

# SCENARIOECO

Études économiques et sectorielles

## DIVERGENCES DE CROISSANCE, HAUSSE DES INCERTITUDES

- La croissance mondiale devrait atteindre 3,8% en 2018 et 3,6% en 2019, un rythme toujours rapide et semblable à celui de 2017 (+3,7%). Celle-ci est moins synchronisée que par le passé : l'activité se modère en Europe, dans le sillage de la décélération du commerce mondial, tandis que les mesures de relance budgétaire prolongeraient le cycle de croissance aux États-Unis.
- Les prix du pétrole sont sensiblement plus élevés que précédemment prévu et l'inflation mondiale est à la hausse, mais graduellement et à des niveaux toujours bas.
- L'augmentation des droits d'importations imposés par les États Unis à des produits chinois accroît les incertitudes. La montée du protectionnisme commercial devrait faire augmenter l'inflation et réduire les revenus, mais aussi générer de la volatilité financière.
- La Réserve Fédérale devrait continuer à relever les taux d'intérêt en 2018 et 2019, mais la normalisation de la politique monétaire de la BCE sera plus lente. Les risques en Europe demeurent élevés, avec les incertitudes politiques liées au Brexit et à l'orientation de la politique économique en Italie, qui risque de s'éloigner des critères de convergence de Maastricht.
- Les marchés émergents ont été secoués pendant l'été et des monnaies comme la livre turque, le peso argentin et la roupie indienne, ont subi une forte dépréciation. Des conditions de financement moins favorables en partie liées à la fragilité des fondamentaux vont dégrader les perspectives de croissance dans ces pays.

Synthèse Conjoncturelle.....	3
Croissance moins synchronisée et incertitudes en hausse.....	4
Prévisions Économiques.....	6
Zone Euro.....	7
Allemagne.....	8
France.....	9
Italie.....	10
Espagne.....	11
Royaume-Uni.....	12
États-Unis.....	13
Japon.....	14
Chine.....	15
Inde.....	16
Brésil.....	17
Russie.....	18
Afrique.....	19
Amérique latine.....	20
Asie Émergente.....	21
Pays du Golfe.....	22
Europe centrale et orientale.....	23
Données Économiques.....	24
Données Structurelles.....	27
Données Conjoncturelles.....	28
Données Financières.....	29

Achévé de rédiger le 24 septembre 2018

## Synthèse Conjoncturelle

### ÉCONOMIE MONDIALE

- La croissance mondiale devrait atteindre 3,8% en 2018 et 3,6% en 2019, un rythme toujours rapide et semblable à celui de 2017 (+3,7%). Pour 2020-22, nous prévoyons un ralentissement marqué. L'accumulation des incertitudes liées au protectionnisme commercial, au Brexit, aux fragilités politiques en Europe et aux divers risques géopolitiques pèseront sur la croissance mondiale à un moment où les ratios d'endettement sont déjà élevés et le stimulus budgétaire aux États Unis devrait commencer à être retiré.
- Alors que les prix du pétrole sont sensiblement plus élevés que précédemment prévu, l'inflation mondiale est à la hausse, mais seulement graduellement et à des niveaux toujours bas. Nous prévoyons une baisse des prix du pétrole en 2019 dans un contexte d'offre toujours croissante et un rapprochement vers \$ 70/b à moyen terme. Cette trajectoire pourrait être perturbée par les sanctions américaines à l'encontre de l'Iran (à partir de novembre 2018).
- Les États Unis ont annoncé un tarif de 10% sur environ \$ 200 milliards d'importations couvrant près de six mille produits en provenance de Chine à compter du 24 septembre et pourraient porter le tarif à 25% début 2019. Près de la moitié des exportations chinoises vers les États-Unis sont désormais concernées. L'impact direct sur la croissance mondiale et l'inflation semble faible, mais l'incertitude pourrait augmenter, et générer de la volatilité financière.

### ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

- Dans les économies développées, l'activité continue de croître au-dessus de son potentiel, malgré une modération récente, tandis que des mesures de relance budgétaire prolongent le cycle de croissance aux États-Unis.
- En Zone Euro, la croissance décélère en 2018 en raison du ralentissement du commerce mondial. En France, des facteurs négatifs temporaires pèsent aussi sur l'activité : calendrier des modifications de taxe, grèves dans les transports, hausse du prix du pétrole. Ce trou d'air nous contraint à revoir notre prévision de croissance annuelle de 1,8 % à 1,6 % en 2018.
- Concernant le Brexit, les négociations sont en suspens et l'incertitude politique demeure élevée. Sans accord sur les modalités du divorce, il n'y aura pas de période de transition et le droit européen cessera immédiatement de s'appliquer au Royaume-Uni le 30 mars 2019, date d'entrée en vigueur du Brexit. Les conséquences d'un scénario sans accord seraient sévères pour les citoyens et les entreprises.
- Au Japon, malgré une croissance dynamique, la montée des salaires et du prix de l'énergie, l'inflation demeure toujours très faible. Du fait de leur intégration dans les chaînes de valeur asiatiques, les entreprises japonaises sont aussi concernées par les tensions commerciales entre la Chine et les États Unis.

### ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- En Chine, la croissance a enregistré un début de ralentissement au T2-18 suite à la décélération de l'investissement. On s'attend maintenant à un assouplissement monétaire qui retardera le processus de désendettement.
- La hausse de l'endettement externe a accru la vulnérabilité des marchés émergentes. Les monnaies des pays avec fondamentaux fragiles comme la Turquie et l'Argentine ont été fortement secouées depuis août. Ces deux pays s'orientent désormais vers une récession. La volatilité des taux de changes a également augmenté en Inde, Indonésie et Afrique du Sud, des pays dont la croissance est dépendante du financement externe.

### BANQUES CENTRALES

- La Réserve Fédérale devrait continuer à relever les taux d'intérêt en 2018 et 2019, avec un pic à 2,75-3% au T4 19 et à réduire la taille de son bilan jusqu'en 2020.
- La BCE a annoncé qu'elle poursuivrait ses achats nets d'actifs à un rythme mensuel de EUR 30 milliards en septembre 2018, et les réduirait de moitié au T4 18 et mettrait fin au programme à la fin de 2018, tout en continuant à réinvestir. Les taux d'intérêt directeurs ne devraient être augmentés qu'après l'été 2019.
- Au Royaume Uni, la politique monétaire resterait accommodante, avec une hausse de taux de 25bp d'ici 2020.

### MARCHÉS FINANCIERS

- Les actions américaines surperforment en 2018, principalement tirées par la hausse des profits et les rachats d'actions. Les marchés américains pourraient devenir plus sensibles aux tarifs et aux données de fin de cycle à venir. La réduction du bilan de la Fed combinée à une importante émission d'obligations par le gouvernement devrait finir par exercer une pression sur les rendements obligataires.
- Sur les places de marché européennes, la performance des actions est pénalisée par les incertitudes politiques (Brexit, politique budgétaire italienne) et les faibles progressions des valeurs du secteur bancaire, pénalisées par la crise turque. Du fait d'une inflation sous-jacente toujours faible et d'une politique monétaire très accommodante, le rendement des obligations reste à des niveaux historiquement faibles. En revanche, le spread italien est monté jusqu'à 290bp fin août, sur fond de montée des incertitudes politiques.

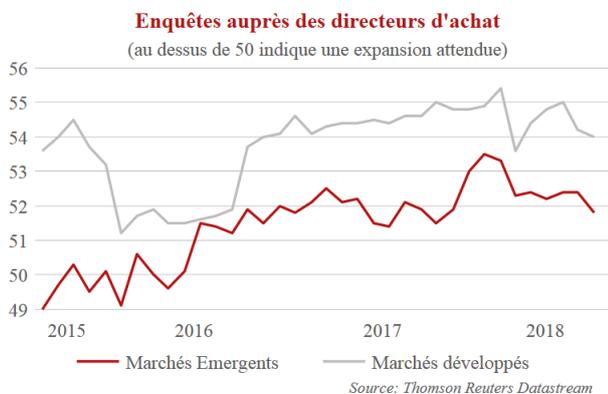
## Croissance moins synchronisée et incertitudes en hausse

- Dans les économies développées, l'activité continue de croître au-dessus de son potentiel
- Le maillon faible de la croissance mondiale est désormais le monde émergent
- Après le stress d'août, les marchés retrouvent des couleurs mais les incertitudes persistent

### Une croissance moins synchronisée

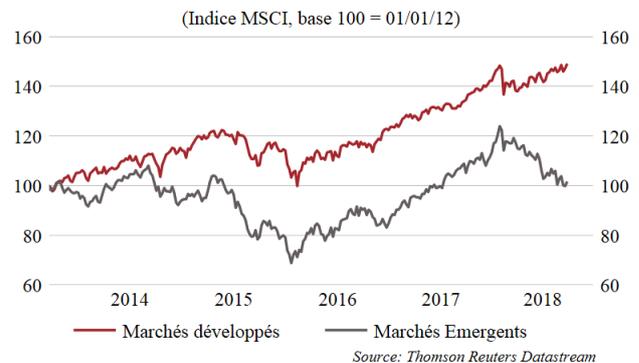
Depuis le début de l'année, malgré la montée des incertitudes, la croissance mondiale a continué de montrer des performances honorables. Les prévisions de croissance pour les Etats Unis ont même été revues à la hausse pour 2018-2019 du fait des effets expansionnistes de la politique budgétaire. La zone euro a légèrement marqué le pas en début d'année avec un ralentissement des exportations mais les niveaux de confiance restent globalement à des niveaux élevés, malgré les incertitudes venant du risque politique en Italie.

En revanche, le maillon faible de la croissance mondiale est désormais le monde émergent. Malgré la bonne tenue du commerce mondial, l'activité économique dans les pays émergents manque de vigueur, y compris dans les pays exportateurs d'hydrocarbures qui bénéficient de la hausse des prix du pétrole.



La faiblesse de la croissance économique dans les pays émergents s'explique par une décélération toujours en cours en Chine, mais aussi par un moindre dynamisme en Russie et au Brésil dans un contexte d'incertitudes politiques et géopolitiques. La croissance en Europe centrale et orientale ralentit aussi en 2018 après une année 2017 exceptionnelle. Plus globalement, et comme observé lors des turbulences financières de l'été, les marchés émergents font l'objet d'inquiétudes. La crise turque et argentine ont à nouveau soulevé la question : à quand l'apparition d'une nouvelle crise systémique émergente ?

### MARCHES ACTIONS



Du côté du monde développé le cycle de croissance reste solide et soutenu par la dynamique de l'investissement des entreprises à l'œuvre depuis l'année dernière, mais qui a redémarré après plusieurs années de stagnation. Les Etats Unis bénéficient en plus du stimulus budgétaire.

La montée des incertitudes liées aux tensions commerciales et calendriers politiques fait cependant craindre que ce climat de confiance des entrepreneurs et des consommateurs ne se détériore plus tôt que prévu, accélérant la fin du cycle d'expansion économique aussi bien aux Etats Unis qu'en Europe.

Le stress du mois d'août passé, les marchés retrouvent des couleurs avec des actions en hausse, une légère dépréciation du dollar et des primes de risque qui restent comprimées.

En ce qui concerne la conjoncture mondiale, on peut s'interroger sur la vigueur du cycle de croissance dans les pays développés, la dynamique du commerce mondial, et l'impact potentiel des resserrements monétaires sur les marchés financiers.

### Des risques encore modérés mais des incertitudes en hausse

Dans l'immédiat, le risque d'un atterrissage brusque reste limité. Premièrement, le resserrement de la politique monétaire aux États-Unis devrait rester progressif, limitant ainsi le risque de choc les taux d'intérêt. Par ailleurs, en zone euro, le cycle d'investissement des entreprises à l'œuvre semble encore solide. Deuxièmement, le risque systémique émergent nous semble réduit. En effet, la plupart des grandes économies émergentes ont

significativement réduit leurs déficits externes, et ont encore des réserves de change adéquates pour faire face à des tensions sur la liquidité en dollar. Même si leur dette externe en devises a augmenté, elle reste relativement modérée par rapport au PIB. Finalement, à la différence des crises passées, la majorité de la dette publique des économies émergentes est libellée en monnaie locale et le niveau de dollarisation des systèmes bancaires a aussi diminué.

Dans ce contexte, les marchés se montrent toujours résistants, mais au-delà d'un potentiel retournement cyclique ou des risques émergents, les sources d'incertitudes sont nombreuses et il convient de les rappeler :

i/ **Protectionnisme commercial croissant** : la décision des États-Unis d'imposer des droits de douane sur diverses importations a déjà suscité mesures de rétorsion des partenaires commerciaux. Il existe un risque croissant de « guerre commerciale » dans laquelle les pays prennent plus de mesures agressives. Une escalade des tensions commerciales nuirait aux entreprises et au sentiment des marchés financiers. Des barrières commerciales plus élevées perturberaient les chaînes d'approvisionnement mondiales, pénalisant en particulier les économies de l'Asie émergente, fortement intégrées aux chaînes globales de valeur. Les obstacles au commerce pourraient aussi ralentir la diffusion des nouvelles technologies, conduisant ainsi à une baisse de la productivité.

ii/ **Brexit** : les négociations sur le Brexit pourraient également aboutir à une sortie désordonnée du Royaume Uni de l'UE, qui serait une source de perturbation pour le commerce de biens et de services, notamment en Europe.

iii/ **Atterrissage difficile en Chine**. Depuis 2008, la dette des entreprises a fortement augmenté, y compris pour les sociétés peu performantes. La Chine dispose de suffisamment de réserves pour éviter une crise bancaire systémique, mais une pénurie de liquidités chez les entreprises emprunteuses entraînerait une réévaluation désordonnée des actifs financiers et une augmentation des risques de refinancement. Un scénario d'atterrissage brutal impliquant un fort ralentissement de l'activité économique déclencherait également des sorties de capitaux et une dépréciation du CNY, augmentant le risque de tensions commerciales avec les États-Unis. Dans un tel scénario, les prix des matières premières s'effondreraient (en particulier les métaux), tandis que les capacités excédentaires en Chine créeraient des pressions déflationnistes mondiales. Les exportateurs de produits de base seraient touchés (Afrique, Amérique latine).

iv/ **Incertitudes politiques en Europe**. La politique économique du gouvernement italien pourrait déclencher des tensions dans la zone euro, conduisant à un élargissement significatif des spreads des pays périphériques. Par ailleurs, la quasi absence de progrès dans l'intégration financière de la zone euro est encore un facteur fragilité en cas de tensions financières au sein de l'Union monétaire.

v/ **Risques géopolitiques**. Les tensions géopolitiques pourraient avoir des effets perturbateurs sur la croissance mondiale. Les menaces peuvent provenir de tensions au Moyen-Orient, des ambitions nucléaires de la Corée du Nord, des hostilités en mer de Chine méridionale.

Les surprises positives ne sont pas à exclure. Elles pourraient provenir d'un :

i/ **Apaisement de la politique extérieure de l'administration américaine** après les élections de mi-mandat de Novembre. Les tensions vis-à-vis de la Chine, la Russie, la Turquie, l'Iran et la Corée du Nord ajoutent un voile d'incertitudes important. Une amélioration ne serait-ce que partielle sur ce plan serait bénéfique à la croissance mondiale via son effet sur le commerce, les prix du pétrole ou la volatilité sur les marchés.

ii/ **Reprise des gains de productivité**. Les gains de productivité liés aux nouvelles technologies numériques et à l'automatisation avec l'introduction de robots industriels peuvent stimuler la croissance potentielle et prolonger la durée de vie des cycles d'expansion dans les économies avancées, y compris aux États-Unis.

iii/ **Prolongement du cycle américain**. L'expansion actuelle des États-Unis est déjà la deuxième plus longue de l'histoire (9 années). Si i) l'impulsion fiscale déclenche une hausse soutenue de l'investissement réel des entreprises et ii) une augmentation du taux de participation sur le marché de l'emploi, les États Unis pourraient connaître une plus grande expansion sans tensions importantes sur les salaires et les prix.

iv/ **Progrès de l'intégration européenne**. Un accord sur un "soft Brexit" et des avancées dans la gouvernance de la zone euro réduiraient l'incertitude politique et pourraient favoriser une activité économique plus forte que prévue.

