N°33 | DECEMBRE 2018

SCENARIOECO

Études économiques et sectorielles

EXPANSION PLUS LENTE ET MOINS ÉQUILIBRÉE

- L'expansion en cours depuis mi-2016 se poursuit, mais elle a perdu de son élan et, comme un vélo roulant moins vite, elle risque désormais davantage de perdre l'équilibre. Stimulée par l'expansion budgétaire, l'économie américaine a résisté au durcissement de la Fed et à l'incertitude politique, mais l'activité dans la zone euro et la Chine a ralenti de manière plus marquée. La croissance mondiale devrait atteindre 3,7 % en 2018, avant de ralentir à 3,5 % et 3,4 % en 2019 et 2020 respectivement.

- Les risques autour de cette croissance mondiale ont augmenté compte tenu du niveau élevé d'incertitude politique. Les négociations entre les États-Unis et la Chine dans les coulisses du sommet du G20 ont apaisé un peu les tensions, la hausse des droits de douane prévue en janvier 2019 ayant été suspendue pour 90 jours. Le risque de nouveaux obstacles provenant des tensions commerciales mondiales, d'un non-accord sur le Brexit et sur la politique de la zone euro, notamment avec les élections au Parlement européen de fin mai, reste élevé. Et ceci, dans le contexte de niveaux d'endettement élevés et de marchés financiers instables.

- Les conditions sur les marchés mondiaux des obligations d'entreprises se durcissent, et la volatilité des marchés actions s'intensifie, en particulier aux États-Unis. L'année 2019 devrait être progressivement marquée par la question de savoir comment les autorités feront face au prochain ralentissement économique, dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt toujours historiquement bas, des bilans boursouflés des banques centrales et une dette publique élevée.

SOCIETE GENERALE

Synthèse Conjoncturelle 3

La fin du cycle n'est pas pour maintenant 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 Économiques 25

Données Économiques 26

Données Structurelles 27

Données Conjoncturelles 28

Données Financières 29

Données Financières 30

Achevé de rédiger le 20 décembre 2018

Synthèse Conjoncturelle

ÉCONOMIE MONDIALE

- Le cycle de croissance démarré mi-2016 se poursuit, mais des déséquilibres apparaissent. Les États-Unis continuent à générer une croissance solide, mais l'activité ralentit dans d'autres grandes économies, sur fond de tensions commerciales et d'incertitude politique.
- Les risques sur la croissance mondiale sont orientés à la hausse compte tenu de l'incertitude politique élevée. Les politiques monétaires restent accommodantes mais les conditions financières se resserrent à l'échelle mondiale reflétant les préoccupations du marché quant à la viabilité de l'expansion actuelle. Les discussions entre les États-Unis et la Chine lors du sommet du G20 ont apaisé les tensions commerciales, la hausse des droits de douane prévue en janvier 2019 ayant été suspendue. Mais la possibilité que les États-Unis augmentent les tarifs sur les importations voitures européennes demeure, ainsi que celle d'un Brexit sans accord. Les incertitudes de la politique européenne (mouvements sociaux, diminution du soutien aux partis traditionnels) sont également une source d'inquiétude sur les marchés.
- La récente baisse des prix du pétrole est une bonne nouvelle pour la plupart des économies avancées. Le Brent a chuté à 57 dollars le baril (19 décembre), bien en dessous du pic de plus de 85 dollars atteint début octobre.

ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

- L'économie américaine est soutenue par un important plan de relance budgétaire. La croissance de l'emploi joue un rôle clé. Le PIB devrait fortement ralentir en 2020 lorsque les effets de la relance budgétaire se seront dissipés au second semestre 2019 et ceux du resserrement monétaire se feront sentir.
- La croissance ralentit dans la zone euro. Le ralentissement vient en partie du secteur manufacturier, l'Allemagne étant impactée par une baisse de la production automobile et par des exportations en berne. Les difficultés viennent également des incertitudes concernant la trajectoire de la dette en Italie et l'UE et de l'impact des protestations sociales qui ont eu lieu en France sur la production et le commerce.
- Un vent contraire souffre également depuis la Manche avec le risque d'un Brexit sans accord le 29 mars 2019.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- Les autorités chinoises ont assoupli leur politique monétaire pour éviter un nouveau ralentissement et abandonnent à présent leurs efforts de réduction de l'endettement.
- L'activité semble s'essouffler à l'approche de 2019 sur les marchés émergents, affaiblis par la baisse de la demande mondiale et par le resserrement des conditions financières mondiale. L'Asie émergente reste la région à plus forte croissance. L'Europe centrale et orientale se montre également résistante face au ralentissement de la zone euro.
- L'économie turque reste fragile, mais l'amélioration des relations bilatérales entre la Turquie et les États-Unis a permis d'apaiser les tensions sur les marchés. Le FMI a décidé d'augmenter son aide financière à l'Argentine pour relâcher la pression sur le peso. Au Brésil, l'élection de J. Bolsonaro suscite la crainte d'une politique nationaliste, mais les nominations de l'équipe économique ont été bien accueillie par les marchés financiers.

