriel, elles sont nombreuses dans le secteur des services. Comptant pour 68% du PIB américain, les services créent des emplois à un rythme moyen de 200.000 par mois, bien supérieur aux 100.000 postes nécessaires pour absorber les nouveaux entrants sur le marché du travail. De fait, le taux de chômage reste bas – 5% en avril –, mais le taux de participation à la vie active également – 62.8% en avril. Le marché de l'emploi devrait continuer d'être soutenu par la consommation intérieure et le dynamisme du marché immobilier. Nous anticipons un taux de chômage de 4.6% en deuxième partie de l'année. Les salaires devraient progresser en conséquence tout au long de l'année.

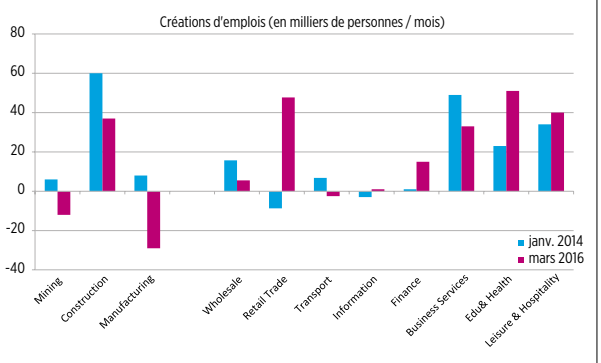
L'inflation bénéficiera quant à elle de la dynamique positive du marché du travail et de la consommation. Sous l'hypothèse d'un prix du pétrole stable à 38 dollars le baril, l'inflation devrait osciller autour de 1% jusqu'en août, avant de grimper fin 2016. L'inflation, hors prix énergétiques et alimentaires, déjà supérieure à la cible des 2%, continuera d'osciller autour de ces niveaux. La Fed est volontairement « behind the curve », c'est-à-dire en retard sur le cycle économique, et ne devrait ainsi pas se laisser déstabiliser par une telle hausse inflationniste en deuxième partie de l'année. Prenant en compte d'autres éléments tels que le dollar, les marchés financiers ou encore l'environnement économique international, nous estimons qu'elle choisira d'augmenter ses taux à deux reprises cette année et à trois reprises l'année prochaine. Les taux 2 ans devraient ainsi atteindre 1.6% et les taux longs 2.3% d'ici fin 2016 indiquant un aplatissement de la courbe des taux.

US : les investissements fixes se détériorent de concert avec le taux d'utilisation des capacités de production



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

US : le secteur des services crée plus d'emplois que le secteur industriel



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	1.5	2.4	2.4	2.0	1.7	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8	2.3	2.0	2.6	2.2	2.3
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5	-	0.1	1.1	0.4	1.0	0.7	-
Consommation privée	1.7	2.7	3.1	2.7	2.2	2.4	2.6	2.5	2.6	2.5	2.8	2.7	3.0	2.7	2.5
Consommation publique	-2.9	-0.6	0.7	1.4	2.1	1.8	1.7	1.7	1.3	1.7	1.9	1.6	2.1	1.8	1.3
Investissement	4.2	5.3	4.1	1.9	2.2	1.8	1.5	1.8	1.9	1.2	2.2	1.9	2.7	2.0	4.0
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.0	0.2	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	-
Exportations	2.8	3.4	1.1	0.3	-0.3	0.8	1.2	0.5	1.0	1.3	2.6	2.3	4.0	2.5	3.3
Importations	1.1	3.8	5.1	1.2	2.5	2.9	3.2	2.4	2.8	3.4	3.9	3.8	4.4	3.9	4.4
Balance commerciale (contribution)	0.2	-0.2	-0.7	-0.2	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-
Chômage (%)	7.4	6.2	5.2	4.9	4.7	4.6	4.8	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.1	4.6
Inflation globale	1.5	1.6	0.1	1.1	1.0	1.5	1.8	1.3	1.3	2.7	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2
EUR/USD	1.37	1.20	1.08	1.14	1.13	1.07	1.08	1.08	1.12	1.06	1.05	1.04	1.04	1.04	1.12
Fed - Fed Funds Rate	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	0.85	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	1.40
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0.31	0.46	0.68	0.72	1.00	1.40	1.60	1.18	1.18	1.60	1.90	2.10	2.30	1.98	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	2.18	2.53	2.34	1.77	2.00	2.10	2.30	2.04	2.14	2.30	2.40	2.50	2.60	2.45	-

* Consensus | Note : les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles

JAPON

- **La croissance japonaise restera inférieure à 1% en 2016, pénalisée par la faiblesse de la consommation**
- **La hausse de la TVA est inenvisageable en 2017, sous peine de replonger en déflation**
- **La BoJ agira davantage pour affaiblir le yen**

Le Produit intérieur brut (PIB) japonais flirte avec une quatrième récession en moins de six ans. La croissance n'a été que de +0.6% sur l'ensemble de 2015, pourtant annoncée comme l'année du grand rebond. Une mauvaise nouvelle n'arrivant jamais seule, la dernière enquête trimestrielle (Tankan) témoigne de la dégradation du moral des grandes industries du pays. Nous estimons que la croissance potentielle de l'archipel avoisine +0.7% par an. Si le rythme d'activité est aussi faible, c'est parce que la population japonaise est en train de diminuer, d'environ -0.2% par an. À titre de comparaison, la population croît à un taux de +0.5% en Zone Euro et de +0.9% aux États-Unis. Dès lors, une hausse du PIB ne sera possible que si les Japonais actifs parviennent à doper leur productivité, actuellement faible. Toutefois, un tel mouvement nécessiterait des réformes de fond, dont une modernisation du marché du travail, que le Premier ministre, Monsieur Abe, ne semble pas décidé à mettre en œuvre. Or, sans réformes structurelles, la politique budgétaire expansionniste et la politique monétaire inflationniste n'auront que des effets temporaires… L'Empire du soleil levant ne devrait donc pas sortir du marasme dans lequel il est plongé depuis plusieurs décennies.

L'investissement et la consommation sont régulièrement mis à rude épreuve. Shinzo Abe a récemment déclaré que la hausse de TVA de deux points (à 10%), programmée en avril 2017, sera mise en œuvre comme prévu… sauf crise financière ou catastrophe naturelle majeure. Il n'a pas précisé si les séismes des 14 et 16 avril sur l'ile méridionale de Kyushu (sud-ouest du Japon) pouvaient entrer dans cette catégorie de catastrophe « majeure », susceptible d'amener le gouvernement à revoir sa position. Nos analyses nous portent à conclure que cette hausse de la TVA est inenvisageable en 2017, sous peine de replonger l'économie

en récession et en déflation. Par ailleurs, cherchant à doper le Nikkei, pour redonner confiance aux acteurs économiques, Shinzo Abe a poussé le fonds de pension japonais (GPIF) à investir massivement sur les marchés actions japonais et étrangers. Il a perdu 48 milliards d'euros en 1 an (sur les 1'050 milliards d'euros gérés par le fonds), ce qui devrait inciter les Japonais à accroître leur épargne.

Les récents séismes suscitent des interrogations. Outre les craintes de nouvelle catastrophe, ils ravivent les débats autour du nucléaire et de l'alimentation électrique de l'archipel. S'appuyant sur l'avis de l'Autorité de Régulation du Nucléaire (ARN) le gouvernement a décidé de maintenir en fonctionnement la centrale de Sendai, dont les deux réacteurs sont les seuls en fonction dans l'archipel.

À l'international, les multinationales nippones continueront d'être malmenées par la récente appréciation du yen et par le ralentissement des grands pays émergents, tels que le Brésil ou la Chine, où elles ont massivement investi ces dernières années. La Chine demeure le premier partenaire commercial du Japon, devant les États-Unis : elle absorbe 19% des exportations nippones. Les entreprises souffrent également de la baisse des commandes de produits « Made in Japan » aux États-Unis, notamment des équipements destinés au secteur minier. À plus long terme, le Partenariat Trans-Pacifique (TPP), sera une source de croissance. Ce colossal accord de libre-échange incluant douze pays autour du Pacifique (Australie, Brunei, Canada, Chili, États-Unis, Japon, Malaisie, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pérou, Singapour, Vietnam) bénéficiera aux entreprises japonaises.

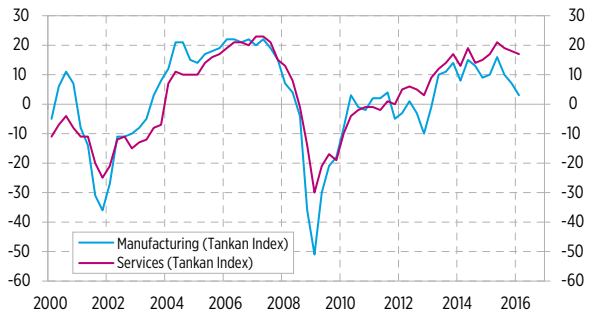
Étant donné que l'économie a du mal à accélérer, la Banque du Japon (BoJ) sera contrainte de réviser à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation et, in fine, d'assouplir davantage sa politique monétaire. Pour mémoire, la BoJ injecte déjà l'équivalent de quelque 730 milliards de dollars par an (sous forme de yens) par le canal de son Qualitative & Quantitative Easing (QQE). Le 29 janvier dernier, elle a également choisi de faire passer le taux de dépôts en territoire négatif. Son gouverneur, Haruhiko Kuroda, s'est déclaré prêt à mettre en œuvre de nouvelles mesures d'assouplissement pour relancer l'activité si l'inflation refusait de s'approcher de l'objectif de 2% qu'elle s'est fixée. Au cours des prochains mois, la BoJ pourrait décider d'amplifier ses rachats d'actifs, opter pour des actifs plus risqués, pousser davantage les taux en territoire négatif ou, plus probable encore, intervenir davantage sur le marché des changes. Pour le moment, les cambistes doutent de la capacité de succès de la BoJ. En conséquence, le yen s'est apprécié de plus de 15% entre décembre 2015 et mai 2016. Sa dévaluation n'est donc plus que de 30%, par rapport au dernier point haut de la fin 2012. Toutefois, la politique monétaire non-conventionnelle menée par la BoJ distordra de plus en plus l'équilibre entre l'offre et la demande de yens sur le marché des changes, favorisant de manière structurelle la dépréciation de la monnaie japonaise.

-0.20%

Diminution annuelle
de la population japonaise

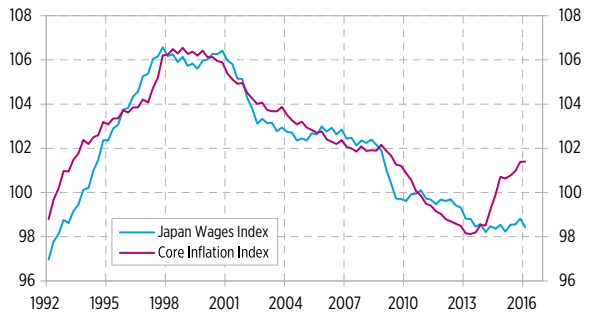
En conséquence, la BoJ n'a pas d'autre choix que d'agir davantage si elle veut stabiliser les rendements d'une dette publique gigantesque. Au Japon, la dette souveraine dépasse 240% du PIB. Elle continue de croître à un rythme supérieur à 4% par an. Si la solvabilité du Japon n'est pas remise en cause, c'est que la dette de l'État est détenue à 92% par les Japonais eux-mêmes. Or, cette situation confortable se détériore à mesure que l'âge moyen de la population augmente. La proportion de Japonais de plus de 65 ans vient même d'enfoncer la barre symbolique des 25%. De surcroît, pour maintenir leur niveau de vie constant, les retraités puisent dans leur épargne. C'est justement cette épargne qui était investie en obligations souveraines japonaises, via les comptes postaux. À l'avenir, il faudra trouver des investisseurs internationaux pour financer la dette publique ou, plus vraisemblablement, que la BoJ accroisse ses achats obligataires. Le yen se dépréciera en conséquence… et le Nikkei en profitera pour progresser de nouveau.