En 1921 l'économiste Franck Knight énonce la différence entre les notions de risque et d'incertitude. Le risque étant probabilisable alors que l'incertitude non. La hausse des incertitudes serait donc de nature à provoquer des réactions binaires notamment sur les marchés. Cela est à prendre en considération dans le contexte actuel de calme relatif.

# Prévisions Économiques

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2016		PIB - 2016 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat <sup>1</sup>	Taux de change courant	Taux de change courant
<b>PIB en volume (taux de croissance, en %)</b>								
<b>Pays industrialisés</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>37,8</b>	<b>57,1</b>	<b>43 137</b>
États-Unis	2,9	1,6	2,2	3,0	2,5	15,5	24,7	18 707
Japon	1,4	1,0	1,7	1,0	0,9	4,4	6,6	4 961
Zone euro	1,9	1,8	2,5	2,1	1,7	11,6	15,7	11 934
Allemagne	1,5	2,2	2,5	2,0	1,9	3,3	4,6	3 473
France	1,0	1,1	2,3	1,6	1,7	2,3	3,3	2 464
Italie	0,8	1,0	1,6	1,2	1,1	1,9	2,5	1 861
Espagne	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,4	1,6	1 238
Royaume-Uni	2,3	1,8	1,7	1,5	1,3	2,3	3,5	2 667
<b>Pays émergents</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>62,2</b>	<b>42,9</b>	<b>31 277</b>
Asie	6,3	6,0	6,2	6,1	5,8	35,0	24,8	18 728
Chine	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	17,7	14,9	11 181
Inde	8,2	7,1	6,7	7,2	7,1	7,3	3,0	2 210
Afrique Subsaharienne	3,2	0,9	2,4	3,0	3,7	3,9	2,3	1 151
Amérique Latine	0,2	-0,6	1,5	1,6	2,1	7,9	6,6	4 806
Brésil	-3,5	-3,5	1,0	1,2	2,0	2,6	2,4	1 809
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	3,0	2,6	5,2	3,8	2,4	4,8	3,1	2 342
Russie	-2,6	-0,2	1,5	1,2	1,2	3,2	1,7	1 296
Afrique du Nord et Moyen-Orient	2,8	5,3	1,9	2,9	3,3	7,4	4,3	2 953
<b>Monde - Pondération en PPA<sup>1</sup></b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>100</b>		
<b>Monde - en taux de change courant</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>		<b>100</b>	<b>74 414</b>
<b>Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)</b>	<b>52,5</b>	<b>43,5</b>	<b>54,0</b>	<b>70,0</b>	<b>65,0</b>			
<b>Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)</b>								
États-Unis	0,1	1,3	2,1	2,4	2,4			
Japon	0,8	-0,1	0,5	0,9	1,6			
Zone euro	0,0	0,2	1,5	1,6	1,5			
Allemagne (IPCH)	0,2	0,5	1,7	1,8	1,8			
France (IPC)	0,0	0,2	1,0	1,9	1,6			
Italie (IPCH)	0,1	-0,1	1,3	1,2	0,9			
Espagne (IPCH)	-0,6	1,4	1,5	1,6	1,3			
Royaume-Uni	0,0	0,7	2,6	2,4	2,3			
<sup>1</sup> Les parités de pouvoir d'achat (PPA) sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays. Le poids du PIB des différents pays dans le PIB mondial, exprimé en PPA, est basé sur les dernières estimations de la Banque Mondiale.								
	22/08/2018	déc 2018	juin 2019	déc 2019	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>Taux d'intérêt</b>								
<b>États-Unis</b>								
Taux objectif des Fed funds	1.75-2	2-2.25	2.5-2.75	2.75-3	0,39	0,95	1,80	2,50
Emprunts d'État à 10 ans	2,83	3,40	3,50	3,65	1,84	2,35	3,00	3,50
<b>Japon</b>								
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,10	-0,10	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,10	0,20	0,25	0,40	-0,05	0,05	0,10	0,25
<b>Royaume-Uni</b>								
Bank rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,40	0,30	0,60	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	1,32	1,50	1,50	1,50	1,25	1,20	1,45	1,50
<b>Zone euro</b>								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,25	0,01	0,00	0,00	0,10
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,35	0,85	1,12	1,39	0,13	0,36	0,60	1,15
France	0,63	1,15	1,40	1,75	0,46	0,80	0,85	1,45
Italie	3,05	3,30	3,45	3,55	1,48	2,05	2,65	3,45
Espagne	1,33	1,90	2,15	2,35	1,41	1,55	1,55	2,20
<b>Cours de change</b>								
EUR / USD	1,16	1,15	1,17	1,20	1,11	1,13	1,18	1,18
EUR / GBP	0,90	0,91	0,93	0,94	0,82	0,88	0,89	0,93
EUR / JPY	128	127	129	132	120	127	129	129
GBP / USD	1,29	1,26	1,27	1,27	1,35	1,29	1,33	1,27
USD / JPY	111	110	110	110	109	112	109	110

## Zone Euro

- La croissance se normalisera en 2018-2019 après une année 2017 très dynamique
- La BCE arrêtera ses achats nets en décembre et augmentera ses taux en septembre 2019
- Les risques politiques et protectionnistes restent présents et pourraient affecter ce scénario

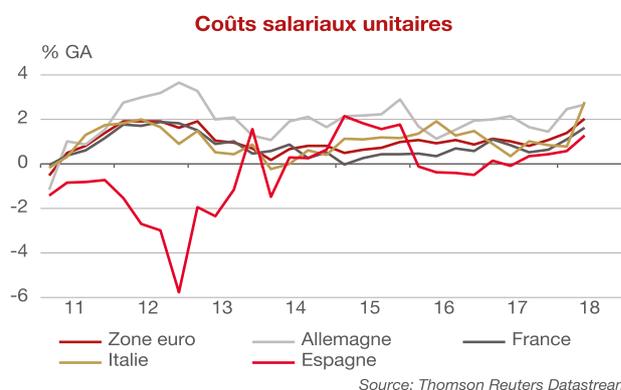
La croissance a décéléré au S1-2018. Le PIB a augmenté de 1,5 % en rythme annuel au T1-18 et au T2-18 après presque 3 % en moyenne en 2017, une progression significativement supérieure au potentiel. Les chiffres du S1-18 témoignent davantage d'une normalisation de l'activité que d'un ralentissement durable. La croissance devrait atteindre 2,1 % en 2018 et 1,7 % en 2019.

La croissance des exportations sera dynamique en 2018-2019, mais moins forte qu'en 2017 en raison du ralentissement du commerce mondial observé en début d'année. La demande intérieure restera donc le principal moteur de l'activité. Le resserrement des conditions sur le marché du travail devrait pousser les salaires à la hausse. Le revenu des ménages accélérera donc cette année, avant de retrouver son rythme de croissance de 2017 l'année prochaine. Par ailleurs, nous attendons une baisse puis une stabilisation du prix du pétrole, ce qui soutiendra le pouvoir d'achat. Au total, la consommation des ménages restera robuste sur notre horizon de prévision.

La croissance de l'investissement se modérera en 2018-2019. En effet, la montée des protectionnismes pourrait pousser les entreprises à reporter certaines de leurs dépenses, notamment dans les secteurs positionnés à l'exportation. Dès lors, le rattrapage, après plusieurs années de sous-investissement, se poursuivra à un rythme plus modéré qu'en 2015-2017.

L'accélération des salaires tire les coûts salariaux unitaires à la hausse. L'inflation sous-jacente devrait par

conséquent accélérer sur notre horizon de prévision. Avec la stabilisation des prix du pétrole, l'inflation atteindrait 1,6 % en 2018 et 1,5% en 2019. Dans ce contexte, la BCE devrait poursuivre une stratégie de sortie très graduelle de sa politique monétaire expansionniste. Elle arrêterait ainsi, comme annoncé, ses achats d'actifs en décembre. Nous n'attendons pas de hausse des taux directeurs avant septembre 2019.



Les risques sur ce scénario sont d'abord politiques, concentrés autour du Royaume-Uni (en cas de sortie dé-sordonnée de l'UE) et de l'Italie (si le gouvernement perdait la confiance des marchés). Une nouvelle hausse des prix du pétrole et la montée du protectionnisme commercial sont d'autres facteurs pouvant affecter l'activité. Enfin, nous surveillerons le découplage croissant entre l'Italie et le reste de la zone euro. En effet, la croissance reste solide en Allemagne, en Espagne et devrait rebondir en France, tandis qu'au vu des indicateurs avancés, elle semble ralentir de façon marquée en Italie.

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

## Allemagne

- **La croissance ralentira par rapport au niveau de 2017, mais elle restera dynamique**
- **Les hausses de salaires tireront l'inflation en 2018-2019**
- **Montée du protectionnisme et Brexit désordonné constituent les principaux risques**

Le PIB a progressé de 2,5 % en 2017, soit la plus forte croissance annuelle depuis 2011. Les chiffres du S1-2018 confirment notre scénario d'une normalisation du taux de croissance en 2018-2019, à respectivement 2,0 % et 1,9 %.

La croissance des exportations restera dynamique sur l'horizon de prévision, malgré le trou d'air observé en début d'année. Elle sera néanmoins moins vigoureuse qu'en 2017, année où le policy mix expansionniste de la Chine avait en partie provoqué une accélération temporaire du commerce mondial. L'incertitude croissante entourant la montée des protectionnismes devrait contraindre les entreprises à reporter une partie de leurs dépenses d'investissement. Dès lors, bien qu'il ait bien résisté en début d'année, l'investissement privé devrait voir sa croissance se modérer sur notre horizon de prévision.

La consommation des ménages restera solide mais moins dynamique qu'en 2016-2017, pénalisée par le rebond des prix du pétrole observé cette année.

Le marché du travail restera dynamique, avec une croissance toujours forte de l'emploi (toutefois en léger ralentissement en 2019). Ceci sera accompagné de hausses de salaires (dans le secteur public et la métallurgie notamment). L'accélération des coûts salariaux unitaires devrait se transmettre à l'inflation sous-jacente à partir de la fin de cette année. Avec le rebond des prix du pétrole observé en 2018, l'inflation devrait ainsi atteindre 2 % en fin d'année et 1,8 % en 2019 (contre une moyenne de 0,8 % en 2015-2017).

La politique budgétaire restera légèrement expansionniste, avec notamment une hausse des investissements publics. Ces derniers iront essentiellement à l'enseignement, la recherche, au digital (pour 6 Mds EUR sur quatre ans), ainsi qu'à la construction et aux logements sociaux (pour 4 Mds EUR sur le même horizon). Des dépenses additionnelles consacrées à la famille sont également prévues (12 Mds EUR sur quatre ans). Le gouvernement maintiendra néanmoins un excédent budgétaire.

Les rendements obligataires continueront à croître de façon très modérée dans un contexte où les conditions monétaires restent encore favorables.



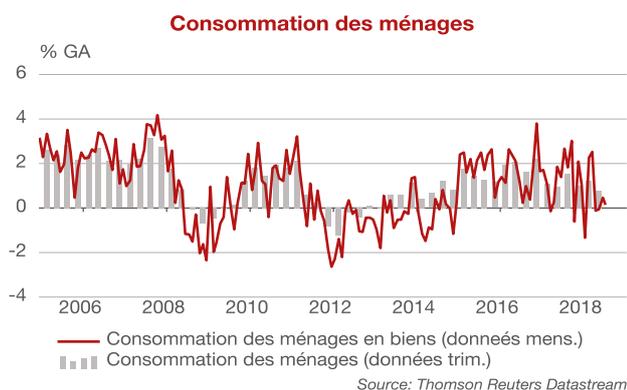
Les principaux risques pesant sur notre scénario sont une poursuite des montées protectionnistes et une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. À plus long terme, la croissance très modérée de la population active et la faiblesse des gains de productivité pourraient peser sur le potentiel de l'économie.

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

## France

- **La croissance ralentit au S1-18, mais rebondira au S2-18 et en 2019**
- **L'inflation décélérera graduellement au S2-18 et en 2019**
- **Nouvelle hausse du prix du pétrole et Brexit désordonné constituent les principaux risques**

La croissance a fortement ralenti au S1. Le PIB a augmenté de seulement 0,2% en T/T au T1 et T2-18 (contre une moyenne de 0,7% en 2017), ramenant la croissance sous le seuil des 2% au T2-18 (1,7%), contre 2,8% en fin d'année dernière. Fait notable, la consommation et l'investissement des ménages se sont contractés au T2-18.



A l'instar du reste de la zone euro, l'économie française a été pénalisée par le ralentissement du commerce mondial au S1-2018. Mais elle a subi en outre les effets de facteurs négatifs temporaires : calendrier des modifications de taxe, grèves dans les transports, hausse du prix du pétrole... Par ailleurs, l'appréciation de l'euro au S2-17 explique certainement en partie la contraction des exportations au T1-18. Au total, ce trou d'air nous contraint à revoir notre prévision de croissance annuelle de 1,8 % à 1,6 % en 2018. Elle reste inchangée à 1,7 % en 2019, toujours au-dessus du potentiel.

Cette prévision repose sur l'accélération attendue de la consommation privée à partir du S2-18 (surtout au T4-

18). Nous attendons un repli du prix du pétrole, ce qui soulagerait le pouvoir d'achat des ménages. En outre, les évolutions fiscales seront désormais plus favorables aux consommateurs (nouvelle baisse des cotisations sociales et premier dégrèvement de la taxe d'habitation prévus en octobre).

Une consommation plus robuste soutiendra l'investissement des entreprises, d'autant plus que le taux d'utilisation des capacités est déjà élevé dans le secteur industriel. En revanche, les perspectives d'investissement des ménages sont plus modestes : les dispositifs de soutien public sont progressivement réduits, tandis que la hausse des taux d'intérêt pèsera sur le pouvoir d'achat immobilier dans les années à venir.

Les exportations resteront dynamiques, bien que moins vigoureuses qu'en 2017. L'impact sur la compétitivité des réformes récentes et en cours (marché du travail, formation professionnelle, assurance chômage...) est susceptible, à moyen terme, d'enrayer le recul des parts de marché à l'exportation.

Les principaux risques pesant sur notre scénario de croissance sont une nouvelle hausse du pétrole et une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. Début 2019, l'introduction du prélèvement à la source pour l'impôt sur le revenu pourrait aussi affecter la consommation. Le haut niveau d'endettement des agents a accru l'exposition de la France à une hausse des taux d'intérêt. Enfin, la pénurie croissante de main-d'œuvre dans certains secteurs, malgré un chômage élevé, pourrait pénaliser la croissance.

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

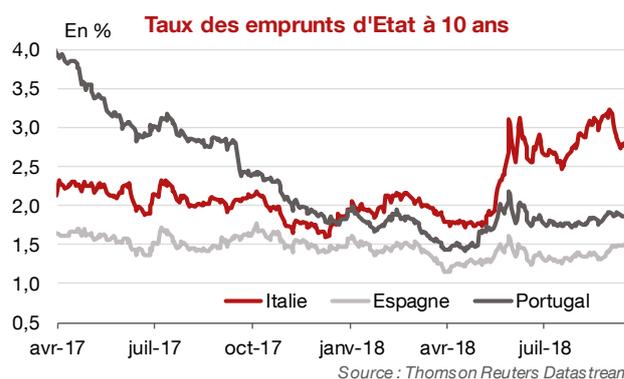
## Italie

- **La croissance ralentirait en 2018-2019**
- **La relance budgétaire serait modérée et le déficit public se dégraderait en 2019**
- **Un nouvel épisode de stress financier pénaliserait davantage la croissance**

La croissance a sensiblement ralenti au premier semestre du fait d'une forte contraction des exportations et d'une contre-performance de l'investissement en biens d'équipement. Elle continuerait de ralentir en 2019 en raison du moindre dynamisme de la demande interne. D'une part, les incertitudes politiques et la hausse des taux de crédit aux entreprises pénaliseraient l'investissement. Après une croissance très dynamique (8 % en 2017), l'investissement en biens d'équipement se normaliserait. D'autre part, la consommation des ménages resterait atone. En effet, le plan de relance du gouvernement italien, largement revu à la baisse par rapport aux annonces de campagne, n'aurait qu'un impact marginal. Il comportera néanmoins des mesures en faveur du revenu des ménages (baisses d'impôts et revenu minimum universel notamment).

Les grandes lignes du budget seront publiées fin septembre et le résultat des négociations reste très incertain. La nécessité de fusionner les programmes de la Ligue et du Mouvement 5 étoiles tout en respectant les règles budgétaires européennes conduit à une équation difficile à résoudre. Deux voix discordantes se font aujourd'hui entendre : le ministre des finances Giovanni Tria prône un étalement dans le temps du plan de relance et l'introduction de mesures budgétaires compensatoires afin de contenir le déficit. Exemple : la réforme fiscale (passage de cinq à deux tranches de 15 et 20 % pour les ménages et PME) serait financée par la suppression d'exonérations fiscales (en particulier le bonus de 80€ introduit par Matteo Renzi). A l'inverse, Matteo Salvini et Luigi Di Maio insistent sur la nécessité de mettre en œuvre rapidement l'ensemble des mesures

annoncées dans leurs programmes respectifs (réforme fiscale, revenu universel, démantèlement de la réforme des retraites, report de la hausse de TVA, dépenses d'infrastructures, plan pour le « Sud », suppression de l'Irep – taxe régionale sur la valeur ajoutée, etc.).



Avec un plan de relance compris entre 15 et 20Mds€, ce qui semble une hypothèse raisonnable, l'impulsion budgétaire représenterait près d'un point de PIB. Le déficit public se creuserait à 3 % du PIB. Somme toute, les incertitudes autour de la trajectoire des finances publiques restent élevées, dans un contexte de faible croissance.

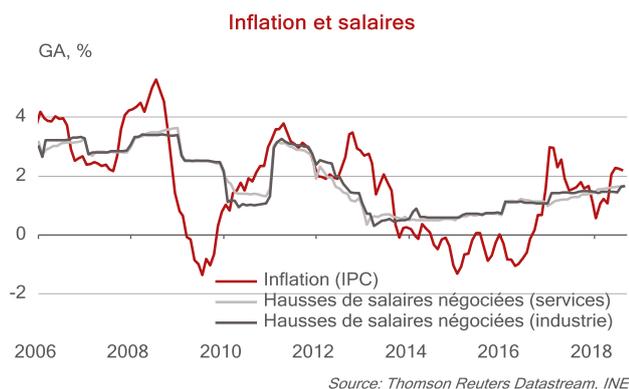
Le risque bancaire reste présent en Italie, avec les difficultés de la banque Carige et une répercussion éventuelle de la crise turque sur les banques les plus exposées. Par ailleurs, le risque d'élections anticipées avant la fin de la mandature reste non négligeable, étant donné les difficultés à réconcilier les positions des forces politiques au pouvoir. Enfin, une dégradation de la note de l'Italie par les agences pourrait créer un nouvel épisode de stress financier.

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

## Espagne

- La croissance espagnole resterait vigoureuse en 2018 et 2019
- Le déficit public devrait se réduire malgré une politique budgétaire expansionniste
- La situation politique s'est normalisée mais des élections anticipées sont probables

Dans le sillage du ralentissement de la croissance en Europe et du trou d'air du commerce mondial au premier semestre, la croissance espagnole ralentit légèrement sous l'effet d'un moindre dynamisme des exportations. Le commerce extérieur aurait pour la première fois depuis 2015 une contribution négative en 2018.



La croissance devrait s'établir à 2,6% en 2018 et 2,1% en 2019, après trois années à plus de 3%, soit un rythme toujours supérieur à celui de la moyenne de la zone euro. La consommation des ménages pâtirait cependant d'un tassement du rythme des créations d'emploi et de hausses de salaires qui restent bien inférieures à la croissance nominale de l'économie. En outre, le taux d'épargne des ménages devrait progressivement se stabiliser après la forte baisse de ces dernières années, cessant de soutenir la consommation.

Le taux de chômage reviendrait à 14% en 2019, proche de son niveau structurel. L'inflation sous-jacente accélérerait progressivement de 1,2% en 2018 à 1,7% en 2020 avec la montée des tensions salariales.

La croissance de l'investissement se normaliserait, après le fort dynamisme des deux dernières années, particulièrement marqué pour les biens d'équipement. La hausse des taux d'intérêt dans le sillage du durcissement monétaire de la BCE constituerait un frein pour les entreprises, dont le taux de marge commencerait à s'éroder.

La politique budgétaire conserverait un biais expansionniste en 2018 et le déficit public ne se réduirait que marginalement (de 3,1 à 2,8 % du PIB), loin de l'objectif initial de 2,1 % du Programme de stabilité. Le budget 2018 prévoit une baisse d'impôt sur le revenu pour les ménages aux revenus modestes, une augmentation des salaires dans la fonction publique de 1,75 % et une hausse générale des retraites de 1,6 %, allant jusqu'à 3 % pour les retraites les plus faibles. L'Espagne sortirait néanmoins dès cette année de la procédure de déficit excessif, mais la baisse de la dette publique resterait très modérée.

La situation politique en Catalogne s'est normalisée avec la levée de la tutelle de Madrid consécutive à la nomination de Quim Torra (fidèle de Carles Puigdemont) en tant que président de région. Cependant, étant donné la fragmentation du paysage politique, les capacités d'action du gouvernement Sanchez sont très limitées (le PSOE dispose de 84 députés sur un total de 350). Dans ce contexte, des élections anticipées avant le printemps 2020 ne sont pas à exclure.

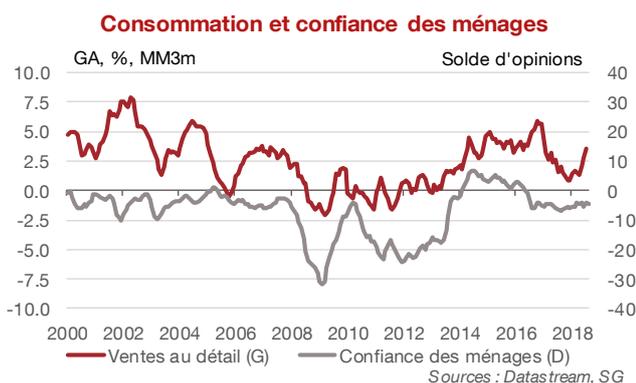
À moyen terme, l'économie espagnole ralentirait à un rythme inférieur à 1,5 % du fait d'un environnement externe dégradé suite au trou d'air de l'économie américaine que nous anticipons en 2020-2021.

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

## Royaume-Uni

- **L'incertitude autour du Brexit devrait peser davantage sur la croissance entre 18-H2 et 2020**
- **Un retrait ordonné devrait être ratifié fin 2018, mais le risque d'une sortie brusque demeure**
- **La politique monétaire resterait accommodante, avec une hausse de taux de 25bp d'ici 2020**

La croissance du PIB rebondirait au S2-18 après un S1 modeste. La consommation des ménages devrait profiter de gains réels de revenu, grâce à des salaires croissant plus vite que l'inflation. Cependant, un taux d'épargne historiquement bas et un endettement rampant limiteront la propension à consommer des ménages à moyen terme. La récente faiblesse de l'investissement privé se poursuivrait sous l'effet de l'incertitude qui entoure le Brexit. À long-terme, le retrait du Royaume-Uni du marché unique européen entraînera une détérioration du climat des affaires. Par conséquent, et dans le contexte d'un ralentissement mondial en 2020, la croissance du PIB devrait rester inférieure à son potentiel pour une période prolongée.

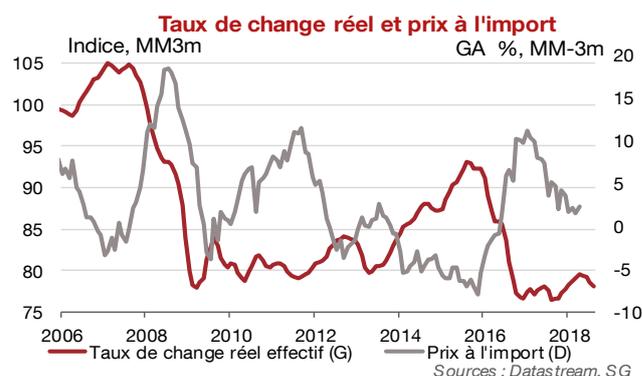


Le plein emploi contribuera à une accélération de la croissance des salaires à court-terme. Cependant, avec une productivité atone, la hausse des coûts salariaux sera susceptible de ronger les marges des entreprises. Dans ce contexte, alors que l'inflation converge vers 2 %, la politique monétaire restera accommodante. La Banque d'Angleterre (BoE) devrait procéder à une hausse de taux de 25 pb d'ici 2020. En cas d'échec des négocia-

tions sur le Brexit, la dépréciation de la livre est susceptible de nourrir des pressions inflationnistes, forçant la BoE à durcir sa politique plus rapidement.

Nous anticipons un accord sur une sortie ordonnée d'ici fin 2018, s'accompagnant d'une période de transition de 21 mois. Cependant, la probabilité d'un scénario d'un Brexit sans accord et sans phase de transition semble importante. En l'absence de mesures correctives ; un tel choc enlèverait quatre points de PIB au Royaume-Uni et un point de PIB au reste de l'Europe, dès la première année suivant le choc.

Un accord sur un retrait ordonné doit être conclu d'ici décembre pour permettre sa ratification avant le 29 mars 2019. Sans proposition viable pour éviter l'instauration d'une frontière en Irlande, la proposition « backstop » de l'UE pourrait être incluse dans le projet de loi comme solution temporaire. Peu de détails sur la future relation commerciale seront jointes à l'accord. En attendant, un nouveau référendum semble très peu probable. À long terme, la période post-transition est entourée d'incertitudes considérables, avec de possibles perturbations des chaînes de valeur et d'approvisionnement.



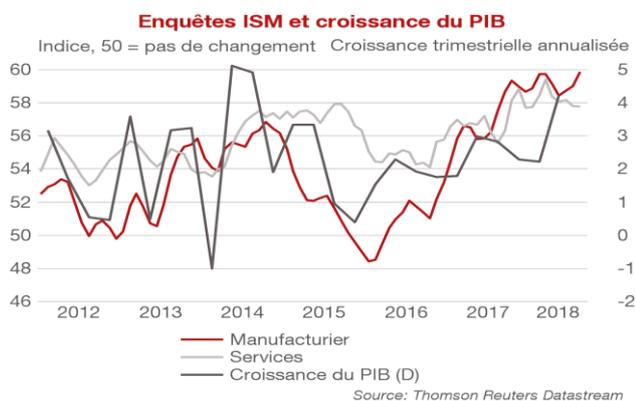
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>
Consommation des ménages	2,6	3,1	1,8	1,1	0,6
Consommation publique	1,4	0,8	-0,1	1,3	1,6
Investissement	3,4	2,3	3,4	0,6	0,3
Exportations	4,4	1,0	5,3	-0,3	1,2
Importations	5,5	3,3	3,1	0,1	1,1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

## États-Unis

- Une demande intérieure robuste porterait la croissance du PIB à 3% en 2018 et 2,5% en 2019
- La Fed durcirait davantage sa politique monétaire, mais entrevoit des fragilités croissantes
- Le principal risque de notre scénario de base est celui d'une guerre commerciale

La relance budgétaire – baisse d'impôts et hausse des plafonds budgétaires – a soutenu la croissance du PIB au S1-18. Les sociétés non financières, qui enregistrent de fortes hausses de leurs profits nets, devraient accroître leurs investissements à court-terme. En parallèle, la vigueur de l'emploi et la confiance élevée des ménages permettraient de soutenir la consommation. Nous anticipons ainsi une croissance annuelle moyenne du PIB de 3% en 2018 et 2,5% en 2019.

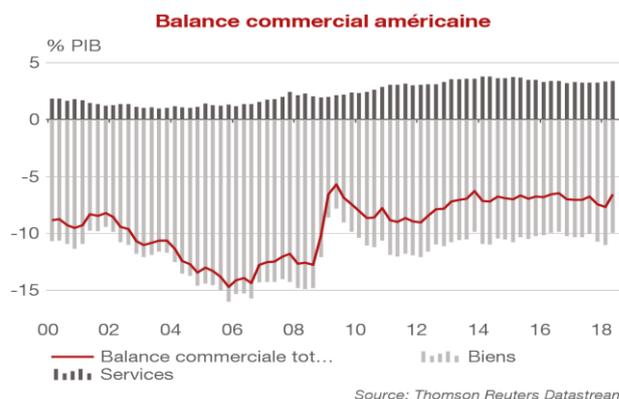
La solidité de l'emploi joue un rôle clé dans le cycle d'expansion actuel. Cependant, l'augmentation des coûts du travail, le resserrement des conditions financières et la stagnation des revenus avant impôts, réduiront la rentabilité des entreprises à moyen terme. Par conséquent, l'investissement et l'emploi devraient ralentir à partir de 2020, pesant ainsi sur l'activité économique. La croissance devrait s'élever en moyenne à 1,5 % en 2020 et à 1 % sur la période 2021-2022.



Alors que les capacités d'offre restent limitées et que peu de marge subsiste sur le marché de l'emploi, les pressions inflationnistes commencent à se matérialiser. L'inflation, y compris sous-jacente, s'établirait au-dessus de 2%, avoisinant 2,4% en 2018 et 2019.

Ces conditions devraient encourager la Fed à durcir progressivement sa politique monétaire en procédant à quatre hausses de taux de 25 pb avant fin 2019, ce qui fixerait son taux directeur à 2,75 %-3 % en fin d'année.

La montée de la rhétorique protectionniste demeure le risque majeur à notre scénario. Toutefois, alors que les États-Unis durcissent le ton à l'égard de la Chine, le ton plus conciliant avec les autres partenaires tels que l'UE (suppression potentielle des droits de douane auto) ou le Mexique et Canada (révision de l'ALENA) permet de mesurer le risque de guerre commerciale globale. Cependant, dans le cas d'un taux de droits douaniers de 25% sur 200 Mds USD supplémentaires d'importations chinoises, la croissance du PIB ralentirait dès 2019 en raison d'une poussée de l'inflation et d'une incertitude accrue pensant sur l'investissement et l'emploi.



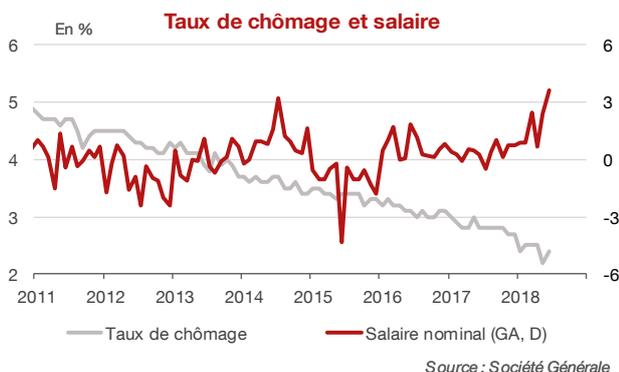
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>2,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>
Consommation des ménages	3,7	2,7	2,5	2,7	2,5
Consommation publique	1,9	1,4	-0,1	1,9	3,4
Investissement	3,4	2,4	3,0	3,5	2,9
Exportations	0,6	-0,1	3,0	5,5	4,0
Importations	5,5	1,9	4,6	4,5	5,5
<b>Pouvoir d'achat du revenu disponible</b>	<b>3,0</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,1</b>
<b>Taux de chômage</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>
<b>Taux d'épargne</b>	<b>7,6</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>
<b>Taux d'inflation</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
<b>Solde public (en % du PIB)</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,4</b>	<b>-4,9</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,6</b>
<b>Solde courant (en % du PIB)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,9</b>

## Japon

- La croissance encore robuste, convergera vers son potentiel en 2019
- L'inflation est faible, la BoJ garantit la continuité de la politique monétaire
- La tension commerciale et le ralentissement chinois constituent les risques majeurs

La croissance au T2 a rebondi (+0,5% par rapport au T1), reprenant ainsi la dynamique observée depuis 2016. Soutenue par la consommation des ménages et l'investissement privé, l'activité restera encore robuste en 2018. La croissance ralentira en 2019 mais demeurera au-dessus du potentiel.