Le moral des grandes entreprises industrielles se dégrade



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Le pouvoir d'achat des ménages se détériore



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	1.4	-0.1	0.6	0.0	0.7	0.7	1.2	0.7	0.5	1.5	1.3	1.1	1.2	1.3	0.5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.4	0.3	0.4	0.1	0.3	-	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	-
Consommation privée	1.7	-0.9	-1.2	-0.7	0.0	0.0	1.2	0.1	-	1.2	1.3	1.1	1.1	1.2	-
Consommation publique	1.9	0.1	1.2	2.1	1.7	2.2	1.8	1.9	-	1.8	1.1	0.6	0.4	1.0	-
Investissement	2.6	1.1	0.2	-1.0	2.3	2.0	1.1	1.1	-	1.7	1.1	1.3	1.3	1.3	-
Variations de stocks (contribution)	-0.2	0.2	0.5	0.1	-0.7	-0.5	-0.2	-0.3	-	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	-
Exportations	1.1	8.3	2.8	-2.5	3.3	1.5	3.2	1.3	-	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	-
Importations	3.0	7.2	0.3	-2.5	1.3	1.4	4.6	1.2	-	6.2	6.0	5.3	4.2	5.4	-
Balance commerciale (contribution)	-0.2	0.3	0.4	-0.1	0.4	0.0	-0.1	0.1	-	-0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	-
Production Industrielle	-0.6	2.1	-1.2	-2.1	0.2	1.9	2.5	0.6	-	2.4	2.6	2.1	2.5	2.4	-
Chômage (%)	4.0	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	-	3.1	3.1	3.0	3.0	3.1	-
Inflation globale	0.4	2.7	0.8	0.0	0.0	0.2	0.4	0.2	0.2	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	1.7
EUR/JPY	144	144	130	131	123	121	125	125	129	125	125	125	126	126	130
USD/JPY	105	120	120	115	109	113	116	116	115	118	119	120	121	121	116
BoJ - Taux directeur	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0.10	0.07	0.01	-0.19	-0.23	-0.24	-0.27	-0.23	-	-0.26	-0.24	-0.20	-0.20	-0.23	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	0.71	0.55	0.36	-0.04	-0.05	-0.03	0.01	-0.03	-	0.03	0.09	0.20	0.30	0.16	-

* Consensus | Note : les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles

ZONE EURO

La croissance devrait continuer à être soutenue par les dépenses publiques et la reprise des marchés immobiliers…

… mais pourrait être progressivement freinée par le ralentissement de la consommation des ménages

En évitant une situation de « lowflation », la BCE favorisera la compression des spreads corporates de bonne qualité

La zone euro a enregistré un excellent premier trimestre. Le Produit intérieur brut (PIB) a progressé de +0.5% entre le 1er janvier et le 31 mars. C'est presque deux fois mieux qu'au quatrième trimestre 2015. Grâce à cette performance, l'activité économique a enfin retrouvé son niveau d'avant crise. Il était temps. À titre de comparaison, les États-Unis avaient réussi cet exploit en 2011. La douloureuse page de la « grande récession » se tourne enfin. Les indices PMI des directeurs d'achat progressent de manière encourageante. Toutefois, d'autres données, nombreuses et significatives, se contractent de manière inquiétante. L'Indicateur de Sentiment Economique (ESI), publié par Eurostat, par exemple, enregistre son troisième déclin consécutif depuis le début de l'année. Il pointe désormais à 103 points, contre 107 trois mois plus tôt.

Ainsi, la remontée du prix des matières premières pourrait peser sur la consommation des ménages, qui a été l'un des deux principaux moteurs de l'activité économique l'an dernier avec l'investissement. De plus, la dynamique de l'emploi est en légère perte de vitesse. Si le taux d'épargne reste à un niveau élevé (12.7% fin 2015), les dépenses des ménages devraient progresser moins vite.

Par ailleurs, l'appréciation de l'euro en début d'année devrait limiter la progression des exportations et, par effet d'enchaînement, celle de l'investissement productif.

Néanmoins, les marges de manœuvre budgétaires se sont récemment accrues. La réinterprétation du Pacte de Stabilité et de Croissance offre plus de flexibilité aux gouvernements pour soutenir la croissance via un accroissement des dépenses publiques et un allègement des taxes. De surcroît, le fardeau de la dette s'est quelque peu allégé grâce

à la faiblesse des taux d'intérêt. Au lieu de profiter de cette situation pour se désendetter, les États ont révisé à la hausse leurs dépenses publiques. De plus, les crédits au secteur privé ont augmenté de près de 1% en mars 2016 en glissement annuel, grâce à la politique monétaire de la BCE et à la mise en œuvre de l'Union bancaire. Ce sont surtout les crédits immobiliers qui ont rebondi puisqu'ils ont crû de près de 3% en mars 2016 par rapport à mars 2015. Ils ont soutenu les prix immobiliers dans la plupart des pays de la zone euro et en particulier en Allemagne.

La BCE continue toutefois d'être vigilante pour éviter qu'une situation d'inflation « positive, mais durablement très faible » persiste. Cette quasi-stagnation des prix, qualifiée de « lowflation » par le Fonds Monétaire International (FMI), désigne une situation inconfortable où l'on flirte avec la frontière de la déflation, et où les anticipations d'inflation peuvent s'écarter des cibles officielles. De plus, en zone euro la faiblesse de l'inflation freine également les ajustements structurels nécessaires pour restaurer la compétitivité des pays périphériques. Le scénario de « lowflation » n'a malheureusement rien d'incongru. L'indicateur privilégié de la BCE pour l'observer, à savoir les anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans, ne cesse de s'effondrer. Elles sont désormais à 1.4% seulement. Mario Draghi ne peut se satisfaire de ce niveau, d'autant plus que les prévisions de la BCE concernant l'inflation, actuellement de 1.3% pour 2017, ne cessent d'être revues à la baisse par les économistes de l'institution monétaire.

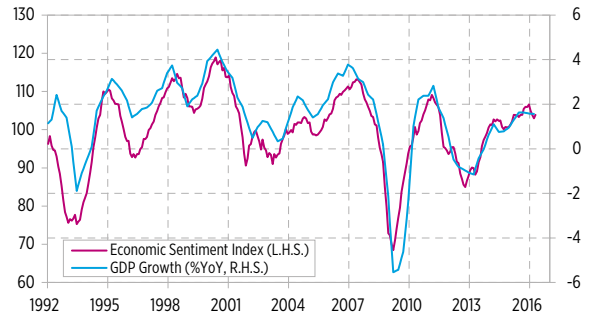
Pourtant, la BCE devrait rester plus réactive que proactive. Le président de la BCE l'a souvent fait lors de la crise de la dette européenne. Il communiquera à propos de sa détermination à agir, afin de ne pas avoir à réellement passer aux actes. En effet, les membres de l'Eurosystème souhaitent attendre que les dernières mesures produisent leurs effets avant d'envisager de compléter le volet non conventionnel de leur politique monétaire. Les récentes décisions de la BCE d'appliquer des taux négatifs aux dépôts des banques commerciales et d'accroître les achats d'actifs vont dans la bonne direction. La faible rémunération de l'épargne a pour but de stimuler la dépense, tandis que l'assouplissement de l'offre de crédit vient encourager la demande. En agissant de la sorte, la BCE démontre que les banques centrales ne sont pas à court de munitions. Ses décisions sont audacieuses. Elles vont plus loin que ce que le consensus espérait.

0%

Croissance du PIB depuis son pic de 2008

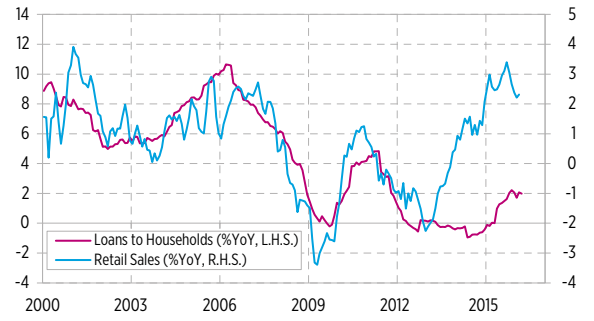
Au final, nous devrions assister à une baisse durable de l'ensemble des rendements obligataires. Le segment des obligations non financières et de bonne qualité représente quelque 400 milliards d'euros, sur les 1'500 milliards de dettes émises par les entreprises privées. C'est un marché suffisamment large pour que la BCE puisse y faire des achats importants, mais, paradoxalement, suffisamment étroit pour que ses achats favorisent la compression des spreads corporate Investment Grade.

Les perspectives de croissance sont bonnes, mais faiblissent



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Les ménages ont consommé sans avoir recours au crédit



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	-0.2	0.9	1.5	1.5	1.6	1.9	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3	1.0	0.8	1.1	1.6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	-	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	-
Consommation privée	-0.6	0.8	1.7	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	-	1.2	1.1	0.9	0.8	1.0	-
Consommation publique	0.2	0.8	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4	1.5	-	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	-
Investissement	-2.5	1.4	2.6	2.4	2.7	2.5	1.8	2.3	-	1.5	1.5	1.5	1.3	1.4	-
Variations de stocks (contribution)	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	-	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-
Exportations	2.2	4.1	4.9	4.2	4.3	5.4	5.8	4.9	-	4.2	2.7	1.5	0.9	2.3	-
Importations	1.4	4.5	5.6	5.1	5.4	5.4	5.2	5.3	-	3.7	2.2	1.1	0.4	1.8	-
Balance commerciale (contribution)	0.4	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.4	0.0	-	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	-
Production Industrielle	-0.7	0.8	1.3	0.2	0.5	0.5	0.6	0.5	-	0.4	0.2	-0.2	-0.9	0.1	-
Chômage (%)	12.0	11.6	10.9	10.2	10.0	9.7	9.5	9.9	-	9.4	9.3	9.3	9.3	9.3	-
Inflation globale	1.3	0.4	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.2	0.3	1.3	0.9	1.0	1.0	1.1	1.4
Inflation (IPCH)	1.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.2	0.3	1.3	0.9	1.0	1.0	1.1	1.4
EUR/USD	1.37	1.20	1.08	1.14	1.13	1.07	1.08	1.08	1.12	1.06	1.05	1.04	1.04	1.04	1.12
BCE - Taux refi	0.25	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BCE - Taux dépôts	0.00	-0.20	-0.30	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0.14	0.05	-0.25	-0.49	-0.50	-0.45	-0.40	-0.46	-	-0.35	-0.28	-0.30	-0.30	-0.31	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	1.63	1.24	0.54	0.15	0.26	0.33	0.42	0.29	-	0.51	0.60	0.70	0.80	0.65	-

* Consensus | Note : les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles

ALLEMAGNE

La croissance économique maintiendra légèrement au-dessus de 1.5% en 2016...

... sous l'effet d'une accélération de l'investissement

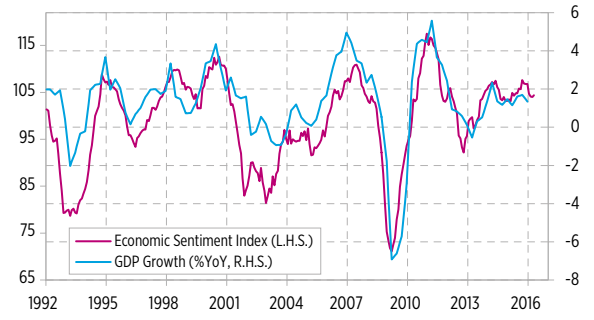
La politique budgétaire sera de plus en plus expansionniste

La croissance économique devrait se maintenir légèrement au-dessus de 1.5% en 2016. La faiblesse des taux d'intérêt dynamisera l'investissement résidentiel tandis que le dynamisme du marché du travail continuera de soutenir la consommation des ménages. Les exportations souffrent du manque de dynamisme des économies émergentes, mais elles profitent du rebond de la demande intérieure en zone euro. L'investissement devrait ainsi pouvoir accélérer à mesure que l'utilisation des capacités de production augmentera. L'entrée progressive des migrants sur le marché du travail pourrait entraîner un léger rebond du taux de chômage, qui se situe à un niveau historiquement bas (4.2% en mars). La politique budgétaire, menée par le gouvernement de Madame Merkel, sera de plus en plus expansionniste, comme elle s'y est engagée lors des récents sommets de chefs d'États et de gouvernements. Les fonds débloqués serviront prioritairement à financer des infrastructures et à permettre l'intégration des migrants. À plus long terme, il est important que l'Allemagne stimule la concurrence dans les services afin de renforcer l'innovation et l'investissement. Par ailleurs, l'obsolescence des structures d'accueil pour enfants et la faiblesse du taux de participation des femmes pèsent sur la croissance potentielle.