Les dépenses des ménages devraient continuer de bénéficier de la dynamique de l'emploi. Le marché du travail enregistre un ratio d'emploi par candidat égal à 1,6. Alors que le taux de chômage est descendu en-deçà de 2,5% en 2018, la rémunération salariale est orientée à la hausse.



Quant à l'investissement, en 2018 il devrait poursuivre la forte croissance initiée en 2017. Selon les estimations officielles, les projets de construction liés aux jeux olympiques de 2020 apporteront 0,6% du PIB en 2018 et 0,4% en 2019. La dynamique de l'investissement devrait s'estomper progressivement.

Or, dans un tel contexte de croissance favorable, il semble que les ménages ne forment toujours pas d'an-

ticipation inflationniste. En effet, malgré la montée de rémunération salariale et celle du prix de l'énergie, l'inflation demeure loin de la cible.



La faiblesse de l'inflation et le ralentissement économique attendu rendent incertain l'impact de la hausse de la TVA de 8% à 10% programmée en octobre 2019. En baissant ses prévisions d'inflation, la BoJ se montre prudente et rassurante à l'égard de la continuité de la politique monétaire actuelle. Elle s'engage à maintenir le taux de long terme des obligations d'Etat japonais (JGBs) à 0% même si elle semble autoriser davantage de fluctuation. Un changement en la matière devrait intervenir seulement avec une meilleure connaissance des effets de la hausse de la TVA. Autrement dit, au-delà de 2019.

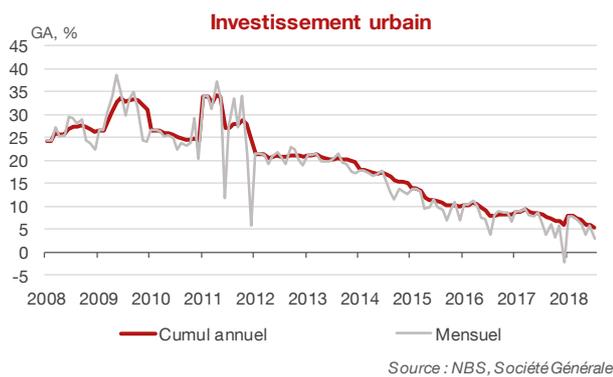
La tension commerciale entre la Chine et les Etats-Unis constitue un facteur de risque pour le Japon. Un ralentissement du commerce intra-asiatique pourra affecter les entreprises japonaises ayant déployé la chaîne de production dans la région. A cela rajoute le risque de ralentissement de la Chine, le premier marché des exportations japonaises.

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

## Chine

- **Le ralentissement se profile, la croissance devrait se modérer progressivement**
- **L'assouplissement monétaire prolongera le processus de désendettement**
- **Les tensions commerciales avec les États-Unis demeurent un risque majeur**

La croissance a enregistré un début de ralentissement au T2-2018 suite à la forte décélération de l'investissement, sous l'effet du processus de désendettement. Le PIB devrait croître à un rythme plus modéré d'ici fin 2019.

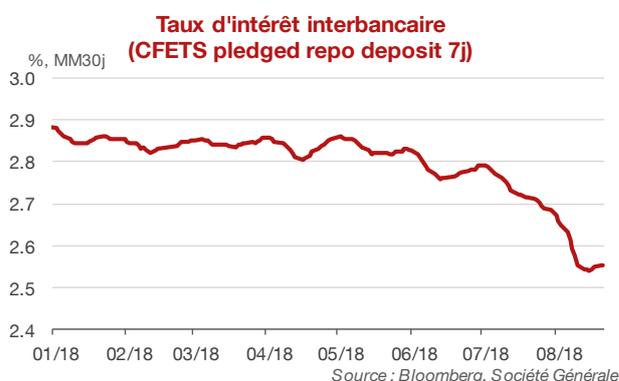


Face à l'accroissement du risque de défaut et de ralentissement brutal de l'économie, les autorités chinoises sont en train de mettre en place des mesures de soutien à l'économie. Néanmoins, celles-ci se différencient bien du stimulus vu dans le passé. Compte tenu d'une marge de manœuvre déjà limitée en raison d'un stock de dettes élevé, cette relance est somme toute modeste. Elle servirait à limiter l'ampleur de la décélération de l'investissement.

Concrètement, du côté de la politique monétaire, depuis la fin du T2, la PBoC a d'abord diminué les taux d'intérêt interbancaires, puis elle a essayé de faciliter l'accès au crédit des entreprises de petite taille et de certains secteurs dont les infrastructures. Elle a aussi rendu la régulation financière moins restrictive. La PBoC

devrait continuer cette approche afin d'assouplir les liquidités sans pour autant renoncer au désendettement.

Du côté budgétaire, en plus de l'allègement fiscal des entreprises, les autorités souhaitent soutenir les projets d'infrastructures en cours avec du financement officiel. C'est-à-dire, sans générer de dettes « invisibles » des gouvernements locaux.



Dans un contexte de rééquilibrage macro-économique, la consommation restera soutenue même si elle marquera une correction après une très forte expansion en 2018. Le dynamisme des importations qui en résulte pourrait réduire le surplus commercial.

Les tensions commerciales avec les États-Unis se sont intensifiées sur les derniers mois. Cela risque d'affecter la dynamique des exportations et de menacer celle de la croissance. Cela pourrait également accentuer les pressions sur le change, que la PBoC souhaiterait contenir, de crainte que la dépréciation du RMB ne se traduise par une perte de confiance et des sorties de capitaux de la part des résidents et des non-résidents.

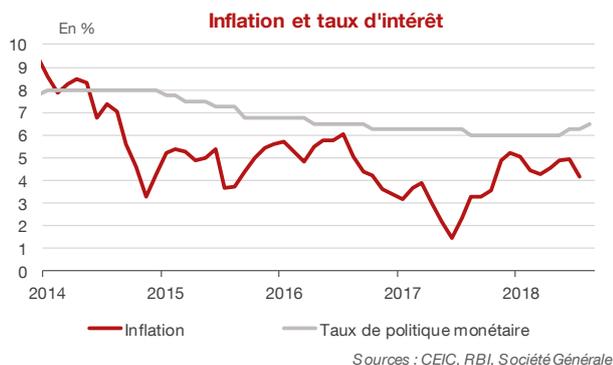
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume, taux de croissance en %</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>
Consommation des ménages	7,4	8,6	7,0	9,0	7,4
Consommation publiques	9,9	8,9	9,5	9,3	8,4
Investissement	6,6	6,7	5,1	4,7	5,0
Exportations	-1,7	0,6	7,7	2,9	3,0
Importations	-1,6	4,4	5,2	5,1	4,0
<b>Taux d'inflation, %</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>
<b>Solde budgétaire, % du PIB</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>
<b>Dettes publiques, % du PIB</b>	<b>36,9</b>	<b>36,8</b>	<b>36,3</b>	<b>36,5</b>	<b>36,8</b>
<b>Dettes externes, % du PIB</b>	<b>12,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>
<b>Solde courant, % du PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>

## Inde

- La croissance reviendra à la normale lorsque l'effet de base favorable se sera estompé
- La hausse du risque inflationniste appelle à davantage de resserrement monétaire
- Les risques à surveiller sont relatifs aux finances publiques et à la volatilité du change

Le PIB a rebondi de 8,2% au T2 2018 en GA, la croissance a bénéficié d'un effet de base favorable. Alors que la reprise suite au choc entraîné par la démonétisation et la réforme des GST est robuste, les trimestres à venir devraient être marqués par un retour à la normale.

Cette dynamique s'appuie principalement sur la demande intérieure. Les revenus des ménages ruraux seront soutenus par la hausse du prix minimum d'une douzaine de produits (riz +12,9%, coton +27,1%...). Les dépenses publiques à la veille de l'élection de la chambre basse du parlement (avril-mai 2019) apporteront un supplément à la demande domestique.



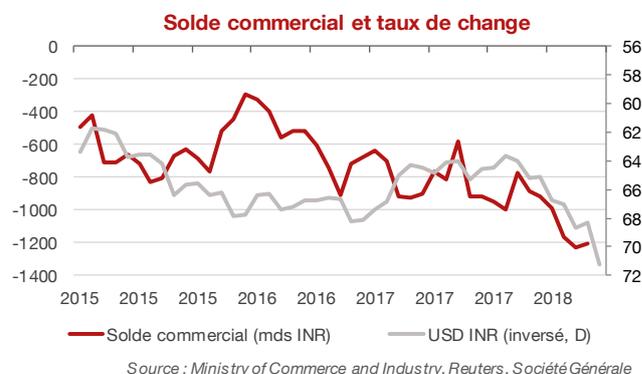
L'inflation risque de s'orienter encore à la hausse malgré le fléchissement de juillet. Le récent affaiblissement de la roupie indienne renchérit le prix du pétrole à 50% plus élevé qu'il y a un an. D'ailleurs, le crédit au secteur privé a nettement repris avec une progression de 12.8% en GA en juin contre 6.2% un an avant. Si l'inflation est encore à l'intérieur de la fourchette de la cible de la RBI (2%-6%), celle-ci pourrait ne pas se limiter à

deux hausses de taux (juin et août) afin de stabiliser les anticipations inflationnistes.

Les banques publiques pourraient voir leur ratio des prêts non performants (11,7%) grimper, suite à la découverte de quelques fraudes depuis janvier 2018. Le gouvernement a déjà annoncé un plan de recapitalisation de 32.4 milliards de dollars en octobre 2017. Les banques publiques fragilisées pourraient à leur tour alourdir la finance publique alors que les efforts de consolidation budgétaire ont été mis en pause durant la période pré-électorale.

L'économie devrait rester résiliente face au resserrement des conditions de financement externe et à la montée de l'aversion au risque émergent. Mais la dépréciation de la roupie qui en résulte risque de creuser le déficit courant et de faire monter le risque inflationniste.

A l'issue de l'élection générale, la NDA (*National Democratic Alliance*) dominée par le BJP (*Bharatiya Janata Party*) devrait maintenir une position forte au parlement.



	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume, croissance en %, année fiscale</b>	<b>8,2</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>
Consommation des ménages	7,4	7,3	6,6	7,3	7,2
Investissement	5,2	10,1	7,6	7,8	7,2
Exportations	-5,6	5,0	5,6	6,0	4,1
Importations	-5,9	4,0	12,4	7,9	4,9
<b>Taux d'inflation, %</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>
<b>Solde budgétaire, % du PIB</b>	<b>-7,1</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-5,9</b>
<b>Dette publique, % du PIB</b>	<b>69,5</b>	<b>69,6</b>	<b>68,7</b>	<b>67,1</b>	<b>65,2</b>
<b>Dette externe, % du PIB</b>	<b>22,7</b>	<b>21,4</b>	<b>19,3</b>	<b>19,8</b>	<b>19,5</b>
<b>Solde courant, % du PIB</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>

## Brésil

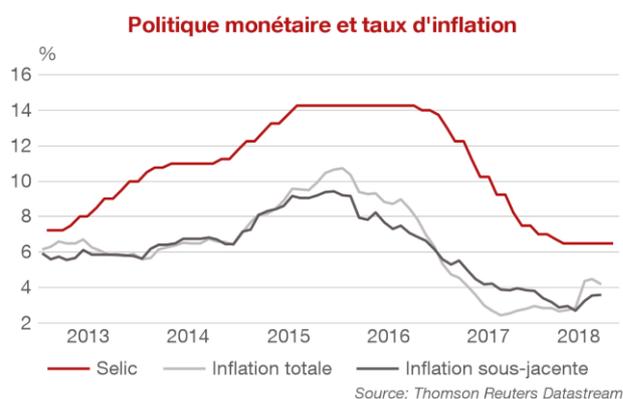
- **L'activité économique reste morose sur fond de montée des incertitudes politiques**
- **L'inflation est toujours modérée, les taux d'intérêt devraient donc rester bas**
- **La situation budgétaire reste délicate**

Les perspectives de croissance se sont assombries pour 2018. La croissance du PIB réel a stagné au deuxième trimestre 2018 (0,2 % en glissement trimestriel, 1 % en glissement annuel) en raison de la grève prolongée des chauffeurs routiers et des incertitudes croissantes qui entourent l'avenir politique du pays. L'issue des élections présidentielles qui se dérouleront en octobre 2018 reste imprévisible alors que la campagne électorale est particulièrement mouvementée. L'ancien président Lula est légalement inéligible, tandis que M. Bolsonaro, le candidat populiste en tête des sondages, a été poignardé lors d'un rassemblement.

L'économie ne devrait progresser que de 1,2 % en 2018 avant d'accélérer progressivement en 2019. L'assouplissement des conditions financières, la forte demande extérieure de produits primaires et un taux de change compétitif devraient soutenir l'activité. Cependant, la reprise atone du marché du travail, le processus de désendettement des entreprises et la récession en Argentine (client important des exportations de produits manufacturés brésiliens) devraient limiter l'embellie économique.

Les prévisions d'inflation restent favorables. La grève a eu des effets relativement faibles sur les services alors que son impact négatif sur les produits alimentaires et exportables s'atténue. L'amélioration timide du marché du travail freine l'augmentation des salaires réels, et il est peu probable que la demande exerce des pressions sur les prix. L'inflation globale est amenée à se rapprocher progressivement de l'objectif de 4,5 % de la BCB

du fait de la hausse des prix de l'énergie et de la récente dépréciation du réal. Avec une croissance et des perspectives d'inflation qui restent faibles, les autorités monétaires devraient maintenir leur taux directeur à 6,5 %. Si les pressions sur la monnaie persistaient, la BCB reverrait probablement son programme de swaps de change à la hausse, lequel représente actuellement 66 milliards USD, au lieu de relever ses taux.



Les principaux risques sont liés aux tendances budgétaires et aux élections générales du mois d'octobre. Le résultat des élections déterminera la capacité et la volonté du gouvernement élu de mener la réforme des dépenses budgétaires. Si le déficit budgétaire primaire s'ajuste lentement, c'est essentiellement grâce à des revenus exceptionnels. Une consolidation durable exigerait une réforme des dépenses obligatoires, ce qui nécessite une majorité des deux tiers au Congrès.

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume, taux de croissance en %</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>
Consommation des ménages	-3,2	-4,3	1,0	1,2	2,0
Consommation publique	-1,4	-0,1	-0,6	-0,3	0,0
Investissement	-13,9	-10,3	-1,8	3,5	5,0
Exportations	6,8	1,9	5,2	3,2	3,8
Importations	-14,2	-10,2	5,0	4,0	5,0
<b>Taux d'inflation, %</b>	<b>9,5</b>	<b>8,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>
<b>Solde budgétaire, % du PIB</b>	<b>-10,3</b>	<b>-9,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-7,0</b>	<b>-6,0</b>
<b>Dettes publique, % du PIB</b>	<b>65,5</b>	<b>70,0</b>	<b>74,0</b>	<b>75,0</b>	<b>77,0</b>
<b>Dettes externe, % du PIB</b>	<b>25,6</b>	<b>29,0</b>	<b>27,0</b>	<b>26,5</b>	<b>26,0</b>
<b>Solde courant, % du PIB</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>

## Russie

- **La croissance économique devrait rester atone en raison de la faiblesse de l'investissement**
- **L'inflation augmente sur fond de dépréciation du RUB et de hausse des cours du pétrole**
- **Le risque de sanctions s'est intensifié en août et pourrait accroître la volatilité financière**

La croissance russe restera inférieure à 2 % en 2018-2019 en raison de la faiblesse de l'investissement et de la productivité, de goulots d'étranglement structurels et des incertitudes entourant les sanctions américaines.

La croissance du PIB a légèrement accéléré de 1,3 % en GA au T1-18 à 1,8 % au T2-18, soutenue par la hausse des prix du pétrole et le dynamisme de la consommation. Cette dernière a tiré parti de l'effet Coupe du monde et de l'augmentation des crédits aux ménages. Toutefois, les perspectives pour le S2-18 et 2019 sont plus sombres. Malgré la hausse du salaire réel mensuel par travailleur (+8,8 % en GA en juillet 2018) et le taux de chômage historiquement bas (4,7 %), la consommation privée devrait pâtir de la hausse de la TVA de 18 % à 20 % en janvier 2019 et de la réforme des retraites (hausse de l'âge de la retraite pour les hommes de 60 à 65 ans et pour les femmes de 55 à 60 ans).