4.2%

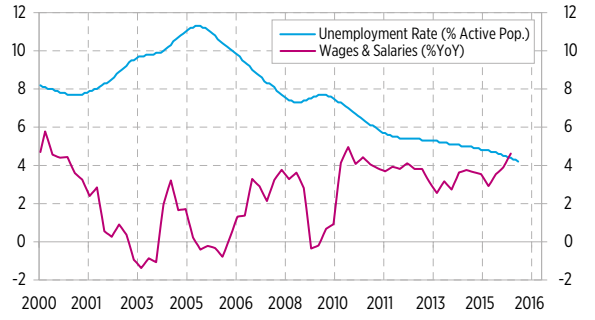
Taux de chômage

La croissance sera soutenue par l'investissement



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Le dynamisme du marché du travail soutient la consommation



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	0.4	1.6	1.4	1.6	1.4	1.5	1.9	1.6	1.6	1.5	1.3	1.0	0.7	1.2	1.6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.7	0.1	0.4	0.6	0.5	-	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.2	-
Consommation privée	0.8	1.0	1.9	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	-	1.4	1.2	1.0	0.8	1.1	-
Consommation publique	0.8	1.7	2.4	2.7	3.2	2.9	2.3	2.8	-	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3	-
Investissement	-1.3	3.5	1.7	3.0	2.6	3.2	2.8	2.9	-	2.4	2.0	1.7	1.0	1.8	-
Variations de stocks (contribution)	0.5	-0.4	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-
Exportations	1.8	3.9	4.8	2.5	1.9	2.3	3.9	2.6	-	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	-
Importations	3.2	3.7	5.4	3.6	4.1	4.3	4.8	4.2	-	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	-
Balance commerciale (contribution)	-0.4	0.4	0.1	-0.3	-0.8	-0.7	-0.1	-0.5	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Inflation globale	1.6	0.8	0.1	0.2	0.3	0.6	0.8	0.5	0.4	1.5	1.1	1.2	1.2	1.3	1.6

* Consensus

FRANCE

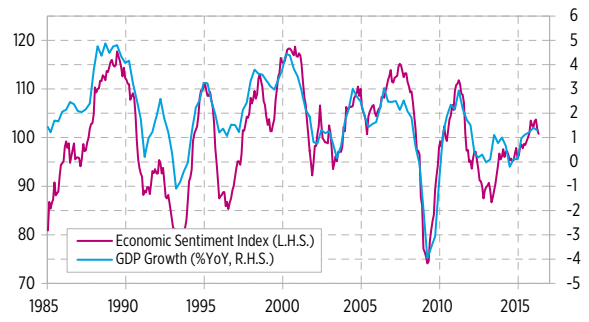
- **La relance budgétaire et la politique monétaire de la BCE soutiendront la croissance**
- **L'investissement devrait continuer à croître**
- **La balance commerciale souffrira de l'appréciation récente de l'euro**

La croissance économique accélérera graduellement pour atteindre 1.4% en 2016. La relance budgétaire et les effets induits par la politique monétaire de la BCE soutiendront la croissance de l'activité économique. La hausse du taux de chômage a été stoppée, en partie sous l'effet des emplois aidés dans le secteur non marchand visant les jeunes et les personnes peu qualifiées. Dans l'intérim, un sursaut commence également à se matérialiser. Il permet d'entrevoir une amélioration pour l'ensemble du secteur privé. Ce sursaut des créations d'emplois et la très légère accélération des salaires contribueront progressivement à la hausse de la consommation privée. De même, l'augmentation des prix du logement et le rebond de la confiance des entreprises stimuleront l'investissement. Ce dernier bénéficiera de l'amélioration des marges bénéficiaires qui avaient atteint un niveau historiquement bas et qui ont augmenté significativement (31% de la valeur ajoutée au premier trimestre 2016). Au final, la demande intérieure contribuera à la croissance tandis que la balance commerciale continuera de l'amputer. La récente appréciation de l'euro pénalise les entreprises exportatrices, dont la compétitivité hors prix reste insuffisante.

2.2%

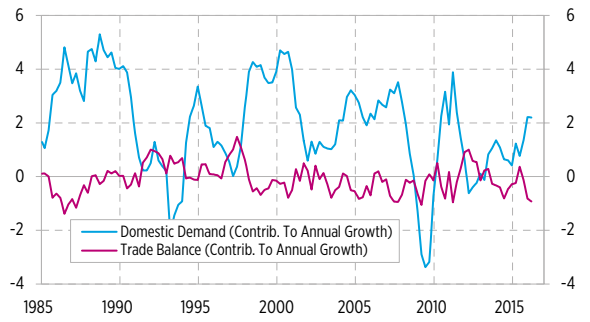
Contribution de la demande intérieure à la croissance du PIB

La croissance se stabilise a un niveau modeste



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Seule la demande intérieure contribue à la croissance



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	0.6	0.6	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	0.8	0.5	0.9	1.4
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	-	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	-
Consommation privée	0.5	0.7	1.5	1.5	1.2	1.0	1.5	1.3	-	1.3	1.2	1.0	0.9	1.1	-
Consommation publique	1.5	1.2	1.4	1.7	1.4	1.2	0.9	1.3	-	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	-
Investissement	-0.8	-0.3	1.0	1.7	1.7	2.1	1.9	1.9	-	1.8	1.6	1.3	0.9	1.4	-
Variations de stocks (contribution)	0.2	0.5	0.1	0.6	1.2	0.6	0.0	0.6	-	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.2	-
Exportations	1.9	3.3	6.1	2.5	1.9	3.5	3.7	2.9	-	4.0	3.9	2.0	1.0	2.7	-
Importations	2.1	4.7	6.6	5.3	5.5	4.9	3.4	4.8	-	3.4	3.7	1.5	0.5	2.3	-
Balance commerciale (contribution)	-0.1	-0.5	-0.3	-0.9	-1.2	-0.5	0.0	-0.6	-	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-
Inflation globale	1.0	0.6	0.1	0.0	0.0	0.4	0.6	0.3	0.2	1.1	0.6	0.7	0.7	0.8	1.3

* Consensus

ITALIE

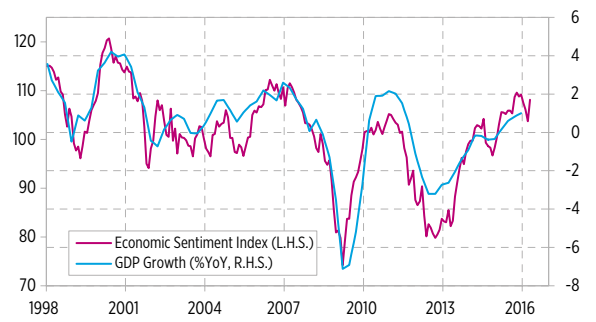
- **La reprise se renforcera, soutenue par la consommation privée**
- **Les dépenses publiques profiteront des marges de manœuvre accordées par la Commission Européenne**
- **À long terme, la croissance butera sur les dysfonctionnements du marché du travail**

La croissance du PIB devrait atteindre le rythme de 1.1% en 2016. Le taux de chômage ralentit enfin, favorisant la progression du revenu disponible des ménages et, in fine, la consommation privée. L'investissement tente un rebond, mais demeure peu dynamique en raison du faible taux d'utilisation des capacités de production et d'une offre de crédit toujours contrainte. Le volume de prêts douteux demeure élevé, freinant la reprise du crédit bancaire. La morosité de la demande adressée à l'Italie freine les exportations, ce qui contribue négativement à la croissance du Produit intérieur brut (PIB). Les recettes fiscales de l'État s'amélioreront, à mesure que la reprise économique s'installera et que la chute des taux permettra de diminuer le service de la dette. Mais le gouvernement devrait profiter des marges de manœuvre accordées par la Commission Européenne pour accroître ses dépenses publiques et continuer de baisser les impôts. Ainsi, si l'Italie veut atteindre le rythme de croissance économique potentielle de ses partenaires, elle devra améliorer le fonctionnement de son marché du travail et s'attaquer au problème des prêts improductifs détenus par les banques.

-8.6%

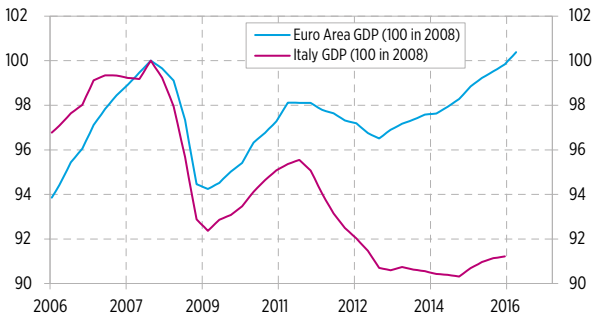
Retard de croissance, cumulé depuis 2008, par rapport à la Zone Euro

La croissance accélère enfin, soutenue par la consommation privée et publique



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

La reprise italienne est en retard sur celle de la zone euro



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	-1.8	-0.3	0.6	1.0	1.1	1.1	1.3	1.1	1.0	1.3	1.3	1.0	0.6	1.1	1.2
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	-	0.3	0.4	0.0	0.0	0.2	-
Consommation privée	-2.4	0.6	0.9	1.5	1.5	1.3	1.3	1.4	-	1.5	1.4	1.1	0.9	1.2	-
Consommation publique	-0.3	-1.0	-0.7	0.8	1.2	1.1	0.5	0.9	-	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	-
Investissement	-6.6	-3.3	0.6	1.3	1.7	1.8	1.5	1.6	-	1.7	1.8	1.0	0.5	1.2	-
Variations de stocks (contribution)	0.1	0.1	0.5	0.0	0.0	-0.2	0.3	0.0	-	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-
Exportations	0.9	2.9	4.1	2.1	1.6	3.5	3.0	2.5	-	3.9	4.1	2.0	1.0	2.7	-
Importations	-2.2	3.0	5.8	3.5	3.0	3.7	3.6	3.4	-	3.7	3.6	1.8	0.9	2.5	-
Balance commerciale (contribution)	0.8	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	-	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-
Inflation globale	1.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1	0.1	1.0	0.7	0.8	0.8	0.8	1.2

* Consensus

ESPAGNE

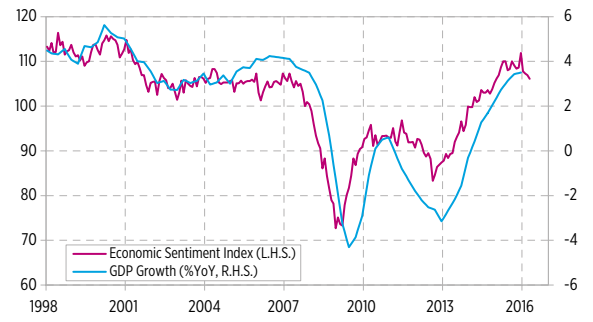
- **La croissance devrait rester exemplaire, quoiqu'en ralentissement**
- **La demande intérieure demeurerait dynamique**
- **La crise politique fait peser un risque de ralentissement plus brutal**

La solide reprise économique, qui a pris place en 2014, devrait se poursuivre en Espagne. La dissipation des effets positifs de la dépréciation de l'euro et du repli des cours des matières premières impliquera une normalisation de cette croissance autour de 2.5%. La politique budgétaire expansionniste et la faiblesse des taux d'intérêt resteront deux facteurs de soutien importants pour l'investissement des entreprises, le marché immobilier et la consommation des ménages. Ils viennent ajouter une dynamique conjoncturelle aux importantes réformes structurelles mise en œuvre ces dernières années. Pour preuve, l'indice mesurant la confiance des directeurs d'achat est supérieur à 54 points depuis janvier 2015. Dans la mesure où la dette publique reste élevée et où la croissance demeure dynamique, le gouvernement devrait poursuivre l'assainissement des finances publiques. Cet effort se fera graduellement pour ne pas handicaper la croissance économique. Depuis les élections du 20 décembre dernier, l'Espagne évolue sans gouvernement, une situation inédite depuis le rétablissement de la démocratie en 1975. Le roi Felipe VI a annoncé un scrutin pour élire une nouvelle fois les députés, le 26 juin prochain. Cette crise politique constitue le risque économique numéro 1 en Espagne actuellement. Elle pourrait rendre les agents économiques de moins en moins confiants. Contrairement au référendum au Royaume-Uni, cette incertitude politique devrait avoir un impact limité sur le comportement des agents économiques. Les enjeux ne sont pas les mêmes. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises ne devraient pas souffrir d'une remontée du taux d'épargne.