En outre, l'investissement devrait rester en berne compte tenu de la faiblesse des marges des entreprises, de l'accès limité aux financements étrangers et de la montée des incertitudes relatives aux sanctions. Les sanctions américaines vis-à-vis de la Russie ont été mises en œuvre depuis 2014 et se sont intensifiées en 2018. Le département du Trésor américain a élargi le champ des sanctions existantes en avril 2018 avant d'en imposer de nouvelles le 22 août suite à l'utilisation présumée d'un agent neurotoxique à l'encontre de Sergueï Skripal au Royaume-Uni. Ces sanctions pourraient s'alourdir si la Russie refuse que des représentants des Nations Unies ou d'autres observateurs effectuent des contrôles de son industrie chimique d'ici à trois mois. Un projet de loi intitulé "Defending American Security from Kremlin Aggression Act of 2018" (S. 3336) a été présenté au Congrès américain incluant une large liste de sanctions sévères à l'encontre de la Russie.

Depuis l'application de nouvelles sanctions en avril, les difficultés d'accès au financement externes se sont accrues. Les financements externes entre mai et août 2018 (1,8 Mds USD) sont largement inférieurs à ceux de la même période en 2017 (19,4 Mds USD).

En revanche, les exportations devraient continuer de bénéficier de la vigueur économique de l'UE (40 % des exportations russes) et de l'Asie (30 %). L'excédent de la balance courante a atteint 66 Mds USD sur 12 mois au T2-18, et devrait continuer de progresser en 2019.

L'inflation s'est établie en deçà de l'objectif de la Banque centrale de Russie (CBR) jusqu'en juillet 2018, mais a accéléré en août (3,1 % en GA), alimentée par la dépréciation du rouble russe (-7 % face à l'USD depuis début août) et la hausse des prix du pétrole. La progression de l'inflation pourrait se poursuivre en 2019 avec l'augmentation de la TVA prévue pour janvier.



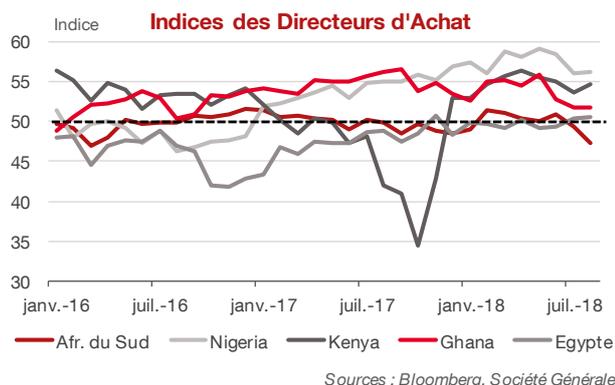
La CBR a relevé son taux directeur de 25 pb à 7,50% en septembre (première hausse depuis 2014) et a prolongé la suspension d'achats de devises jusqu'à fin décembre. Néanmoins, dans un contexte de croissance atone, la poursuite du resserrement monétaire semble peu probable dans les mois à venir.

En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
<b>PIB en volume</b>	<b>-2.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
Consommation des ménages	-8.1	-1.5	3.9	2.5	2.5
Investissement	-13.4	-0.8	4.0	2.0	2.0
Exportations	3.7	3.2	5.0	3.0	3.5
Importations	-25.8	-3.8	16.7	9.0	9.0
<b>Taux d'inflation, %</b>	<b>15.5</b>	<b>7.0</b>	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>
<b>Solde budgétaire, % du PIB</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>
<b>Dettes publique, % du PIB</b>	<b>15.9</b>	<b>15.6</b>	<b>17.4</b>	<b>17.7</b>	<b>18.2</b>
<b>Dettes externe, % du PIB</b>	<b>38.0</b>	<b>40.0</b>	<b>35.9</b>	<b>35.0</b>	<b>34.6</b>
<b>Solde courant, % du PIB</b>	<b>5.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>

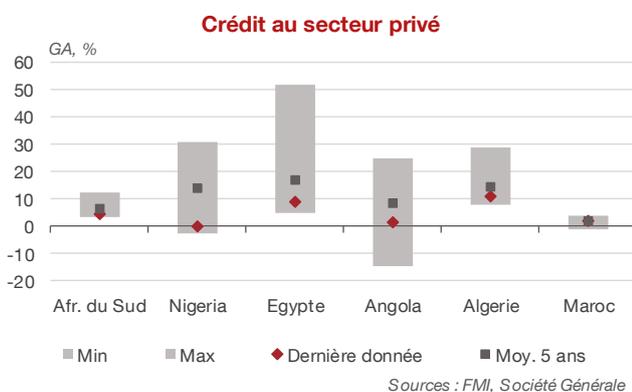
## Afrique

- **L'activité régionale semble avoir fini sa phase d'accélération**
- **Ceci s'explique par une conjoncture internationale légèrement moins porteuse**
- **Malgré quelques remous au T2-18, la situation financière extérieure s'améliore**

La croissance Africaine pour 2018 et 2019 est toujours attendue à un niveau supérieur à celle de 2017 (4 % vs. 3,5 % l'année dernière). Toutefois la plupart des indices des directeurs d'achat de la région sont en baisse depuis avril ou mai. En Afrique du Sud, ils suggèrent même une contraction de l'activité à venir.



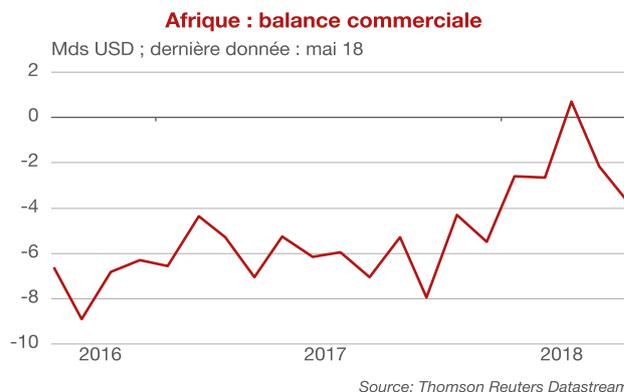
Cette décélération semble cohérente avec un moindre dynamisme des moteurs de croissance externes. En effet, depuis T2-18 : i) le prix de la plupart des matières premières s'est stabilisé (pétrole, coton) ou a baissé légèrement (métaux, café) et ii) l'activité chez les principaux partenaires commerciaux de l'Afrique (zone Euro : plus de 25 % des exportations totales ; Chine : environ 15 %) ralentit. Parallèlement, le redémarrage des moteurs de croissance internes reste lent, avec une croissance du crédit au secteur privé qui demeure globalement inférieure aux tendances historiques. Les secteurs bancaires régionaux restent toujours fragilisés par des niveaux de créances douteuses élevés.



Les comptes financiers extérieurs régionaux reflètent le passage à une conjoncture moins favorable. Premiè-

rement, après avoir enregistré en mars 2018 son 1<sup>er</sup> excédent commercial depuis début 2014, le continent dans son ensemble enregistre depuis une nouvelle détérioration de sa balance commerciale. Deuxièmement, du fait du resserrement des conditions monétaires internationales, les pays Africains ont fortement réduit leur recours aux marchés de capitaux (environ 8 Mds EUR émis entre avril et août contre 13 Mds EUR d'émissions au T1-18).

Plusieurs devises de la région se sont également dépréciées face à l'USD, que ce soit en raison de facteurs internes (Zambie : chute des prix du cuivre et forte hausse de la dette publique ; Tunisie : pressions persistantes sur la balance courante) ou de facteurs externes (Afrique du Sud – et devises liées : Botswana, Namibie, Swaziland et Lesotho – principalement en raison d'effets de contagion liés à la forte dépréciation de la devise turque).

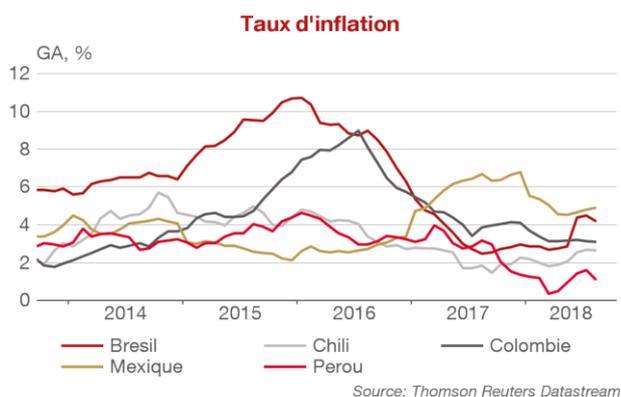
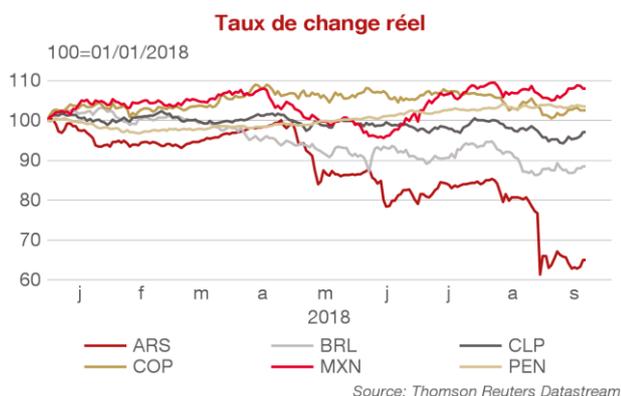


La détérioration « conjoncturelle » enregistrée par certains pays ne doit pas masquer l'amélioration globale des situations financières extérieures sur la région, illustrée par la réduction légère mais continue du déficit courant moyen des pays du continent (3,5 % du PIB en 2018 vs. 6 % en 2016 et 4 % en 2017). En outre, les institutions financières internationales maintiennent un appui considérable (plusieurs programmes FMI sont en cours de discussion avec des pays vulnérables : Angola, Guinée Equatoriale). Enfin, les réserves de changes dans la plupart des pays d'Afrique continuent de croître, par exemple dans les zones Franc CFA, dont les ancrages à l'euro ne semblent pas devoir être remis en cause à court / moyen terme.

## Amérique latine

- **La volatilité des devises a fortement augmenté depuis l'été**
- **La dépréciation du peso en Argentine devrait provoquer une nouvelle récession économique.**
- **Le recul des autres devises est moins problématique car l'inflation reste faible dans la région**

Les marchés financiers ont été confrontés à un accès de volatilité lié au resserrement de la politique monétaire des États-Unis, à l'escalade des tensions commerciales et à l'augmentation des risques politiques en Amérique latine. Ces pressions se sont principalement répercutées sur les marchés des changes, en particulier en Argentine et au Brésil.



Dans un contexte de déséquilibres budgétaires et externes, le peso argentin s'est fortement déprécié (notamment le 30 août) et devrait tirer à la hausse le taux d'inflation qui est déjà élevé (31 % en juillet) et entraîner une nouvelle récession. La chute de la devise s'explique par la montée des doutes qui pèsent sur la capacité du pays à satisfaire ses besoins de financement pour 2019 alors que les marchés émergents font l'objet d'une ré-

évaluation des risques. En dépit de la baisse des dépenses primaires (corrigées de l'inflation), le déficit budgétaire reste considérable et se creuse compte tenu de l'accroissement du service de la dette. Afin de contenir les pressions sur la devise argentine, la banque centrale a relevé son taux directeur de 45 % à 60 % le 30 août et a annoncé qu'elle maintiendrait le niveau élevé des taux d'intérêt et poursuivrait ses ventes de réserves de change. Le gouvernement a également annoncé qu'il essaierait d'accélérer le processus de décaissement des prêts qui lui ont été octroyés par le FMI et de renégocier les conditions de l'accord de confirmation. Dans l'ensemble, l'activité devrait fortement se contracter alors que les conditions financières resteront restrictives et que le processus de consolidation budgétaire devrait s'accélérer en vue de soutenir l'économie.

Au Brésil, la devise s'est aussi repliée. Cette dépréciation est essentiellement due à l'accroissement des incertitudes entourant les élections générales qui se tiendront en octobre ainsi que la volonté et la capacité du futur président élu de mettre en œuvre la réforme budgétaire. Le pays enregistre une inflation limitée, un léger déficit de la balance courante (-0,7 % en juillet) et possède d'importantes réserves de change. La réduction des vulnérabilités externes et la faiblesse des prévisions de croissance ont incité la Banque centrale du Brésil à maintenir ses taux d'intérêt inchangés.

La devise chilienne a également subi de légères pressions du fait de la chute des prix du cuivre et des signes de ralentissement de l'activité chinoise. La banque centrale n'a pas modifié ses taux, l'inflation restant sous contrôle et l'activité solide (5,3 % en glissement annuel). Seul le peso mexicain s'est apprécié face au dollar US. La devise a tiré parti de la perspective favorable d'un nouvel accord commercial avec les États-Unis. Reste néanmoins à savoir si l'accord sera effectivement adopté, car il devra pour cela être soumis au vote au plus tard en septembre aux États-Unis et au Mexique.

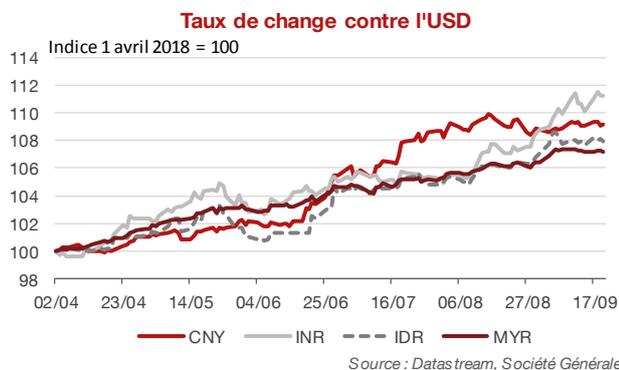
## Asie Émergente

- **En croissance robuste, la région devrait rester résiliente face aux incertitudes externes**
- **L'activité risque d'être pénalisée par l'intensification des tensions commerciales**
- **La gestion de l'équilibre macro-financier est rendue délicate par la dépréciation du change**

L'Asie émergente devrait rester en forte croissance – 6,1% en 2018 contre 6,2% en 2017. Les tensions commerciales ne se sont pas encore manifestées sur la dynamique des exportations de la région. Les économies de la région restent résilientes. Nous attendons une légère décélération de l'activité en 2019.

Plusieurs facteurs d'incertitude pèsent toutefois sur les perspectives économiques. Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis risquent de s'intensifier. À travers la chaîne des valeurs, une partie du commerce intra-asiatique serait en l'occurrence pénalisée. Les économies le plus impactées seraient Taiwan, plus de 2% de son PIB est exposé à la demande finale américaine via leurs exportations vers la Chine, la Malaisie, la Corée du Sud, Singapour et Hong Kong, où plus de 1% du PIB serait concerné. De plus, si les tensions commerciales se traduisent par un ralentissement important de l'économie chinoise, le Vietnam se rajouterait à la liste précédente car la Chine est un marché d'exportation significatif.

Des risques pèsent aussi sur le plan financier. Les conditions de financement des économies asiatiques se sont resserrées depuis le T2 2018 sous l'effet de l'appréciation du dollar combinée d'une politique monétaire plus restrictive de la Fed. Le RMB chinois, la roupie indienne, la roupie indonésienne et le ringgit malaisien ont connu une dépréciation d'entre 5 et 10% depuis T2 2018.

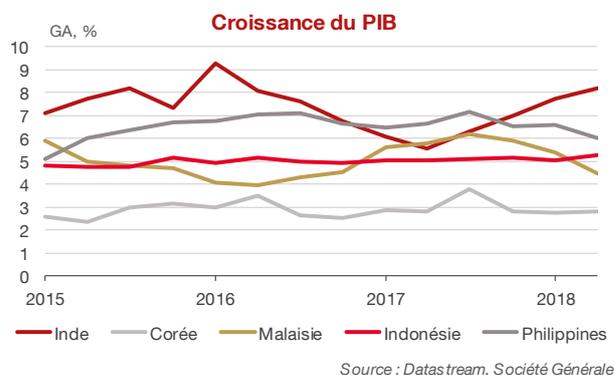


En termes de liquidité externe, les pays d'Asie émergente sont dotés d'un coussin de sécurité externe – un volume considérable de réserves de change – qui devrait faciliter l'amortissement des chocs externes, même durables. Cependant, une forte réaction du taux de

change, même temporaire, pourrait provoquer des déséquilibres. En Inde par exemple, le risque inflationniste pourrait monter.