3.2%

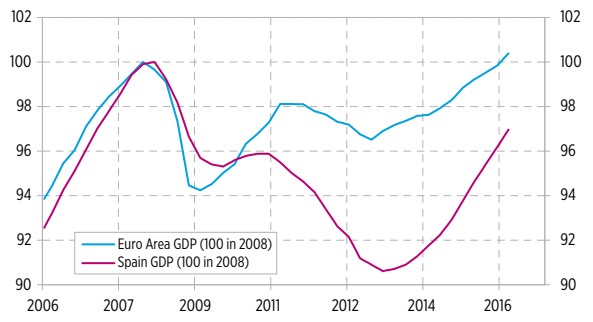
Forte croissance du PIB en 2015

La croissance est forte, mais commence à se normaliser



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Le rattrapage économique sera désormais un peu moins rapide



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	-1.7	1.4	3.2	3.4	2.9	2.7	2.5	2.8	2.7	2.5	2.5	2.2	1.7	2.2	2.3
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.8	0.6	0.6	0.6	-	-	0.6	0.6	0.3	0.1	-	-
Consommation privée	-3.1	1.2	3.1	3.4	3.2	2.8	2.6	3.0	-	2.4	2.3	2.0	1.8	2.1	-
Consommation publique	-2.8	0.0	2.7	2.6	1.6	1.1	0.9	1.4	-	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	-
Investissement	-2.5	3.5	6.4	5.2	4.5	4.6	3.9	4.7	-	4.3	4.3	3.8	3.5	4.0	-
Variations de stocks (contribution)	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	-	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.1	-
Exportations	4.3	5.1	5.4	3.7	5.4	4.3	4.4	4.9	-	4.5	4.7	2.7	1.8	3.4	-
Importations	-0.3	6.4	7.5	5.4	7.0	4.9	5.2	6.0	-	5.0	4.9	2.8	1.9	3.7	-
Balance commerciale (contribution)	n.a.	n.a.	n.a.	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.3	-	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-
Inflation globale	1.5	-0.2	-0.6	-0.6	-0.4	0.3	0.4	-0.1	-0.3	1.3	0.7	0.8	0.8	0.9	1.3

* Consensus

PORTUGAL

- **La croissance du PIB portugais devrait progresser de 1.2% en 2016 et de 1.6% en 2017**
- **Les dépenses publiques devraient continuer à contribuer positivement à la croissance**
- **Une amélioration de la croissance potentielle requiert des réformes structurelles**

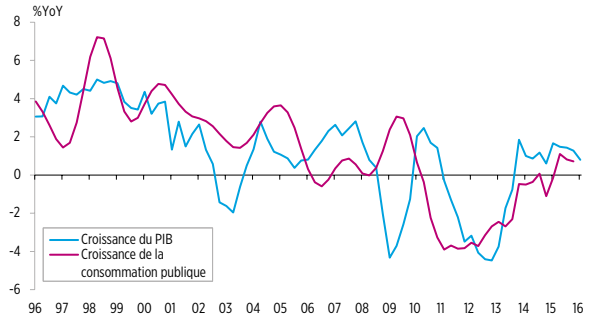
Matthias van den Heuvel
Économiste, Groupe

La reprise économique portugaise, débutée en 2014, devrait se poursuivre, mais la croissance pourrait ralentir en 2016 avant d'accélérer. La consommation privée, qui est le principal moteur de la croissance, devrait souffrir du haut niveau de la dette des ménages (78% du PIB) et d'un chômage encore trop élevé (12.3% et 31% chez les jeunes en mars 2016). De plus, l'investissement productif, qui a baissé de 33% par rapport à 2007, pourrait être limité par la poursuite du désendettement des entreprises (leur dette s'élevait à 118% du PIB fin 2015 contre 139% en 2013). Enfin, les exportations devraient être pénalisées par l'appréciation de l'euro. La compétitivité hors prix est trop faible, faute de réformes structurelles. Néanmoins, la hausse des dépenses publiques devrait soutenir la croissance. Après s'être contractée chaque année depuis 2010, la consommation publique a augmenté en 2015 (+0.6%). L'accélération devrait se poursuivre avec la formation, en novembre 2015, du nouveau gouvernement socialiste d'Antonio Costa. Ce dernier a en effet affirmé ne pas vouloir maintenir la politique « d'austérité aveugle » mise en place par ses prédécesseurs malgré une dette publique excessive (129% du PIB). Cela s'est concrétisé par la mise en place de diverses mesures de soutien aux faibles revenus comme la hausse du salaire minimum de 505 à 530 euros pour 2016. En 2017, l'investissement sera soutenu par les Fonds structurels et d'investissement de l'Union européenne.

0.6%

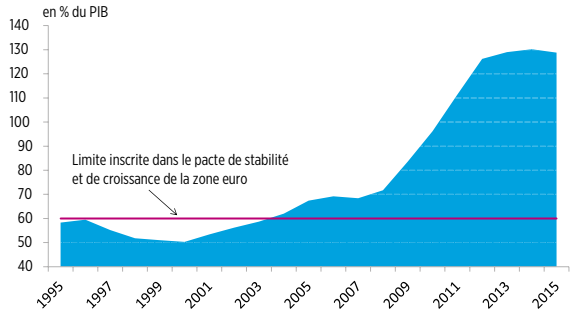
Accélération de la consommation publique en 2016

La reprise économique débutée en 2014 est à nouveau soutenue par la consommation publique



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

La dette publique portugaise se stabilise à un niveau excessif



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	**2013**	**2014**	**2015**	**Q1**	**Q2f**	**Q3f**	**Q4f**	**2016f**	**C***	**Q1f**	**Q2f**	**Q3f**	**Q4f**	**2017f**	**C***
PIB	-1.1	0.9	1.5	0.8	1.2	1.4	1.4	1.2	1.3	1.7	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5
Inflation	0.4	-0.2	0.5	0.5	0.4	0.6	1.0	0.6	0.6	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2

* Consensus

LUXEMBOURG

- **La croissance luxembourgeoise devrait s'affaiblir en 2016 pour atteindre 3.7%, après 4.9% en 2015**
- **La volatilité des marchés et les nouvelles réglementations limiteront la croissance des exportations de services financiers**
- **Mais les conditions de crédit favorables et l'excellente tenue du marché du travail inciteront les ménages à accroître leur consommation. L'immobilier soutiendra également la croissance.**

Lisa Turk
Économiste, États-Unis

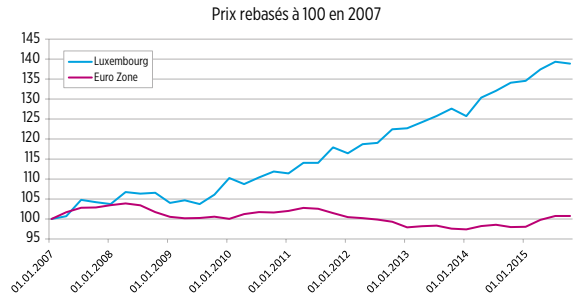
La croissance luxembourgeoise devrait s'affaiblir en 2016 et atteindre 3.7% seulement en raison d'un ralentissement des exportations nettes de services et de biens financiers. Si ces dernières souffrent de la volatilité des marchés et de l'introduction de nouvelles réglementations, le secteur financier restera tout de même le moteur principal de l'économie luxembourgeoise. Il contribue à hauteur de 34%, en moyenne, à la croissance du PIB. Celle-ci sera également soutenue par la consommation privée qui a été dynamique début 2016. Les perspectives des dépenses des ménages sont en hausse grâce à des conditions de crédit qui restent avantageuses, au prix du pétrole qui, malgré son récent rebond, demeure bas et au marché de l'emploi qui progresse. Ce dernier a bénéficié de mesures innovantes mises en place par le service de l'emploi public ADEM, permettant de dynamiser l'emploi des jeunes et des femmes notamment.

L'investissement résidentiel, stimulé par des avantages fiscaux, restera très robuste. L'inadéquation entre une demande grandissante de logements et une offre peu développée exerce une forte pression sur les prix immobiliers qui s'accroissent à un rythme moyen de 3.8% par an depuis 10 ans (cf. graphique de gauche). La dette des ménages en forte hausse devra être surveillée de près et l'introduction de mesures macro-prudentielles pourrait être examinée.

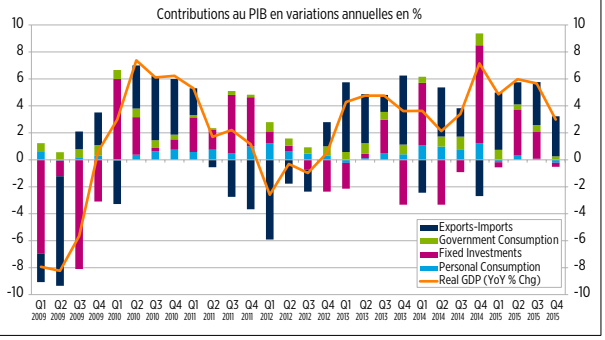
3.80%

Progression moyenne des prix immobiliers depuis 2010

Luxembourg : les prix de l'immobilier progressent de 3,8% par an depuis 2010



Luxembourg : les exportations ont une contribution importante au PIB



				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	4.4	4.1	4.9	3.1	3.4	4.0	4.2	3.7	3.2	4.3	4.4	4.0	3.5	4.1	3.0
Inflation	1.7	0.7	0.1	-0.1	0.5	1.0	1.2	0.7	-	1.7	1.2	1.4	1.4	1.4	2.0

* Consensus

ROYAUME-UNI

- **La dynamique économique est clairement à la décélération selon nos prévisions**
- **Les ménages consommeront de moins en moins**
- **L'incertitude liée au Brexit a un impact négatif**

Si la croissance économique du Royaume-Uni demeure supérieure à celle des pays de la zone euro, ce n'est désormais que marginalement. Au premier trimestre, elle flirtait avec 2%, bien loin des 3% en 2014. Pire, la dynamique est clairement à la décélération et les indicateurs avancés sont nettement orientés à la baisse. Certes, la consommation, privée comme publique, contribue toujours positivement au développement de l'activité économique. En revanche, les salaires progressent de moins en moins rapidement. Quant au taux d'épargne, il est à son plus faible niveau historique et pourrait rebondir à cause de l'incertitude générée par le référendum sur une sortie de l'Union Européenne. Ainsi, les ménages consommeront de moins en moins au cours des prochains trimestres. L'investissement des entreprises est en chute libre et la récente contraction du taux d'utilisation des capacités de production ne laisse pas de place à un quelconque rebond. La balance commerciale, qui a amputé la croissance en 2015, devrait retrouver l'équilibre cette année. La faiblesse de la livre sterling permet d'améliorer la compétitivité des entreprises exportatrices.

L'inflation demeure globalement faible, mais la contraction des prix de l'énergie des dernières années a masqué la dynamique sous-jacente. Le rebond du cours de baril de pétrole et la dépréciation de la livre engendreront la progression de l'indice des prix à la consommation.

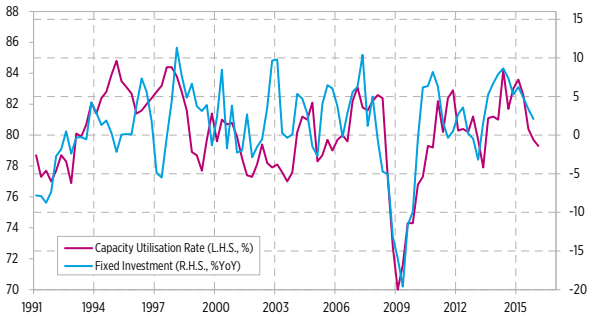
Parmi les risques qui entourent l'année 2016, le piège politique du Brexit ne doit pas être minimisé. Le Brexit, qui fait référence au « Grexit » évoqué durant l'été 2015 lors de la crise grecque, est une abréviation de « British Exit ». Les conservateurs et les travaillistes sont actuellement au coude à coude dans les sondages, et les indécis sont encore très nombreux. Le 12 juin 2015, l'agence de notation Standard & Poor's, la seule qui accorde

3.80%

Taux d'épargne des ménages

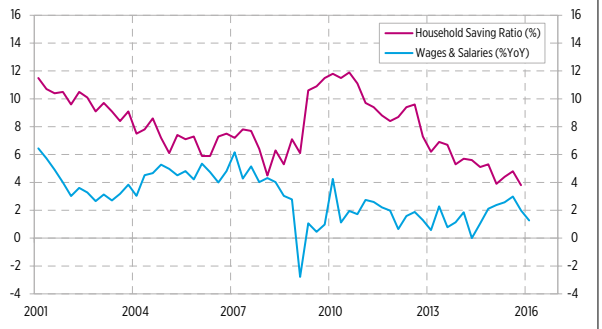
encore au Royaume-Uni son précieux AAA, a dégradé sa perspective de « stable » à « négative », indiquant que le référendum représente « un risque pour les perspectives de croissance du pays ». Un « non » à l'Union européenne entraînerait une fuite de capitaux, et donc une crise de la livre sterling. Même en considérant un « oui », l'incertitude persistera sur la nature des liens qui uniront le Royaume-Uni et l'Union Européenne à l'avenir. Ce phénomène abaissera la croissance potentielle de long terme.

L'investissement chute lourdement et le risque de Brexit amplifiera ce phénomène



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

Environnement difficile pour les ménages : épargne au plancher et salaires en faible progression



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	2.2	2.9	2.3	2.1	1.3	1.1	0.8	1.3	1.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2	2.1
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.4	-0.1	0.2	0.3	0.2	-	0.6	0.1	0.2	0.3	0.3	-
Consommation privée	1.9	2.6	2.8	2.6	2.1	2.0	1.8	2.1	-	1.5	1.5	1.5	1.7	1.5	-
Consommation publique	0.5	2.5	1.5	2.2	2.0	1.8	1.8	2.0	-	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	-
Investissement	2.6	7.3	4.1	2.1	0.8	0.0	0.3	0.8	-	-0.9	-1.0	-0.5	0.4	-0.5	-
Variations de stocks (contribution)	0.9	0.0	-0.1	-0.7	0.1	-0.5	-0.8	-0.5	-	-0.6	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-
Exportations	1.2	1.2	5.1	2.9	1.4	1.8	1.6	1.9	-	1.3	1.5	1.9	2.5	1.8	-
Importations	2.8	2.4	6.3	1.8	3.0	1.1	0.1	1.5	-	-0.1	0.3	0.9	1.7	0.7	-
Balance commerciale (contribution)	-0.5	-0.4	-0.5	0.3	-0.6	0.2	0.4	0.1	-	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	-
Production Industrielle	-0.8	1.3	1.0	-0.5	0.3	0.8	0.9	0.4	-	1.2	1.5	1.8	2.0	1.6	-
Chômage (%)	7.6	6.3	5.4	5.1	5.1	5.2	5.2	5.2	-	5.3	5.3	5.3	5.2	5.3	-
Inflation globale	2.6	1.5	0.0	0.5	0.5	0.7	1.1	0.7	0.7	1.5	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7
EUR/GBP	0.83	0.77	0.73	0.79	0.85	0.81	0.80	0.80	0.76	0.79	0.78	0.77	0.75	0.75	0.74
GBP/USD	1.66	1.56	1.47	1.44	1.33	1.32	1.35	1.35	1.48	1.34	1.35	1.36	1.39	1.39	1.52
BoE - Taux directeur	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.55	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.95
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0.38	0.68	0.54	0.44	0.60	0.80	1.10	0.74	-	1.30	1.40	1.50	1.60	1.45	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	2.34	2.51	1.82	1.42	1.80	1.90	2.00	1.78	-	2.20	2.40	2.50	2.60	2.43	-

* Consensus | Note : les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles

SUISSE

- **La croissance accélèrerait, grâce à la consommation des ménages**
- **La déflation n'est pas inquiétante puisqu'elle n'est pas liée à un problème de demande**
- **La BNS peut encore assouplir sa politique monétaire en abaissant le « seuil d'exemption »**

La récession aura été évitée en 2015. L'abandon du cours plancher entre l'euro et le franc suisse, le 15 janvier 2015, n'aura pas eu l'effet dévastateur tant redouté. Mieux encore, les indicateurs de confiance des directeurs d'achat, tout comme ceux des consommateurs, sont en nette progression. Ils permettent d'anticiper une accélération de l'activité économique au cours des prochains trimestres. Malgré une compétitivité dégradée par la vigueur excessive du franc suisse, la demande domestique se raffermit. Les ménages profitent de l'amélioration de leur pouvoir d'achat pour importer des produits bon marché. La consommation privée devrait continuer d'accélérer. Après avoir reculé en 2015, les exportations helvétiques rebondiront en 2016. Les entreprises parviennent progressivement à s'adapter à ce nouvel environnement, en comprimant les emplois et les marges, afin de préserver leurs parts de marché. La vigueur du franc demeure, toutefois un réel handicap. En termes nominaux et corrigées du nombre de jours ouvrables, les exportations suisses progressent actuellement de +2.5% sur un an. En revanche, exprimées en termes réels, c'est-à-dire corrigées de l'inflation, elles sont en recul de -1.4%.

54.7

Indice de confiance des industriels

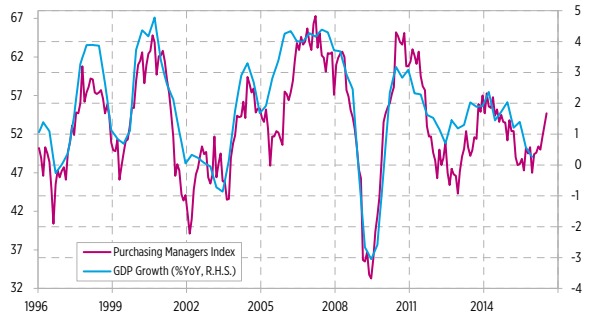
L'indice des prix à la consommation continue de se contracter, mais à un rythme moins rapide. Cette évolution est due à l'effet positif des prix énergétiques, mais également au rebond de l'inflation sous-jacente. La récente et puissante déflation qui sévit en Suisse depuis 2011 n'est pas liée à un problème de demande. Au contraire, elle est le fruit d'un excès d'offre. Elle correspond donc à une « bonne déflation ».

L'absence d'inflation autorise la Banque Nationale suisse (BNS) à conserver une politique monétaire accommodante. Elle pourrait en faire davantage si le franc suisse s'appréciait trop fortement. Lors du G20 à Shanghai, Thomas Jordan a confirmé qu'une nouvelle baisse des taux était envisageable, tout comme la diminution du « seuil d'exemption »,

actuellement à 20 fois les réserves obligatoires des banques commerciales. Il a également été très clair sur le fait que la BNS poursuivrait ses interventions sur le marché des changes pour affaiblir le franc suisse et son statut de valeur refuge. En 2016, la Banque Nationale a déjà gonflé ses réserves de change pour un montant équivalent à 16 milliards de francs suisses. L'évolution des dépôts à vue, en constante augmentation, permet de comprendre que ce mouvement est loin d'être terminé. Si le franc suisse chute de temps à autre, ce n'est pas de manière naturelle.

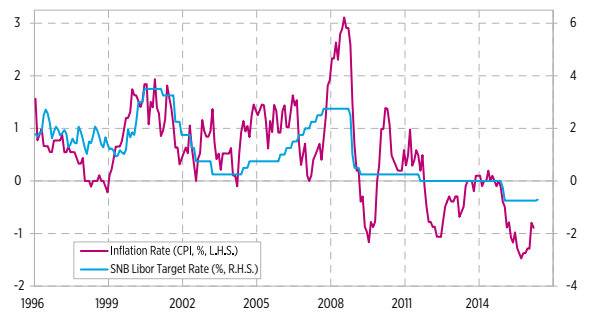
La politique monétaire menée par la BNS continuera de favoriser la progression des prix immobiliers. Il y a quelques années, elle a instauré puis augmenté le volant anticyclique de fonds propres (CCB). Les banques doivent désormais couvrir 2% de leurs créances hypothécaires avec leurs fonds propres. Ces décisions, comme les autres mesures macro-prudentielles mises en œuvre par les autorités suisses, étaient nécessaires, mais sont insuffisantes pour stopper l'évolution du marché immobilier dans les prochains trimestres.

La croissance accélèrera fortement, grâce aux dépenses des ménages



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

La BNS continuera de mener une politique ultra-accommodante



Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	1.8	1.9	0.9	0.8	0.7	1.4	1.4	1.1	1.2	1.5	1.4	1.1	1.0	1.2	1.6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0.2	0.2	0.5	0.4	0.3	-	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	-
Consommation privée	2.2	1.3	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6	1.3	-	1.6	1.5	1.3	1.2	1.4	-
Consommation publique	1.3	1.3	1.7	0.4	0.9	1.4	1.5	1.1	-	1.9	1.6	1.4	1.4	1.6	-
Investissement	1.3	2.1	1.4	0.4	-0.8	-0.1	0.7	0.0	-	0.7	0.6	0.3	0.3	0.5	-
Variations de stocks (contribution)	-2.5	0.7	-1.0	-0.4	1.0	1.6	1.3	0.9	-	-0.1	-0.5	-0.3	0.0	-0.2	-
Exportations	15.2	-6.9	3.1	2.2	3.4	1.3	0.3	1.8	-	2.7	3.5	3.3	2.7	3.0	-
Importations	13.5	-8.1	2.5	1.8	5.8	3.6	2.4	3.3	-	2.6	2.9	3.3	3.1	3.0	-
Balance commerciale (contribution)	2.6	-0.2	0.7	0.5	-0.8	-1.1	-1.2	-0.7	-	0.4	0.8	0.5	0.1	0.4	-
Production Industrielle	0.8	1.4	-2.5	1.1	1.1	2.0	2.6	1.7	-	3.3	2.8	1.8	1.9	2.5	-
Chômage (%)	3.2	3.2	3.3	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5	-	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	-
Inflation globale	-0.2	0.0	-1.1	-1.0	-0.5	-0.3	0.1	-0.5	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3
EUR/CHF	1.23	1.20	1.09	1.09	1.08	1.04	1.08	1.08	1.13	1.05	1.03	1.03	1.04	1.04	1.13
USD/CHF	0.89	0.99	1.00	0.96	0.96	0.97	1.00	1.00	1.01	0.99	0.98	0.99	1.00	1.00	1.03
BNS - Taux dépôts	0.00	-0.25	-0.75	-0.75	-0.75	-1.00	-1.00	-1.00	-0.75	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-0.70
Obligations souveraines à 2 ans (%)	-0.03	-0.07	-0.81	-0.86	-0.90	-1.10	-1.00	-0.97	-	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-1.00	-
Obligations souveraines à 10 ans (%)	0.88	0.68	-0.06	-0.34	-0.30	-0.30	-0.10	-0.26	-	0.00	0.10	0.15	0.30	0.14	-

* Consensus | Note : les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles

SUÈDE

- **La croissance suédoise devrait atteindre 3.6% en 2016, soutenue par la demande intérieure**
- **L'accélération graduelle de l'inflation pourrait pousser la Banque centrale à remonter son taux directeur (repo) en 2017**
- **La forte surévaluation des prix du marché de l'immobilier suédois est le plus gros facteur de risque pour la croissance suédoise**

Matthias van den Heuvel
Économiste, Groupe

L'économie suédoise a été l'une des plus dynamiques de l'Union européenne en 2015 avec une croissance de 3.8%. Cette croissance repose sur une consommation privée et publique solide, d'importants investissements résidentiels et des exportations en hausse. Le PIB devrait continuer de progresser de 3.6% en 2016 et 2.9% 2017, toujours soutenu par une demande domestique robuste et une accélération de la consommation publique.

La Suède bénéficie d'une croissance de la productivité supérieure à celle de ses voisins européens : celle-ci entraîne une augmentation du revenu disponible réel et une rétractation du chômage, engendrant une forte croissance de la consommation privée (3% en 2016). Les dépenses publiques devraient également accélérer en raison de l'intégration des plus de 160'000 demandeurs d'asiles arrivés en 2015.
La forte croissance de l'investissement observée ces deux dernières années, stimulée par l'actuel boom immobilier, devrait ralentir. Ceci en raison du niveau élevé des prix qui limite la capacité d'achat et qui, par conséquent, diminue les intentions d'achat immobilier. La baisse de la croissance de l'investissement résidentiel pourrait être partiellement compensée par la hausse de celle de l'investissement en machines et équipements. En effet, le taux d'utilisation des capacités a augmenté de façon continue depuis 2013 pour atteindre son niveau de long-terme (83.4% début 2016, 83.6% en moyenne).

La croissance des exportations devrait quant à elle ralentir peu à peu en raison de l'appréciation de la couronne et de la baisse de la croissance de ses principaux partenaires commerciaux (Royaume-Uni, Allemagne, Norvège).