L'Indonésie, en raison de son besoin du financement externe (environ 2% du PIB), est la plus sensible à la montée de l'aversion pour le risque et l'appréciation du dollar. Le niveau d'endettement externe en pourcentage du PIB reste faible par rapport aux autres pays de la région, mais son système financier est partiellement dollarisé : les dettes libellées en devises (surtout en dollar) contribuent à 45% de l'endettement des entreprises et à 30% de celui du gouvernement. Malgré une inflation faible, la banque centrale indonésienne a dû relever le taux directeur de 125 pb depuis mai. Ce resserrement viendra détériorer les perspectives de croissance sachant que l'investissement a déjà commencé à décélérer au T2 2018, passant de 8% à 5,9% en GA.

En Malaisie, l'endettement externe est l'un des plus élevés de la région (60% du PIB dont 40% à court terme). Si le gouvernement s'endette principalement en monnaie locale, les dettes en devises des entreprises et des banques sont plutôt conséquentes (respectivement 18% et 19% du PIB). Malgré le maintien d'un excédent courant, les réserves de change en Malaisie ont chuté de 5 milliards de dollars entre avril et juillet. Si le choc externe persiste, les entreprises risquent de voir leur condition de financement dégradées. Un choc durable pourrait aussi dégrader les perspectives de croissance, d'autant plus que l'investissement est déjà en décélération sur les deux premiers trimestres 2018 (1,1% en GA contre 6,2% en 2017).

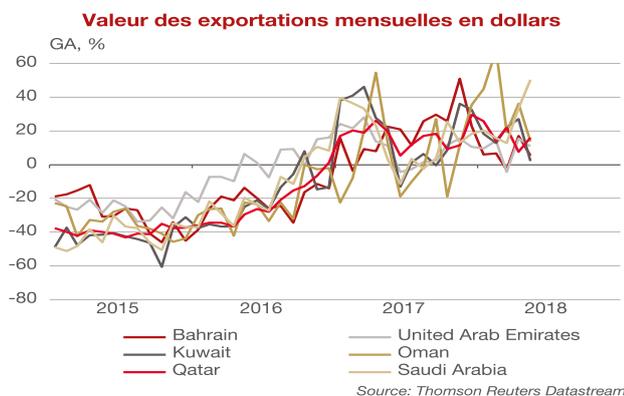


## Pays du Golfe

- La hausse du prix du pétrole a diminué le besoin immédiat d'ajustement budgétaire
- Sans diversification des sources de revenus, la hausse de l'endettement constitue un risque
- L'embargo sur le Qatar ne déstabilise pas l'économie mais fait monter le risque politique

Les perspectives pour les pays du Golfe se sont améliorées en 2018 grâce à la reprise des cours du pétrole. Le rebond des recettes provenant des exportations rend le besoin d'ajustement budgétaire moins urgent que lorsque les cours du pétrole s'étaient effondrés en 2015-2016. La demande intérieure bénéficie de l'assouplissement de la consolidation fiscale, et tire la croissance des secteurs non-pétroliers. Celle-ci accélère en 2018 (3,2% vs 2.6% en 2017) mais la croissance hors hydrocarbures reste en deçà de la moyenne de 7,5 % observée entre 2003 et 2014.

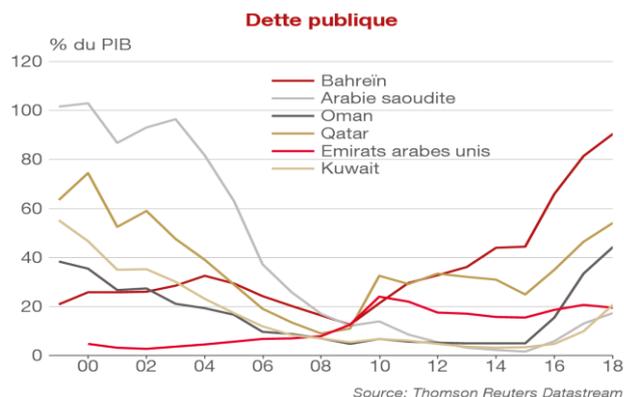
Grace à la hausse des recettes, le déficit budgétaire des pays du Golfe devrait progressivement se réduire de 9 % du PIB en moyenne en 2017 à 5 % du PIB d'ici à 2020. L'émission d'obligations souveraines sur les marchés internationaux reste très élevée : USD 37 mds en 2016, USD 37 mds en 2017 et USD 30,5 mds au premier semestre 2018.



Les investisseurs internationaux voient d'un œil bienveillant les émissions de dette des pays du Golfe. Les monarchies disposent de ressources (épargne dans des fonds souverains, richesse pétrolière) qui sont rassurants. Même les émetteurs « *non-investment grade* » avec des fondamentaux macro-économiques très fragiles, comme le Bahreïn ont réussi leurs placements d'eurobonds souverains en début de 2018.

Un risque est qu'à terme, le refinancement de la dette des pays du Golfe doive s'effectuer à des conditions de marché moins favorables. La principale fragilité vient du manque de diversification productive basé principalement sur le pétrole ou le gaz. Face à un nouvel ajustement baissier du prix international du pétrole, les marges

de manœuvre pour réagir à la conjoncture seraient très limitées.



Au cours de trois dernières années, les gouvernements de la région ont présenté des plans nationaux de développement ou des « visions » à des horizons de 20 à 25 ans, pour développer de secteurs tels que le tourisme, les services commerciaux et financiers ainsi que la logistique. Ils ont également diminué les subventions énergétiques et annoncé la mise en place de l'une TVA à 5% en 2018. Pour l'instant, seuls l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis ont introduit la taxe, alors que Bahreïn, Koweït et Oman ont reporté leur introduction jusqu'en 2019. Le rebond du prix du pétrole diminue l'incitation à accélérer la diversification économique et rend la reprise plus fragile.

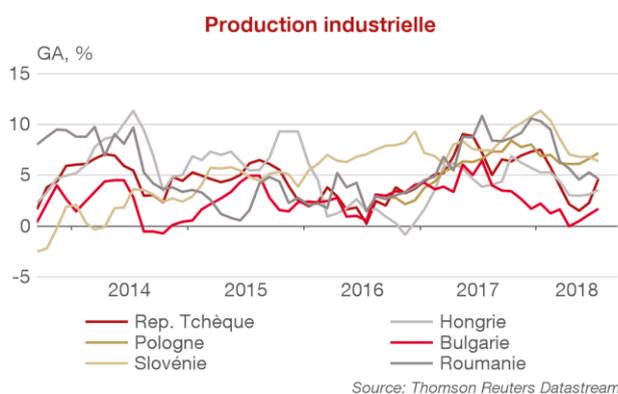
Le conflit diplomatique qui oppose le Qatar à l'Arabie saoudite et aux Émirats arabes unis ne semble pas s'apaiser. Le parrainage des Frères musulmans par le Qatar a longtemps été une source de conflit entre les monarchies de la région. À cela se rajoute une rivalité de longue date entre Doha d'une part, et Abu Dhabi et Dubaï de l'autre, en concurrence dans leurs projets de s'ériger en tant que hubs régionaux. Enfin, les bonnes relations entre le Qatar et l'Iran, très mal perçues par l'Arabie saoudite et des positions divergentes dans des conflits régionaux (Yemen, Libie) expliquent aussi les rivalités.

Le Qatar résiste toujours au blocus économique des voisins en vigueur depuis juin 2017 à l'aide de nouvelles routes commerciales et de nouveaux partenariats. Bien que l'option militaire ne semble pas d'actualité, ces tensions demeurent un facteur d'incertitude.

## Europe centrale et orientale

- **Après la rapide croissance de 2017, la région montre les premiers signes de décélération**
- **Les pressions inflationnistes augmentent et pourraient entraîner un resserrement monétaire**
- **La chute de la livre turque se traduira par une récession et une forte hausse de l'inflation**

Après le pic de croissance de 2017 à 5,1 % pour la région (Turquie comprise), les premiers signes de décélération de l'activité commencent à se manifester. Les ventes de détail et les exportations ralentissent depuis le début de l'année 2018, d'où un fléchissement de la production industrielle. La République tchèque et la Bulgarie ont enregistré les reculs les plus importants, tandis que la Pologne affiche une dynamique solide.

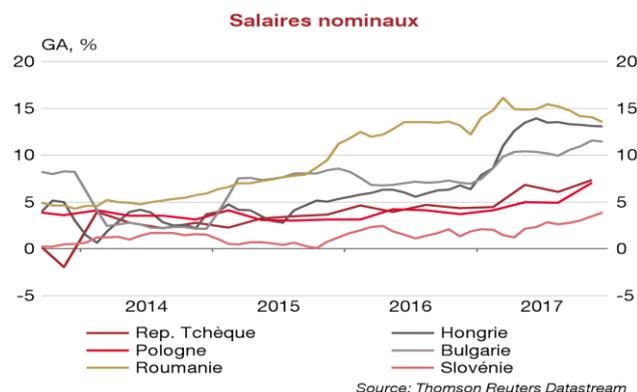


L'activité dans la région devrait encore ralentir au S2-18 et en 2019, en raison d'un environnement global moins favorable (ralentissement de la zone euro, principal partenaire commercial de la région) et du durcissement attendu des politiques monétaires.

La croissance de la région devrait cependant rester supérieure à son potentiel. La consommation des ménages sera portée par le recul du chômage et l'augmentation des salaires. L'impact du durcissement des politiques monétaires dans la région sur l'investissement devrait être en partie compensé par l'absorption croissante des fonds structurels européens. La Pologne, la Hongrie, la Roumanie et la Slovaquie enregistreront cette année les meilleures performances, avec une croissance du PIB d'environ 4 %.

L'inflation, actuellement faible (sauf en Roumanie), devrait augmenter à court terme et provoquer un resserrement monétaire dans la région. Depuis 2016, les salaires progressent plus rapidement que les gains de productivité (notamment Roumanie, Hongrie, Bulgarie) ce qui génère des pressions inflationnistes. Ces dernières pourraient s'accroître du fait de la récente dépréciation de plusieurs devises (HUF, RON et PLN).

Jusqu'à maintenant, seules les banques centrales tchèque et roumaine ont augmenté leurs taux directeurs, mais d'autres banques centrales devraient emboîter le pas en 2019.



Plusieurs risques sont à surveiller dans la région.

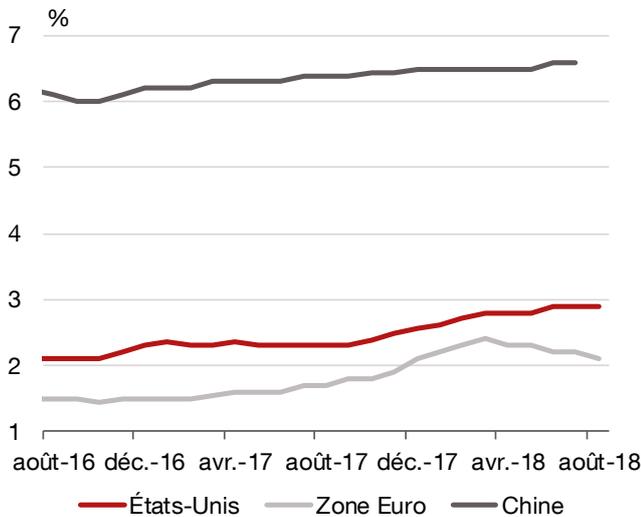
En Roumanie, l'accélération de l'inflation et la détérioration des déficits budgétaires et courants augmentent les risques de volatilité de la devise.

En Turquie, la dépréciation de la livre devrait entraîner une augmentation de l'inflation et des prêts non performants des entreprises qui affichent un endettement élevé. La croissance devrait se contracter dans les trimestres à venir, permettant une réduction rapide du déficit courant. Toutefois, le risque de nouveaux épisodes d'instabilité du taux de change ne peut être exclu, suite à des données économiques décevantes (inflation, réserves de change, comptes publics) ou à l'absence de progrès des relations politiques avec les alliés occidentaux.

À plus long terme, la réduction des fonds structurels européens constituerait un risque majeur pour les PECO. Le projet de budget de l'UE pour 2021-2027 publié en mai annonce une réduction de 7 % de ces fonds, associée à une modification des critères d'allocation. À l'avenir, l'UE pourra suspendre ou réduire l'accès aux fonds structurels si un pays ne respecte pas l'État de droit. Le budget de l'UE 2021-2027 est soumis à l'approbation de la majorité qualifiée des États membres, soit 55 % des États membres représentant au moins 65 % de la population de l'UE et il suscitera un débat important jusqu'en 2020. Ces décisions pourraient avoir un impact significatif sur l'investissement dans la région, et sur son potentiel de croissance.

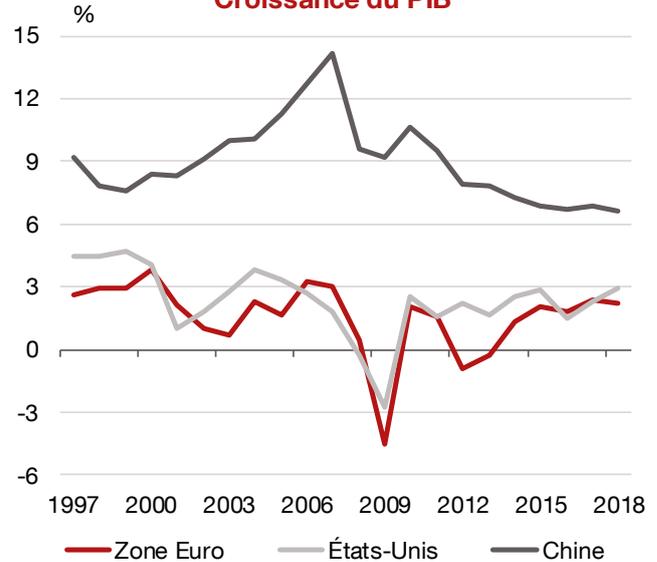
# Données Économiques

### Consensus Bloomberg: croissance du PIB en 2018



Source : Bloomberg

### Croissance du PIB



Source : SG

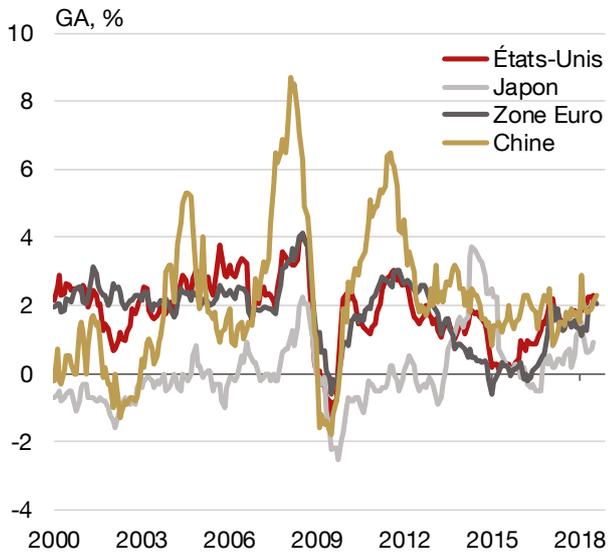
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
<b>PIB en volume, taux de croissance en %</b>											
<b>Monde*</b>	2,5	2,7	2,9	2,9	2,6	3,3	3,3	3,0	2,8	2,5	2,5
<b>États-Unis</b>	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	3,0	2,5	1,5	1,0	1,0
<b>Japon</b>	1,5	2,0	0,3	1,4	1,0	1,7	1,0	0,9	0,5	0,4	0,4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