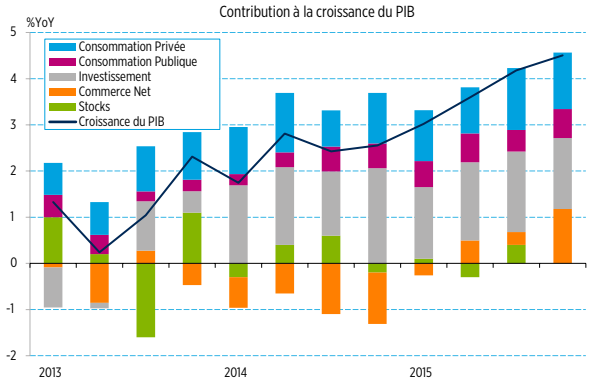
3.8%

Une des croissances européennes les plus dynamiques en 2015

En début d'année 2016, l'inflation a progressé pour atteindre son point le plus haut depuis 2012, tout en restant en deçà de son niveau cible de 2% (+0.8% en mars 2016 contre -0.6% en mars 2014). Selon nos prévisions, elle devrait continuer à accélérer. D'une part, la demande domestique va rester forte. D'autre part, la stabilisation des prix énergétiques générera des pressions positives sur l'inflation comme l'augmentation prévue de la taxe carbone. Enfin, la Riksbank a annoncé qu'elle maintiendrait une politique monétaire accommodante. Dans ce contexte, le Conseil exécutif de la Banque centrale a déclaré être prêt à intervenir sur le marché des devises dans le cas où la couronne suédoise serait amenée à fortement s'apprécier, pour éviter ainsi d'importer de la déflation. Par conséquent, l'inflation devrait progresser de 0.9% en 2016 et de 1.5% en 2017. À horizon fin 2017, cette progression des prix et une économie au-dessus de son potentiel rendraient une appréciation de la couronne supportable et par conséquent justifieraient une remontée du taux repo (-0.25% au troisième trimestre et 0% au quatrième trimestre).

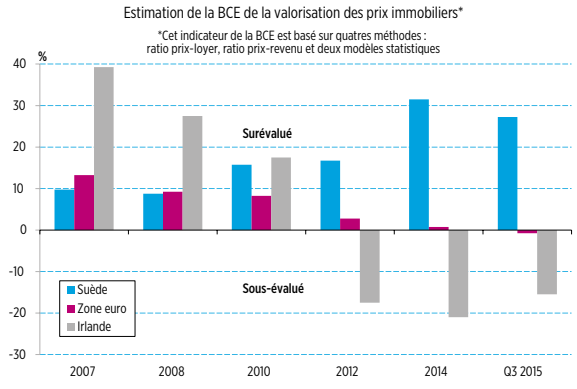
Néanmoins, le marché immobilier fait peser un risque significatif sur la croissance suédoise. Selon la BCE il atteint un niveau de surévaluation proche de celui de l'Irlande en 2007. Une correction brutale des prix pourrait stopper la croissance. Non seulement elle engendrerait une chute de l'investissement résidentiel. Mais elle contraindrait les ménages à se désendetter, leur dette ayant fortement augmenté ces dernières années (+7.4% annuellement en mars 2016 contre +4.5% il y a trois ans).

La croissance économique suédoise repose sur toutes ses composantes



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

Le marché de l'immobilier suédois est fortement surévalué



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	1.2	2.4	3.8	4.1	3.7	3.4	3.4	3.6	3.5	3.1	2.9	2.8	2.8	2.9	2.7
Consommation privée	1.9	2.3	2.5	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	-	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	-
Consommation publique	1.3	1.5	2.2	4.1	3.8	3.7	3.3	3.7	-	2.5	2.0	1.6	1.6	1.9	-
Investissement	0.6	7.6	6.9	5.5	5.0	5.0	5.0	5.1	-	4.6	4.8	4.6	4.3	4.6	-
Exportations	-0.8	3.7	5.6	5.5	5.1	4.9	3.5	4.7	-	3.5	3.0	3.3	3.5	3.3	-
Importations	-0.2	6.3	5.0	5.4	5.3	4.8	3.6	4.8	-	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	-
Inflation	0.4	0.2	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2	0.9	0.9	1.4	1.4	1.6	1.8	1.5	1.7
EUR/SEK	8.85	9.44	9.17	9.40	9.50	9.60	9.60	9.53	9.00	9.60	9.60	9.60	9.60	9.60	8.85
Taux directeur - Repo	0.75	0.00	-0.35	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.25	0.00	0.00	-0.30

* Consensus

ISRAËL

- **La croissance israélienne devrait s'accélérer en 2016 (2.8%) et en 2017 (3%)...**
- **... stimulée par la hausse des dépenses publiques et des exportations**
- **Une remontée progressive de l'inflation à partir de l'été 2016 justifierait une hausse du taux directeur en 2017**

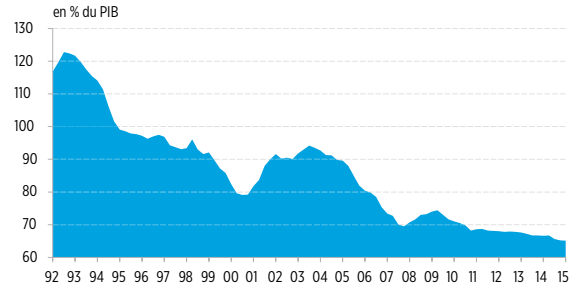
Matthias van den Heuvel
Économiste, Groupe

La croissance économique israélienne devrait s'accélérer par rapport à ces dernières années pour atteindre 2.8% en 2016 et jusqu'à 3% en 2017. D'une part, le gouvernement a décidé d'accroître le plafond du déficit budgétaire de 2016, de 2% à 2.9%. Il souhaite augmenter les dépenses publiques parallèlement à la diminution de la TVA de 18% à 17% en octobre 2015 et à la réduction de l'impôt sur les sociétés prévue en 2016. D'autre part, les exportations devraient se redresser en 2016, après une année 2015 particulièrement difficile (-3.3%) en raison de la forte appréciation du shekel (+9.3% entre décembre 2014 et juillet 2015) et d'une grève chez Israel Chemicals Inc, leader national dans le secteur chimique. Toutefois, la consommation privée devrait ralentir. La hausse du salaire minimum en avril 2015 (de 23,12 à 25 shekel de l'heure) ne suffira pas à compenser l'essoufflement de l'effet positif des taux bas ni l'accélération progressive de l'inflation. Bien que les prix continuent de reculer (-0.7% en mars 2016), nous anticipons son retour progressif vers la fourchette cible de la Banque d'Israël de 1-3% mi-2017. Ce redressement sera soutenu par la dissipation des effets de la diminution des prix du pétrole et de la TVA. Sur la base de cette accélération de l'inflation, le Comité monétaire de la Banque d'Israël devrait relever son taux directeur à partir du deuxième trimestre de 2017 pour atteindre 0.5% fin 2017.

-29%

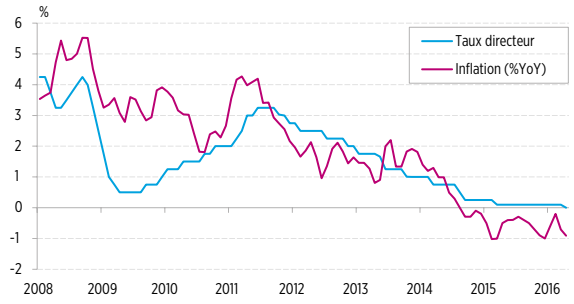
Réduction du ratio dette publique/PIB depuis 2004

Après des années de baisse, la dette publique pourrait repartir à la hausse



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

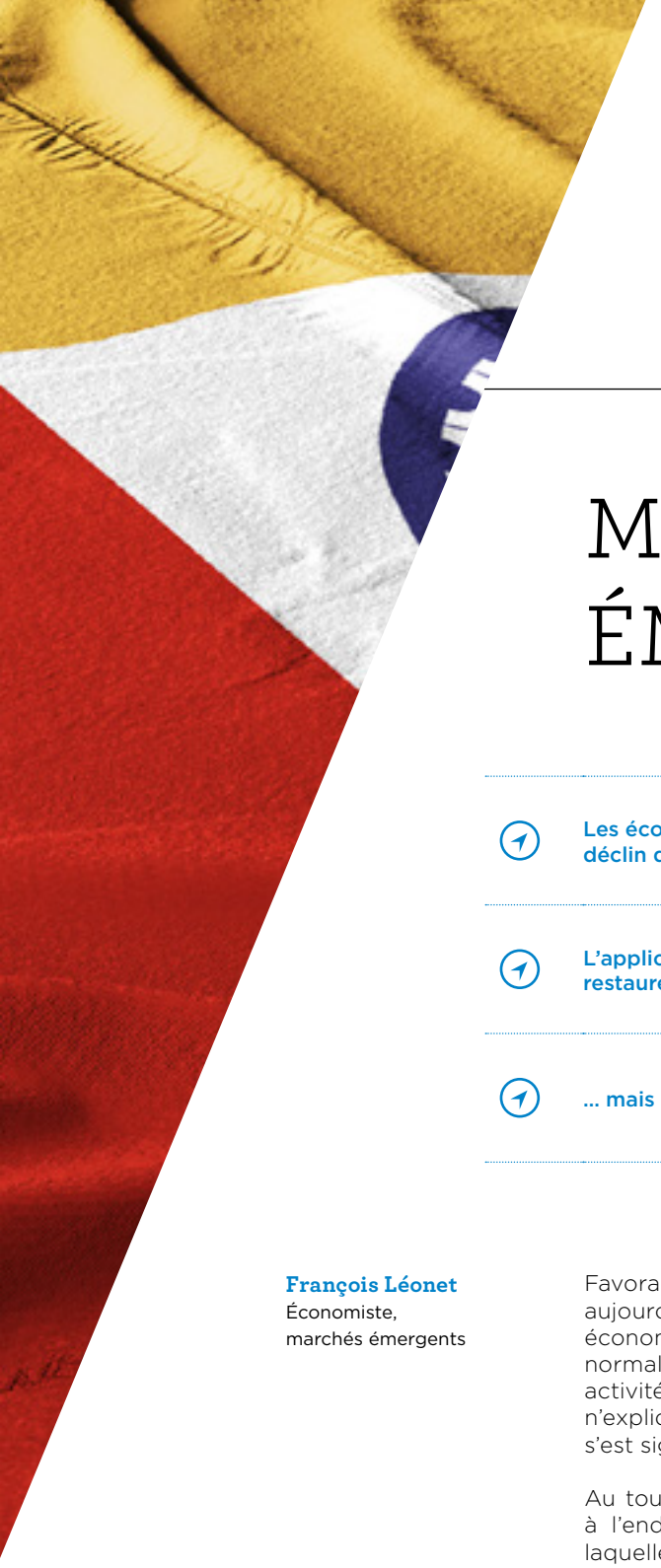
L'inflation et le taux directeur ont un destin lié



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	3.2	2.7	2.5	2.7	3.1	2.7	2.7	2.8	2.8	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3
Inflation	1.5	0.5	-0.6	-0.5	-0.6	-0.3	0.2	-0.3	0.0	0.7	1.0	1.3	1.5	1.2	1.4
Taux directeur	1.00	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.15	0.10	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25

* Consensus



MARCHÉS ÉMERGENTS

- **Les économies émergentes continueront de ralentir en 2016 en raison du déclin de leur productivité et de la présence de surcapacités de production**
- **L'application de réformes structurelles semble le passage obligé pour restaurer le modèle de croissance du monde émergent…**
- **… mais une stabilisation conjoncturelle pourrait intervenir en fin d'année**

François Léonet
Économiste,
marchés émergents

Favorables lors du précédent cycle, les facteurs conjoncturels œuvrent aujourd'hui contre les économies émergentes. L'atonie de l'activité économique mondiale, la chute du prix des matières premières et la normalisation de la politique monétaire américaine ont pesé sur leur activité économique. Pourtant, l'orientation défavorable de ces variables n'explique pas tout. La réalité fondamentale des économies émergentes s'est significativement transformée depuis le boom de 2000-2008.

Au tournant du millénaire, le recours massif des ménages américains à l'endettement a entretenu une consommation privée vigoureuse, laquelle s'est révélée un débouché commercial de choix pour les exportateurs asiatiques. Ceux-ci ont englobé dans cette spirale de croissance les pays producteurs de matières premières comme le Brésil ou la Russie. Ce mode de développement fût stoppé net en 2008 suite au désendettement marqué des ménages américains, touchés de plein fouet par la crise des subprimes. Amputées de leurs « acheteurs naturels » et en quête de nouveaux relais de croissance, les économies émergentes – la Chine en tête – se sont engagées dans de vastes programmes d'investissement, de financement d'infrastructures et autres plans de relance. Ce revirement économique a accouché d'une réalité économique binaire, l'activité soutenue des émergents contrastant avec l'atonie des développés. En 2011 pourtant, le profond marasme des pays développés rattrapait les émergents, ces derniers ne parvenant depuis pas à relever la tête.

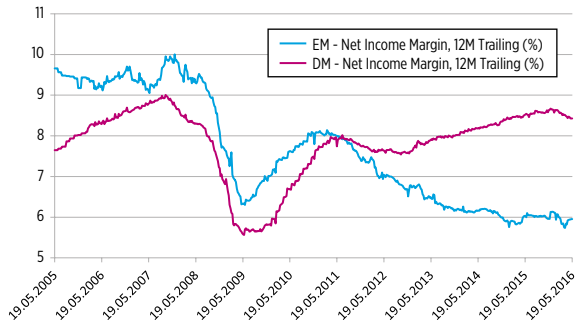
Même au plus fort de leur essor, les économies émergentes ont subi une détérioration continue du rendement du capital investi. Jugée peu préoccupante lors des phases d'expansion, cette faiblesse s'est érigée ces dernières années comme la principale variable explicative de la fragilité émergente. La profitabilité des entreprises pose problème : les marges bénéficiaires dégagées n'ont eu de cesse de s'éroder pour être aujourd'hui inférieures à celles des économies développées. Ce déclin de la profitabilité trouve principalement ses racines dans le rythme de croissance des salaires émergents, bien plus élevé que les gains de productivité enregistrés.

Les économies émergentes sont donc forcées à reconsidérer leur modèle de croissance, marqué par une productivité dégradée, et à introduire des réformes structurelles, qu'elles portent sur l'allocation du capital ou des ressources productives. Actionné dès 2010 pour doper la croissance, le crédit ne semble pas une option durable pour sortir le monde émergent de l'ornière en raison aussi du niveau d'endettement déjà élevé de certains pays.

La nature des flux commerciaux a muté au cours des dernières années. Si, précédemment, la bonne santé du consommateur développé soutenait la croissance des exportations des émergents, les échanges commerciaux intra-émergents se sont accrus. De fait, un rebond de l'activité des émergents présuppose un regain d'activité significatif au sein de la sphère émergente. Les perspectives de croissance ne sont aujourd'hui pas suffisamment fortes pour privilégier ce scénario. Aussi, une accélération de la croissance émergente présuppose une stabilisation de l'activité en Chine. Les derniers chiffres accréditent ce scenario de soft-landing (voir infra).

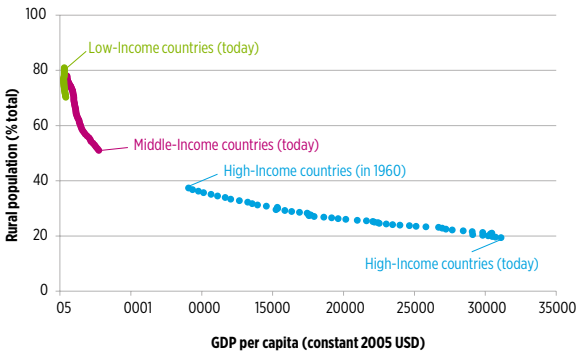
Nous anticipons une décélération de la croissance des émergents en 2016 – qui continuera de compter pour les deux-tiers de la croissance mondiale – avant un rebond au cours de 2017.

Émergents : dégradation marquée de la profitabilité



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Émergents : un effet de rattrapage important



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

CHINE

- **Le ralentissement de l'activité économique devrait se poursuivre durant les prochains trimestres**
- **Mais l'activité économique va rester soutenue par l'interventionnisme fiscal et monétaire**
- **Les foyers de risque sont concentrés pour l'essentiel dans l'immobilier et le crédit**

François Léonet
Économiste,
marchés émergents

L'immense défi de la Chine consiste à remplacer son modèle économique – porté par l'export et l'investissement – par l'essor d'une consommation privée de type tertiaire. Une transition de cette envergure ne peut s'opérer sans chocs de croissance et doit s'appréhender sur une période longue et non sur quelques trimestres. L'actuel glissement de l'économie chinoise vers un paradigme de croissance plus modérée est donc un processus logique, typique d'une économie en transition et amené à se poursuivre. La relative résilience du secteur des services devrait se poursuivre en 2016, mais sera insuffisante pour complètement absorber le ralentissement structurel de l'industrie, justifiant la poursuite du ralentissement du PIB en 2016 (6.4%) et en 2017 (6.0%).

La priorité de Pékin est donnée à la transition du modèle de croissance quitte à alimenter des foyers d'inquiétude pourtant préoccupants comme l'endettement élevé, l'inefficience des entreprises étatiques ou l'amoncellement des risques dans le secteur bancaire. L'objectif de Pékin est d'atteindre en 2016 une croissance de 6.5 à 7%, dans la lignée des discours précédents, mais au-delà de nos prévisions. On peut regretter l'instauration d'une croissance-cible chiffrée qui laisse peu de marge de manœuvre aux autorités en cas de choc de croissance et n'offre que peu d'indications quant au bon redéploiement de l'économie chinoise vers davantage de consommation privée.

Hard- ou soft-landing? Au sens strict, le hard-landing suggère la nette décélération – voire l'entrée en récession – d'une économie après une période de croissance faste. La Chine ne s'inscrit pas dans cette configuration. Un choc endogène telle la faillite d'un acteur industriel majeur, un stress au sein du secteur bancaire ou une crise liée à la dette seraient de taille à induire une contraction significative de l'activité. Pour l'heure, ces risques sont présents, mais demeurent contenus.

Un hard-landing peut aussi se définir comme l'atteinte d'un seuil de croissance qui n'est pas générateur – voire destructeur – d'emplois. En résulte un mécontentement social de nature à déstabiliser l'assise politique du pays. En Chine, ce seuil est estimé aux alentours de 5.5% à 6% de croissance du Produit intérieur brut (PIB), soit sous le niveau de croissance actuel de 6.7% et en deçà de nos anticipations pour 2016.

Nous anticipons un ralentissement progressif de la croissance du PIB chinois pour atteindre 6.2% au quatrième trimestre 2016, privilégiant de fait un scénario de soft-landing. Le premier semestre de l'année sera affecté par la normalisation de l'intermédiation financière qui avait exagérément bénéficié des opérations de margin financing liées à l'envolée boursière de début 2015. La stimulation du crédit combinée aux impulsions fiscales et monétaires endiguera en partie la persistance des capacités industrielles excédentaires, offrant un support au rythme de croissance pour la seconde partie d'année. L'investissement devrait croître de 10%, canalisé essentiellement vers le financement d'infrastructures et le développement des politiques sociales.

L'objectif officiel d'inflation pour 2016 est fixé à 3.0%, mais la demande globale demeurant sous contrainte, nous anticipons une inflation de 2.1%. La déflation des prix à la production (PPI) devrait persister en raison des surcapacités de production. L'inflation immobilière – concentrée dans les villes d'importance majeure de type Tier-1 – devra être surveillée de près.

Avec un creusement du déficit officiel attendu à 3% du PIB, le ton budgétaire est résolument accommodant. Il en va de même pour l'orientation monétaire ainsi que l'illustrent l'expansion attendue des agrégats monétaires (M2 : +13%) et de crédit ainsi que les baisses à venir de taux directeurs et des réserves obligatoires des banques. Selon nos analyses, la Chine va vraisemblablement favoriser les mesures fiscales ciblées plutôt qu'une politique de baisse marquée des taux directeurs, laquelle est souvent associée à la spéculation immobilière et au gonflement des encours de crédit. Nous anticipons deux baisses de taux de 0.25% en 2016.

6.5 à 7%

Objectif officiel
de croissance annuelle

Si ces développements soutiennent l'activité à court terme, ils se feront au prix d'un accroissement des risques à long terme, de crédit notamment. L'hypothèse d'un scénario noir où les encours de créances douteuses – vraisemblablement très sous-estimés par les organes officiels – viendraient se superposer à l'endettement accru du pays n'est pas à écarter. Mais, ce n'est pas notre scénario central. Aussi, l'emploi du levier des dépenses en infrastructures appartient aux anciennes pratiques dont la Chine est justement censée s'affranchir.

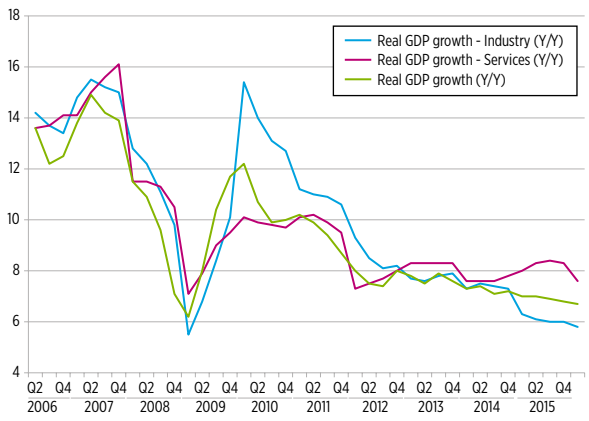
Un constat prévaut pour la plupart des économies émergentes : des réformes structurelles sont nécessaires afin de revitaliser un appareil productif alourdi par des années d'investissements peu efficients. La Chine n'y déroge pas. La réforme des entreprises industrielles contrôlées par l'État (« supply-side reforms ») en est le projet phare. Celles-ci paient au prix fort l'ingérence étatique passée, les déséquilibres comptables et la persistance de schémas de production élaborés au mépris du bon sens économique étant légion. Ces entreprises doivent progressivement s'affranchir de l'omniprésence étatique pour enfin épouser les préceptes de l'économie de marché. Les autorités semblent avoir saisi l'importance de la tâche ainsi qu'en atteste la réduction voulue de 10% des capacités productives en acier et en charbon au cours des prochains exercices et la création d'un fonds de compensation de 15 milliards de dollars pour les travailleurs impactés.

En complément, la restructuration de l'endettement des gouvernements locaux et la normalisation d'un marché immobilier en suroffre doivent être poursuivies. Leur bon aboutissement est une condition sine qua non du succès de la transition chinoise.

S'il s'est stabilisé ces derniers mois, le yuan reste sous la menace de pressions à la baisse. Toutefois, les autorités devraient se montrer activistes en cas de fuites massives de capitaux, ce qui saurait écarter le scénario d'une dévaluation massive.

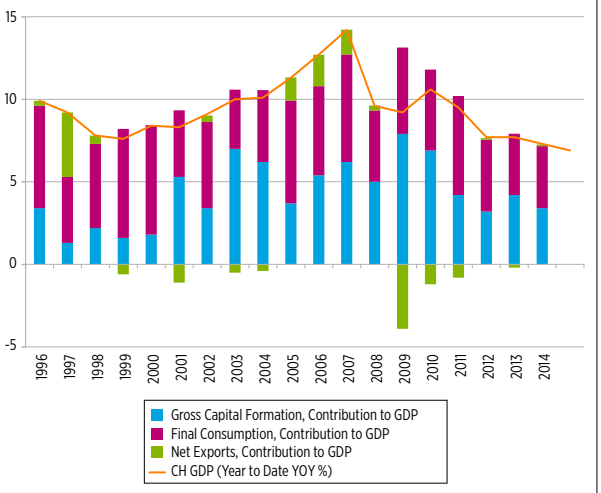
Les lignes de front que s'imposent les organes chinois sont multiples : assurer une croissance soutenue, endiguer les pressions baissières sur les marchés boursiers et le yuan, consolider le secteur financier et prévenir la faillite d'opérateurs industriels et bancaires majeurs. Si ces ambitions sont louables, certains objectifs sont peu conciliables. Par exemple, une baisse des taux directeurs soutiendrait le marché des actions et de l'immobilier, mais serait défavorable au yuan.

Chine : décomposition du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Chine : l'importance de l'investissement



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	7.7	7.3	6.9	6.7	6.4	6.3	6.2	6.4	6.5	6.1	6.1	6.0	5.9	6.0	6.3
Ventes au détail	13.1	12.0	10.7	10.3	10.5	10.5	10.4	10.4	-	10.6	10.6	10.7	10.9	10.8	-
Investissement en actifs fixes	19.6	15.4	10.3	10.5	10.0	9.5	9.0	9.8	-	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	-
Production industrielle	9.7	8.3	6.1	6.0	6.5	6.3	6.3	6.3	-	6.0	5.9	5.9	5.5	5.8	-
Inflation	2.6	2.0	1.4	2.1	2.0	1.8	2.2	2.1	2.0	2.5	2.5	2.3	2.2	2.4	2.0
USD/CNY	6.05	6.21	6.49	6.60	6.70	6.80	6.80	6.7	6.65	6.80	6.80	6.90	7.00	6.9	6.73
Taux directeur	6.00	5.60	4.35	4.35	4.10	4.10	3.85	3.85	4.05	3.85	3.60	3.35	3.35	3.35	4.10

* Consensus

BRÉSIL

- **La contraction de l'activité se poursuivra en 2016**
- **L'actuel imbroglio politique rend difficile l'adoption des mesures budgétaires nécessaires au redressement de l'économie brésilienne**
- **L'inflation devrait décélérer, redonnant des marges de manœuvre à la Banque centrale**

François Léonet
Économiste,
marchés émergents

S'enlisant chaque trimestre plus profondément dans les sables de la récession (-5.9% au quatrième trimestre 2015), le cas brésilien relève du casse-tête tant les défis macro-économiques paraissent irréconciliables. Les mécanismes d'indexation des salaires et des prix administrés combinés à la nette dépréciation de la devise nourrissent une spirale inflationniste qui empêche la Banco Central do Brasil d'initier un cycle monétaire accommodant. Toute relance par la voie des dépenses gouvernementales se voit compromise par l'accroissement rapide de la dette publique et le creusement continu des déficits primaire (-2.1%) et budgétaire (-9.7%). En plus d'entraver la confiance des consommateurs et des entrepreneurs, l'imbroglio gouvernemental né des scandales de corruption débouche souvent sur des impasses où les nécessaires réformes fiscales et budgétaires sont ajournées ou rejetées en raison de dissensions politiques.