Sources : FMI, OCDE, Statistiques nationales, Prévisions et calculs SG

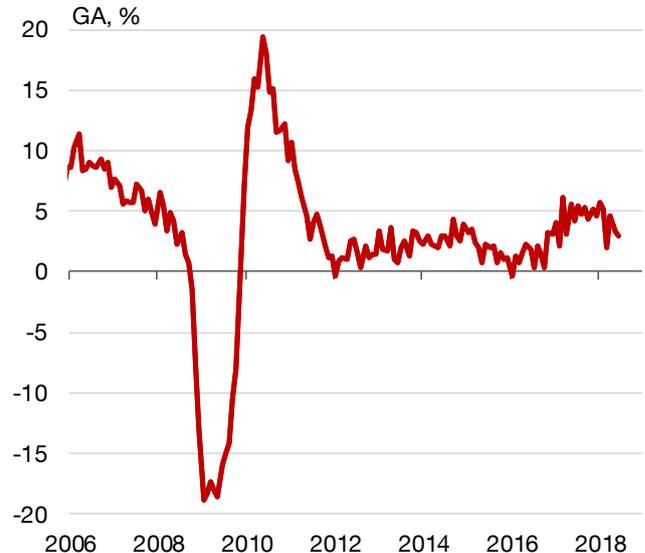
\* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

# Données Économiques

## Indices des prix à la consommation



## Commerce international en volume

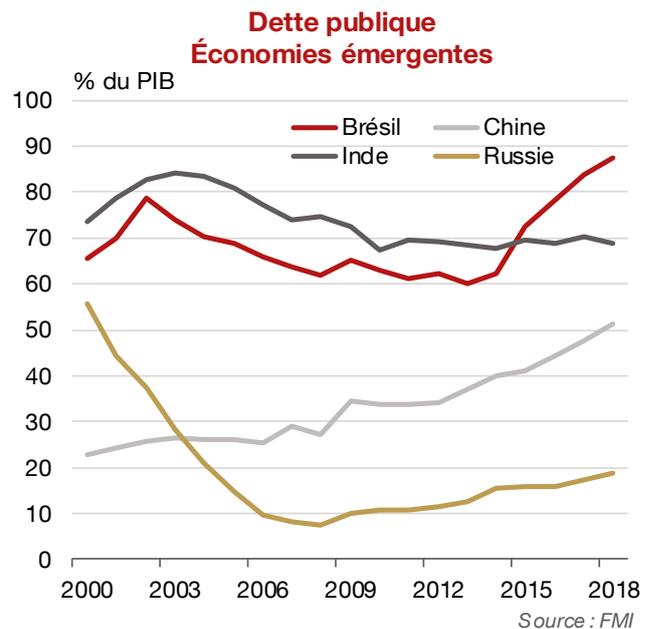
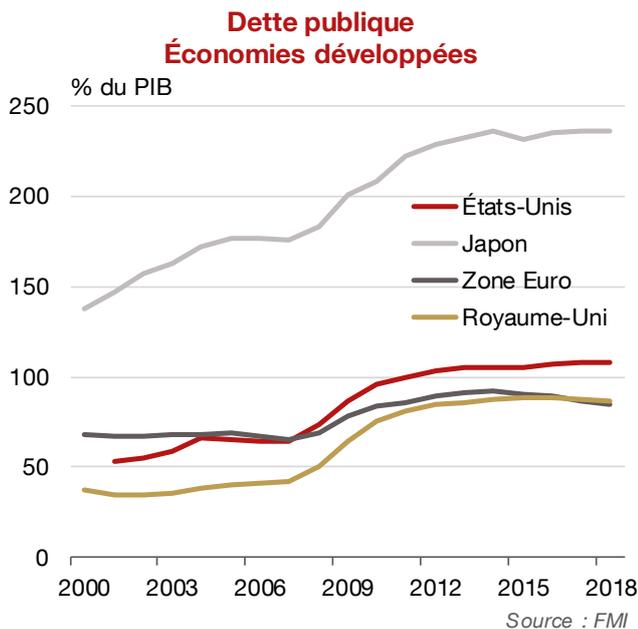


	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
<b>Inflation, %</b>											
<b>Monde*</b>	1,3	1,2	1,2	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,0	0,8	0,8
<b>États-Unis</b>	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	2,4	2,0	1,3	1,2
<b>Japon</b>	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,5	0,9	1,6	2,1	0,5	0,5
<b>Royaume-Uni</b>	2,8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

Sources : FMI, Statistiques nationales, Prévisions et calculs SG

\* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

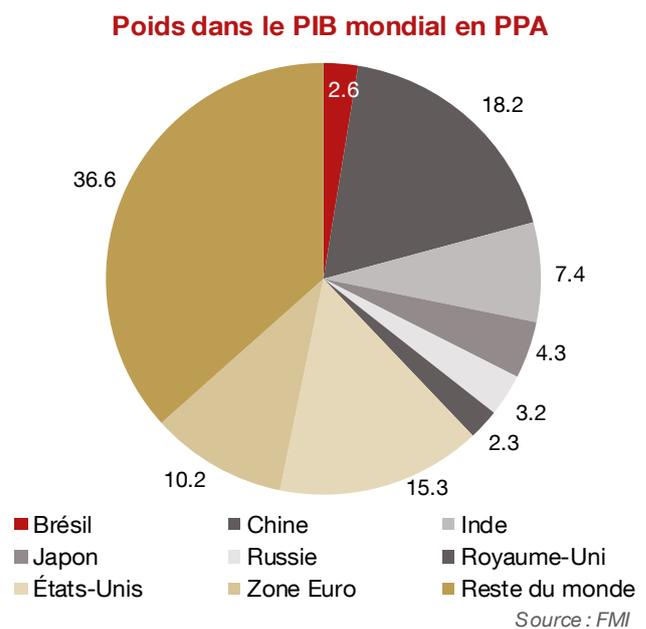
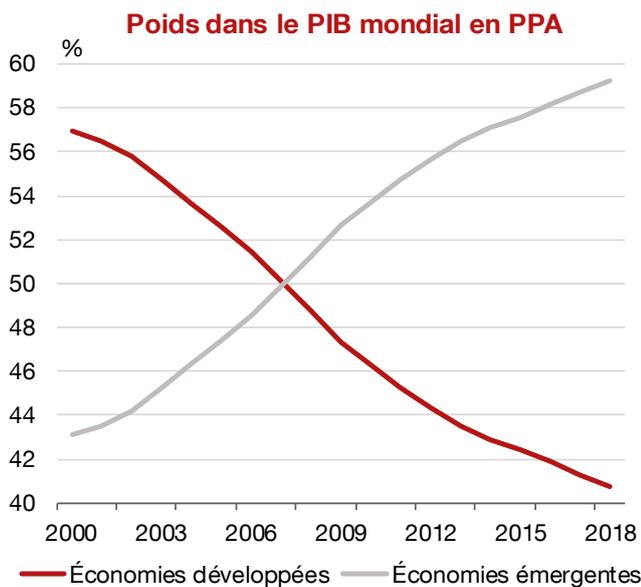
# Données Économiques



	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
<b>Solde budgétaire, % du PIB</b>											
États-Unis	-9,3	-5,9	-5,2	-4,7	-5,4	-4,9	-6,2	-6,6	-6,9	-6,8	-6,1
Japon	-8,3	-7,6	-5,4	-3,6	-4,2	-4,1	-3,8	-3,0	-2,8	-2,8	-2,8
Royaume-Uni	-8,2	-5,4	-5,4	-4,3	-3,0	-1,8	-1,6	-2,0	-2,3	-3,3	-4,2
<b>Zone euro</b>	-3,7	-3,0	-2,5	-2,0	-1,5	-0,9	-1,0	-1,1	-1,0	-1,1	-1,2
Allemagne	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	0,8	0,5	0,4
France	-5,0	-4,1	-3,9	-3,6	-3,5	-2,7	-2,6	-2,9	-2,0	-2,5	-2,8
Italie	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,3	-2,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1
Espagne	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,8	-2,4	-2,1	-2,1	-2,1
<b>Chine</b>	-0,3	-0,8	-0,9	-2,5	-3,1	-3,0	-2,6	-2,6	-3,0	-3,1	-2,8
<b>Inde</b>	-7,6	-7,0	-7,2	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9	-5,8	-5,6	-5,4
<b>Brésil</b>	-2,5	-3,0	-5,4	-10,3	-9,2	-7,9	-7,0	-6,0	-5,5	-5,0	-4,8
<b>Russie</b>	0,4	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-1,5	0,0	0,1	0,3	0,5	0,5
<b>Dettes publiques, % du PIB</b>											
États-Unis	99	101	102	101	105	103	104	105	108	113	116
Japon	210	213	218	217	222	224	226	225	225	225	226
Royaume-Uni	85	86	87	88	88	88	87	87	88	89	92
<b>Zone euro</b>	90	92	92	90	89	87	85	83	82	81	80
Allemagne	80	78	75	71	68	65	61	58	56	54	52
France	91	93	95	96	97	97	97	97	96	96	97
Italie	123	129	132	132	132	132	131	131	131	131	131
Espagne	86	96	100	99	99	98	98	97	96	95	95
<b>Chine</b>	34	37	40	37	37	36	37	37	37	37	38
<b>Inde</b>	69	69	68	70	70	69	67	65	63	61	60
<b>Brésil</b>	62	60	62	66	70	74	75	77	79	79	78
<b>Russie</b>	12	13	16	16	16	17	18	18	18	18	18

Sources : FMI, Statistiques nationales (méthodologie Maastricht pour les pays de l'UE), Prévisions et calculs SG

## Données Structurelles



En 2017	PIB en \$ (Mds \$)	PIB par hab. (\$, PPA)	Population (Millions)	Crédit (% PIB)*	Position exterieure globale** (% PIB)	Taux d'ouverture***
<b>États-Unis</b>	19 391	59 501	326	152	-40	20
<b>Zone euro</b>	12 607	38 322	341	160	-2	70
Allemagne	3 685	50 425	83	107	63	71
France	2 584	43 761	65	192	-21	45
Italie	1 938	38 140	61	112	-7	50
Espagne	1 314	38 286	46	158	-86	51
Pays-Bas	826	53 635	17	221	64	148
<b>Chine</b>	12 015	16 660	1 390	209	15	34
<b>Japon</b>	4 872	42 832	127	161	60	28
<b>Royaume-Uni</b>	2 625	44 118	66	171	-8	42
<b>Inde</b>	2 611	7 183	1 317	56	-16	29
<b>Brésil</b>	2 055	15 603	208	69	-33	18
<b>Canada</b>	1 652	48 265	37	214	21	52
<b>Corée du Sud</b>	1 538	39 434	51	193	16	69
<b>Russie</b>	1 527	27 834	144	66	18	37
<b>Australie</b>	1 380	50 334	25	197	-56	35
<b>Mexique</b>	1 149	19 903	124	43	-48	73
<b>Indonésie</b>	1 015	12 377	262	39	-33	32
<b>Turquie</b>	849	26 893	81	85	-54	46
<b>Suisse</b>	679	61 422	8	241	128	84
<b>Arabie Saoudite</b>	684	54 777	32	60	82	51

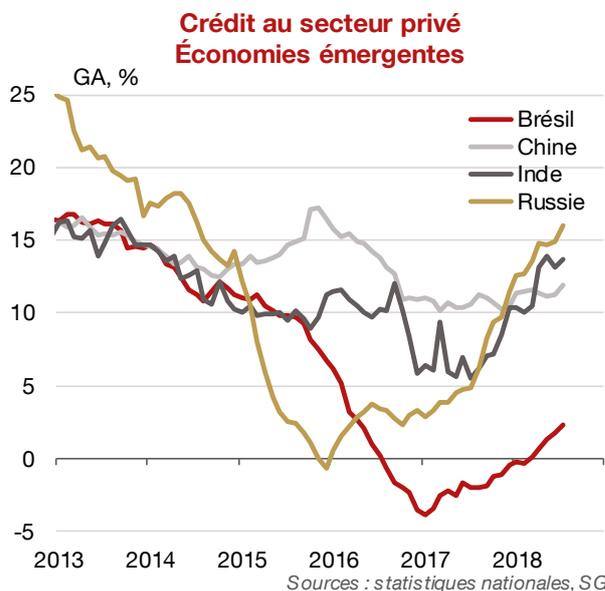
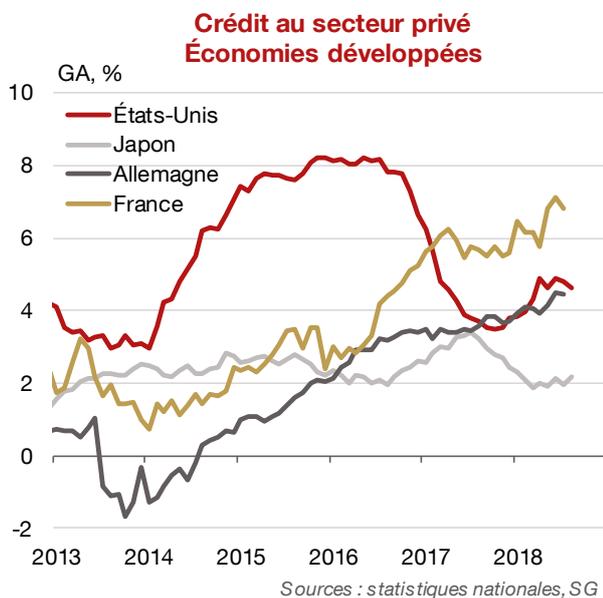
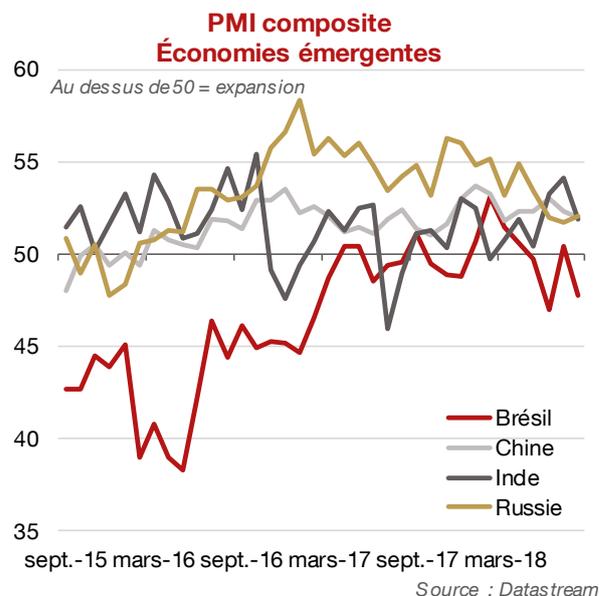
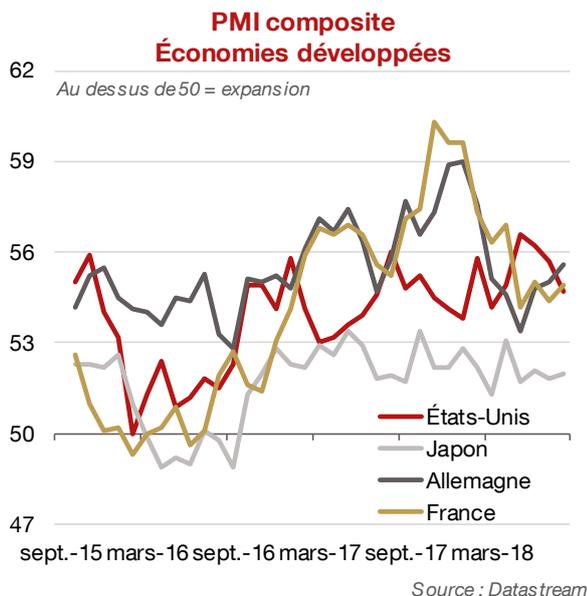
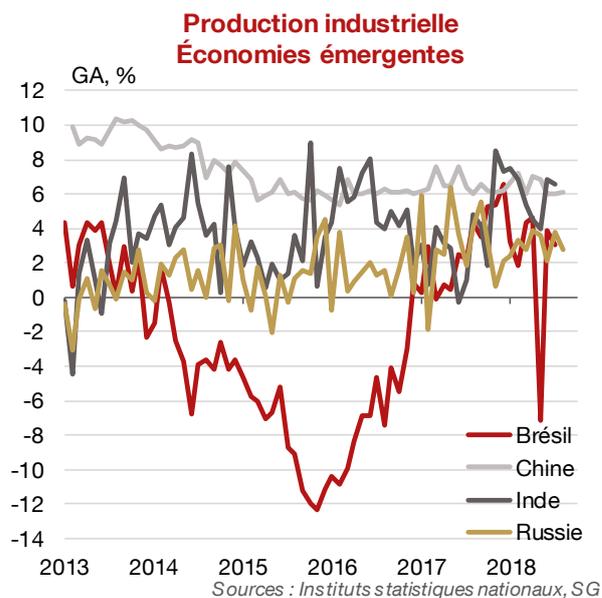
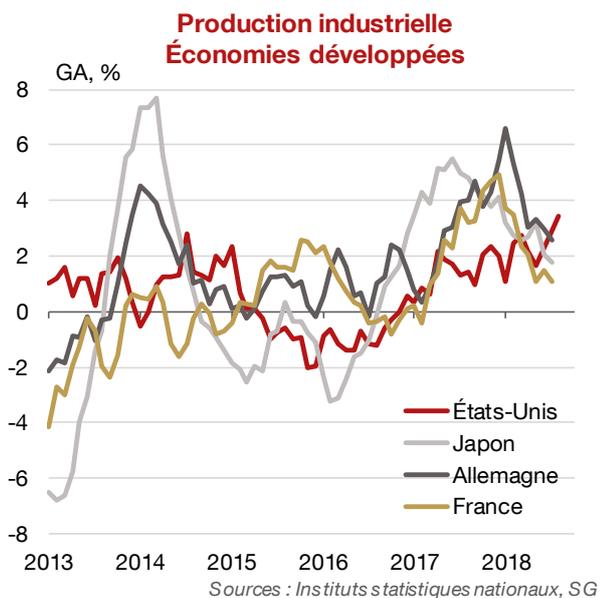
Sources : Banque mondiale, BRI, FMI