Au sein d'une économie dont le fer-de-lance est la consommation domestique, rares sont les motifs de satisfaction. L'environnement inflationniste érode les salaires réels et porte le service de la dette à des niveaux records, prévenant de facto les ménages de recourir au crédit. Par ailleurs, l'anticipation par ces derniers d'un effort fiscal à venir accru favorise la constitution d'une épargne de précaution. Cette faiblesse des relais de croissance se traduira par un nouveau recul du PIB en 2016 (-4.3% après -3.9% en 2015) avant de se reprendre (0.7% en 2017). Dans un climat peu propice aux affaires, l'investissement ne sera pas d'une grande aide (-14.3% en 2016). La dépréciation du real devrait améliorer significativement la balance commerciale et les comptes courants du pays, de -3.3% du PIB en 2015 à -1.2% en 2016.

9.28%

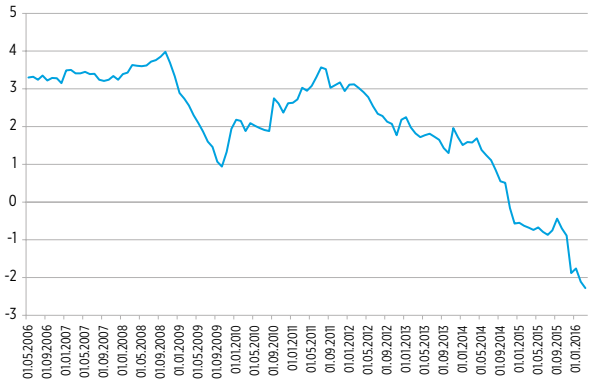
Inflation en avril 2016, bien éloignée de l'objectif cible

L'inflation devrait rester élevée bien au-delà de la cible de 4.5%, alimentée par des mécanismes d'indexation automatique des prix et un real faible (IPCA : 8.9% en 2016). La banque centrale ne s'est pas engagée dans un cycle de baisse des taux afin d'éviter d'alimenter davantage les boucles d'inflation. Elle devrait initier celui-ci au deuxième semestre 2016.

Si les foyers d'inquiétude sont légion, les occasions de réjouissance sont plus rares et – pour la plupart – déjà intégrées par les investisseurs. Le modeste endettement en devises étrangères et l'importance relative des réserves de liquidité s'érigent comme les garde-fous d'une crise de solvabilité qui mettrait sérieusement à mal la position internationale du pays. La récente stabilisation des enquêtes de confiance peut rassurer, mais ces dernières figurent tout de même à des plus bas historiques.

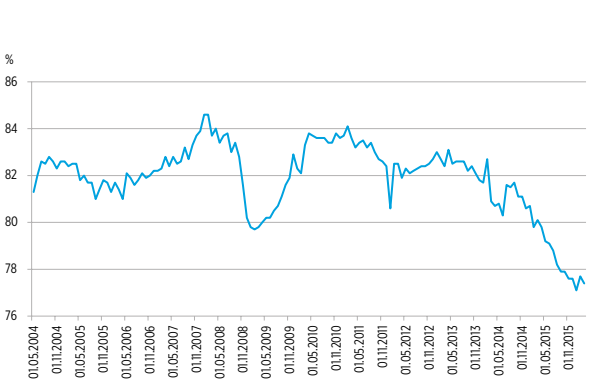
Si le passage par la voie des réformes structurelles est impératif pour la plupart des économies émergentes, il est inévitable pour le Brésil. Les années de complaisance budgétaire, l'entretien de spirales inflationnistes par des mécanismes d'indexation, la faiblesse persistante d'un secteur manufacturier frappé par la Dutch disease et des scandales de corruption à répétition ont eu raison des gains de productivité d'un pays habitué à connaître une croissance moyenne de 4% lors de la décennie précédente. La confirmation de la destitution de Rousseff ne garantit aucunement la résolution de ces problèmes ni la fin des blocages politiques. 2016 sera une nouvelle année d'ajustement.

Brésil : déficit primaire (%PIB)



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Brésil : taux d'utilisation des capacités manufacturières à un plus bas



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	3.0	0.1	-3.9	-6.2	-5.1	-3.6	-2.5	-4.3	-3.8	0.5	0.6	0.9	0.6	0.7	0.8
Consommation privée	3.5	1.3	-4.1	-6.3	-5.4	-4.5	-3.7	-4.9	-	-2.1	-0.7	0.1	0.8	-0.4	-
Investissement	5.8	-4.4	-14.3	-19.2	-15.3	-12.8	-8.7	-14.3	-	-4.5	-1.1	0.9	1.7	-0.6	-
Inflation	6.2	6.3	9.0	10.1	9.2	8.8	8.3	8.9	8.5	7.6	7.4	7.1	7.0	7.3	6.0
Taux directeur	10.00	11.75	14.25	14.25	14.25	14.25	14.00	14.00	13.55	14.00	13.50	13.50	13.50	13.50	11.50

* Consensus

INDE

- **La croissance devrait légèrement accélérer en 2016 avant de décélérer en 2017**
- **Les avancées sur le front des réformes structurelles sont encourageantes malgré l'absence de majorité à la Chambre haute du Parlement**
- **La consolidation budgétaire devrait se poursuivre durant les prochaines années**

François Léonet
Économiste,
marchés émergents

Les statistiques indiennes ont fait l'objet de récents changements de méthodologie ce qui demande la plus grande prudence dans l'analyse. Ainsi, les indicateurs liés à l'activité réelle dépeignent une réalité plus contrastée que celle suggérée par le PIB. Quoi qu'il en soit, les dynamiques de croissance divergent selon les composantes du PIB. Le secteur des services et de la consommation paraissent plutôt résilient là où l'investissement privé, l'industrie et la demande rurale offrent une image plus mitigée. La croissance devrait se consolider au cours des prochains trimestres, 2016 se clôturant sur des niveaux proches de ceux atteints en 2015 (7.5%).

La nette baisse des matières premières est un élément positif pour l'Inde, économie importatrice de ressources énergétiques et largement soumise aux fluctuations des prix alimentaires. La hausse des salaires dans la fonction publique recommandée par la Pay Commission devrait alimenter celle-ci, laquelle resterait relativement stable aux alentours de 5% en 2016. Ce niveau est en adéquation avec le corridor-cible d'inflation de 4%+/-2% souhaité par la Reserve Bank of India.

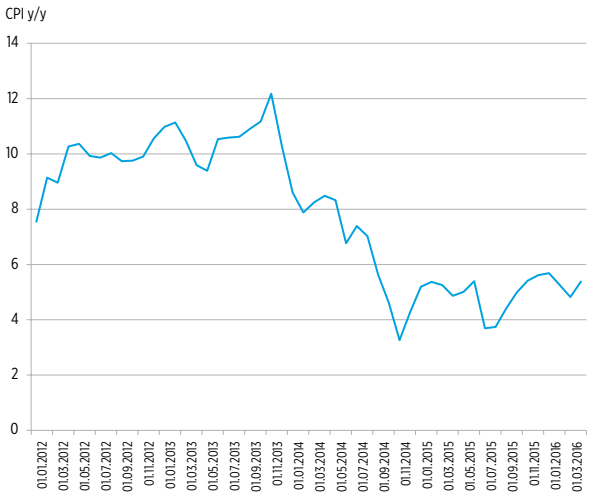
L'incertitude portant sur l'environnement macro-économique global a poussé les autorités monétaires à poursuivre une politique accommodante. Celle-ci devrait se poursuivre au cours de l'année après une baisse de 0.75% en 2015, les taux directeurs atteignant 6.5%. Le canal des injections de liquidités devrait également être utilisé. Il conviendra de surveiller l'évolution du déficit fiscal. Les rentrées sont en effet très liées aux prix pétroliers, en net déclin sur les derniers trimestres. Le mot d'ordre est de respecter une discipline fiscale au cours des prochains mois.

130e

Rang au classement
"Ease of doing business"

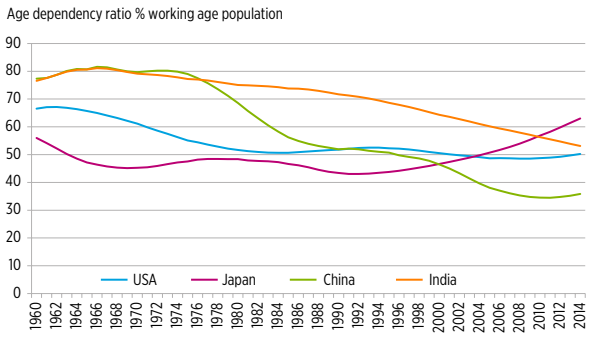
L'Inde figure parmi les économies émergentes les plus actives en termes de réformes structurelles (cf. la libéralisation des investissements directs étrangers, les réformes portant sur le marché du travail ou l'acquisition des terres, la taxe sur les biens et services, etc.) même si un ralentissement de rythme a été constaté ces derniers mois. Les avancées sur les entrées de capitaux étrangers et la libéralisation de certains segments de l'économie sont de bon augure et devraient être suivies d'autres réformes sur le marché du travail notamment.

Inde : une inflation contenue



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

Inde : une meilleure dynamique démographique



Source: Thomson Reuters Datastream / Edmond de Rothschild (Suisse)

				2016f						2017f					
% annuel	2013	2014	2015	Q1	Q2f	Q3f	Q4f	2016f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2017f	C*
PIB	6.3	7.0	7.3	7.5	7.6	7.5	7.1	7.5	7.5	7.2	7.2	7.4	7.3	7.3	7.7
Consommation privée	2.4	6.4	6.6	6.5	7.3	6.6	7.3	6.9	-	6.0	5.8	6.2	6.3	6.2	-
Investissement	10.8	3.1	4.9	8.3	6.9	7.0	7.1	7.3	-	6.5	6.3	6.4	6.7	6.6	-
Inflation	9.9	6.7	4.9	5.3	5.0	5.3	4.8	5.1	4.9	4.6	4.5	4.7	5.2	4.8	5.1
Taux directeur	7.75	8.00	6.75	6.75	6.75	6.75	6.50	6.50	6.35	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.30

* Consensus

Achevé de rédigé le 25 mai 2016
© Olivier Seignette, Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., shutterstock.com
Réalisation & production : Communication & Marketing - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

AVERTISSEMENT

Le présent document n'a pas de valeur contractuel, il est conçu exclusivement à des fins d'information.
Ce document ne peut être distribué aux personnes dans les juridictions dans lesquelles ce document serait constitutif d'une recommandation, offre de produits ou services ou sollicitation et pourrait de ce fait, ne pas être légal.
Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans ce document reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild, quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date de publication de ce document et sont susceptibles d'évoluer. Les données chiffrées, commentaires, analyses, les travaux de recherche en investissement figurant dans ce document pourraient s'avérer inexacts, obsolètes ou non-pertinents au moment où l'investisseur en prend connaissance notamment eu égard à la date de publication du document ou encore en raison de l'évolution des marchés.
Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation du Groupe Edmond de Rothschild sont disponibles gratuitement sur simple demande.
Ce document a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.
Le Groupe Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment du Groupe Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce document cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.
Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change.
Le présent document ainsi que les analyses qu'il comporte ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild.

EDMOND DE ROTHSCHILD (SUISSE) S.A., institution bancaire régie par la loi fédérale sur les Banques et les Caisses d'Epargne du 8 Novembre 1934, ayant son siège social au 18, rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse.
Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. – Tous droits réservés

EDMOND
DE ROTHSCHILD

edmond-de-rothschild.com