\*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

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

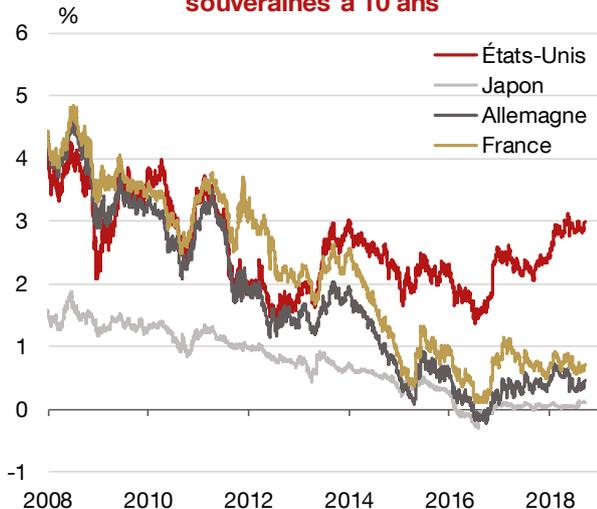
\*\*\* Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

# Données Conjoncturelles



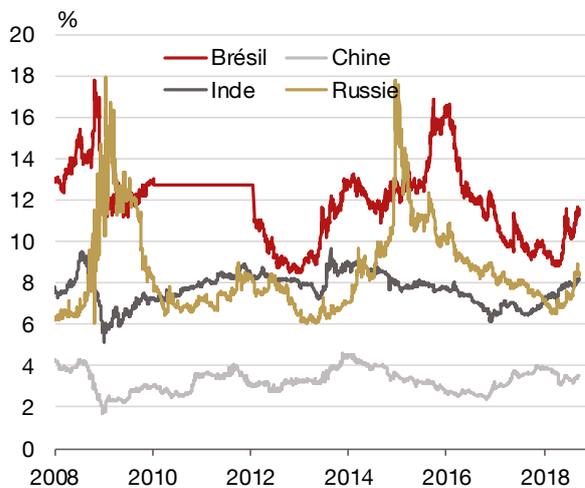
# Données Financières

**Rendement des obligations souveraines à 10 ans**



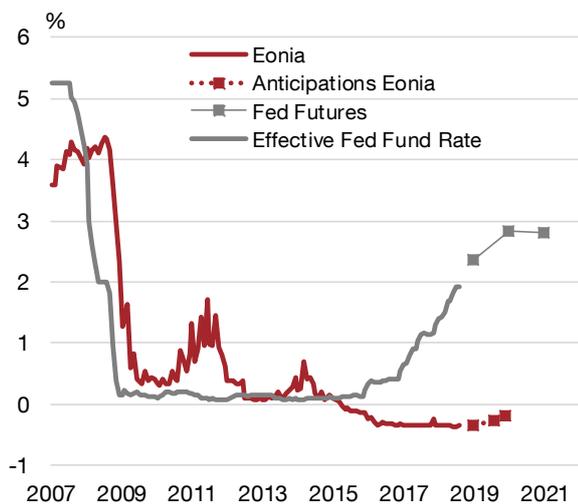
Source : Datastream

**Rendement des obligations souveraines à 5 ans en monnaie locale**



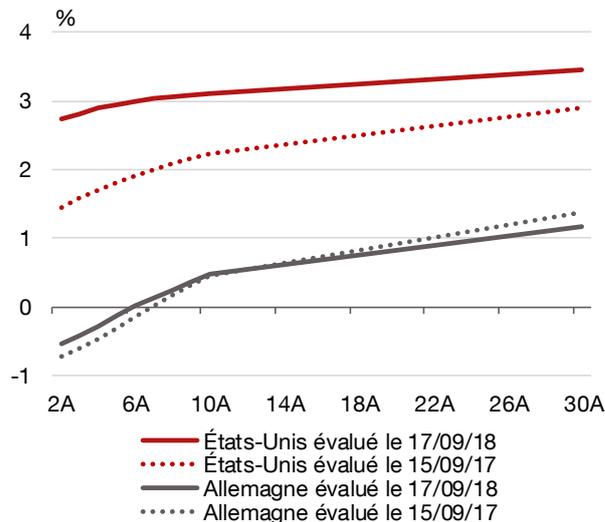
Source : Datastream

**Taux d'intérêt au jour le jour**



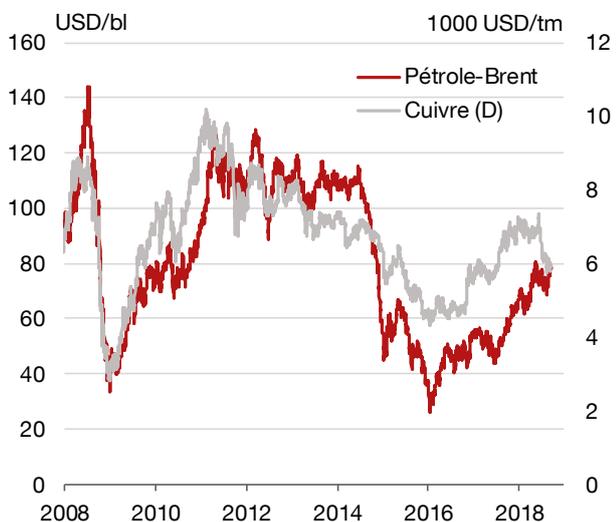
Source : Bloomberg

**Courbe des taux souverains**



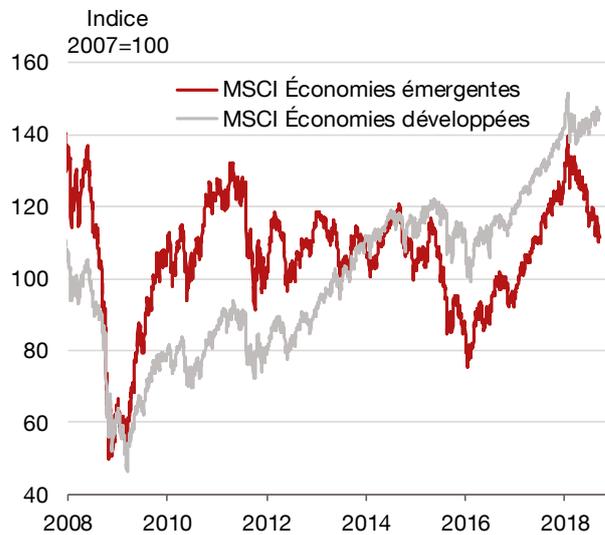
Source : Datastream

**Prix des matières premières**



Source : Datastream

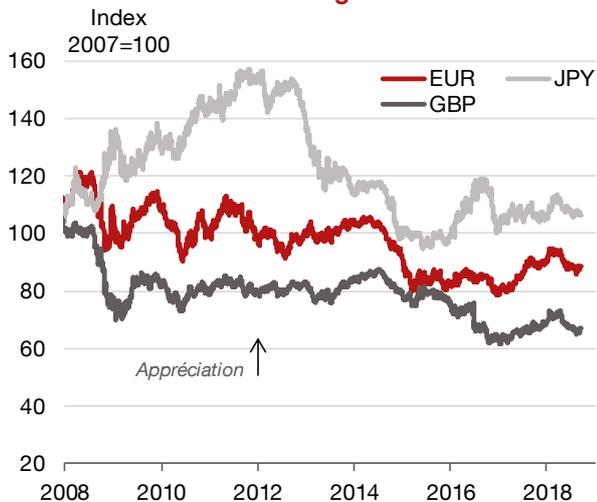
**Indices boursiers**



Source : Datastream

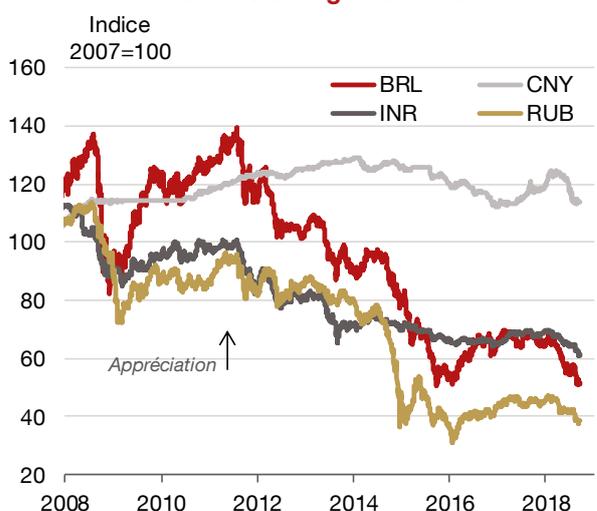
# Données Financières

**Taux de change contre USD**



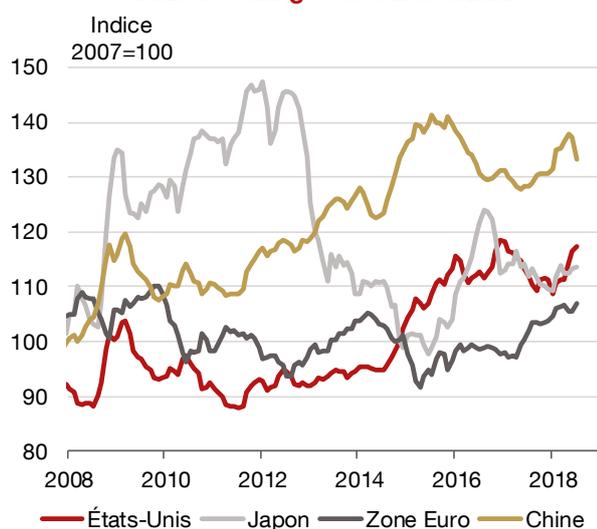
Source: Datastream

**Taux de change contre USD**



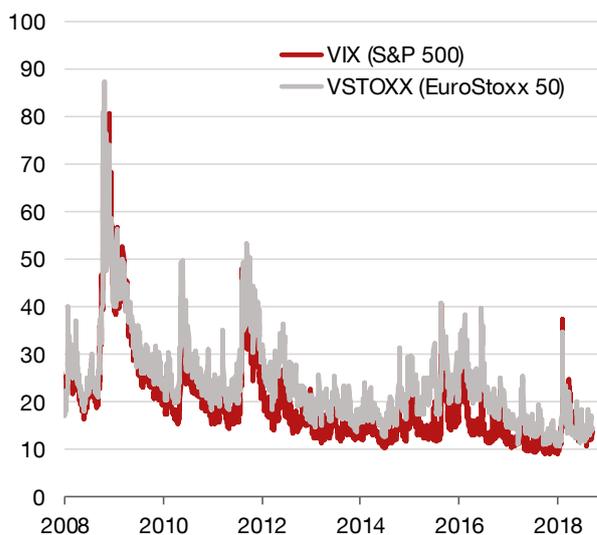
Source: Datastream

**Taux de change effectif nominal**



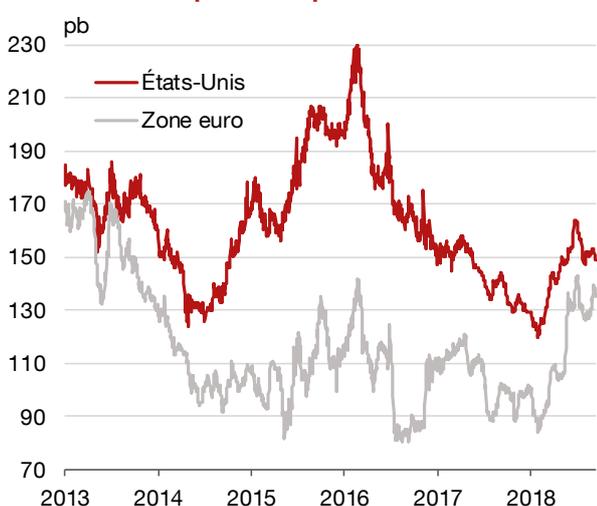
Sources: BRL, SG

**Volatilité des marchés actions**



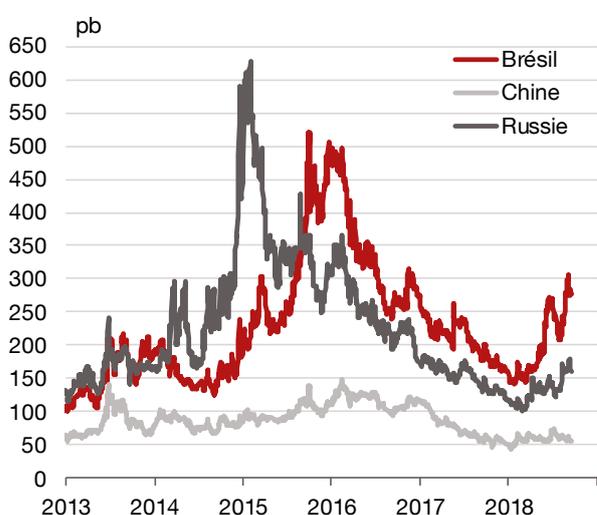
Source: Datastream

**Spread corporate BBB**



Sources: Bloomberg, SG

**Primes de CDS à 5 ans**



Sources: Datastream, SG

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES

## CONTACTS

---

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@socgen.com

**Olivier de BOYSSON**

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

**Marie-Hélène DUPRAT**

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

**Ariel EMIRIAN**

Macroéconomie  
+33 1 42 13 08 49  
ariel.emirian@socgen.com

**François LETONDU**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Laura ATARODY**

Assistante économiste, Edition  
+33 1 58 98 79 50  
laura.atarody@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

Europe Centrale et Orientale  
+33 1 58 98 98 69  
constance.boublil-groh@socgen.com

**Juan Carlos DIAZ MENDOZA**

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

**Salma DAHIR**

Assistante économiste, Edition  
+33 1 57 29 07 15  
salma.dahir@socgen.com

**Aurélien DUTHOIT**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 82 18  
aurelien.duthoit@socgen.com

**Elyas GALOU**

États-Unis et Royaume-Uni  
+33 1 57 29 43 33  
elyas.galou@socgen.com

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

**Alan LEMANGNEN**

Zone Euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

**Nikolina NOPHAL BANKOVA**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 58 98 89 09  
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

**Danielle SCHWEISGUTH**

Europe de l'Ouest  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Edgardo TORIJA ZANE**

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

**Bei XU**

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

**Yolande NARJOU**

Assistante  
+33 1 42 14 83 29  
yolande.narjou@socgen.com

**Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD**

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

**Disclaimer**

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2018