BANQUES CENTRALES

- La Réserve fédérale est déterminée à réduire son bilan et devrait continuer à relever ses taux d'intérêt en 2019. Cependant, la hausse récente de la volatilité des marchés financiers et la réévaluation mondiale des primes de risque pourraient conduire la Fed à marquer une pause dans son resserrement monétaire.
- La BCE a confirmé qu'elle mettrait un terme à ses achats d'actifs nets à partir de janvier 2019. Elle ne devrait pas augmenter ses taux d'intérêt avant la fin de l'été 2019.
- La Banque du Japon entend maintenir sa politique monétaire et son objectif de taux d'intérêt de 0 % et n'annoncera une stratégie de sortie que lorsque l'objectif d'inflation de base de 2 % aura été atteint, ce qui n'est pas prévu dans notre horizon de prévisions.

MARCHÉS FINANCIERS

- Les conditions des marchés mondiaux se resserrent depuis l'augmentation générale de l'aversion pour le risque. Le spread des titres de créance à haut rendement se creuse, et la volatilité des marchés actions s'intensifie, en particulier aux États-Unis.
- Dans le sillage d'un marché baissier, les rendements des obligations d'État sont orientés à la baisse. Les rendements des Bunds à 10 ans, solution d'emprunt sans risque dans la zone euro, sont passés sous la barre de 0,3 % en décembre. Les rendements des US Treasuries ont aussi diminué à partir des faibles prévisions d'inflation.
- Contrairement aux précédentes périodes de turbulence, les craintes du marché semblent aujourd'hui moins focalisées sur les marchés émergents. Les spreads des marchés émergents restent stables et les grands marchés émergents, comme le Mexique, la Turquie, l'Afrique du Sud et l'Inde, continuent d'enregistrer des entrées de capitaux.

La fin du cycle n'est pas pour maintenant

- **La tâche des banques centrales apparaît de plus en plus ardue.**
- **Des signes de ralentissement apparaissent mais il y a encore du souffle pour 2019.**
- **Des risques de surprises sur le plan de l'inflation ne sont pas à négliger.**

Keynes vs Minsky

Depuis que les grandes banques centrales ont annoncé leur volonté de normalisation de leurs politiques monétaires (2015 pour la Fed, 2018 pour la BCE), les questions sur le tempo et les risques liés à la sortie des politiques non conventionnelles se sont multipliées. D'abord sur le plan macro-économique : où en est-on du cycle de croissance mondiale ? Quel est le niveau de PIB et de croissance potentielle ? Quel est donc le bon niveau des taux d'intérêt ? En parallèle, et au-delà des questions des cycles économiques a émergé à nouveau, notamment depuis la Grande Crise, la question des cycles financiers. Cette question, peu explorée dans la théorie économique, est devenue un motif de surveillance macro-prudentielle au niveau des banques centrales. Les thèmes associés tournent autour du rythme de croissance du crédit, du prix des actifs financiers, de l'immobilier, du niveau d'endettement des agents économique et finalement de de la vulnérabilité du système financier. Là encore, la question du bon niveau des taux d'intérêt semble cruciale. C'est dire la charge qui pèse sur les épaules des banques centrales actuellement. Mais sont-elles bien outillées pour piloter ces cycles ? Y a-t-il de risques d'erreur ?

Les dernies outils d'aide à la décision en termes de politique économique ont en partie été développés afin de faire face aux effets de la crise de 1929. Ils s'inspirent des travaux de Keynes selon lesquels l'économie n'aurait pas de mécanisme autorégulateur et l'intervention publique est donc indispensable. Ils se basent sur deux principaux postulats : i) l'existence de cycles économiques ; ii) les phases d'expansion et de contraction doivent être pilotés par les pouvoirs publics (politique budgétaire et/ou monétaire) du fait de l'existence d'équilibres suboptimaux (chômage involontaire).

Pendant plusieurs décennies, les banques centrales étaient plus ou moins bien armées pour appliquer leurs politiques. Elles avaient les outils pour tenter de situer la position de l'économie dans le cycle via l'observation des pressions sur les prix des biens et services et pouvoir réagir en fonction. Mais leur jauge principale qu'est la relation entre le marché de l'emploi et l'inflation semble moins bien fonctionner depuis début des années 2000. Par exemple, malgré une amélioration régulière du marché de l'emploi aux Etats Unis depuis 2009, les pressions salariales et, par extension, l'inflation ont été longtemps contenues.

En revanche, les prix des actifs financiers n'ont cessé d'augmenter sur la même période. Or, c'est justement le reproche qui a été fait à la politique monétaire menée par Alan Greenspan avant la crise des *subprimes* en 2007 : trop regarder les prix des biens et services et pas assez les prix d'actifs. Après la crise, cela a conduit les grandes banques centrales à mener les politiques non-conventionnelles (Quantitative easing) afin d'éviter une déflation excessive des prix des actifs financiers, notamment post crise Lehman. Victimes de leur succès, elles sont aujourd'hui amenées à procéder à une sortie très graduelle de leurs politiques non-conventionnelles et de soigner à l'extrême leur communication (forward guidance) afin d'éviter des chocs financiers non souhaités.

L'un des effets des politiques monétaires expansionnistes des dernières années a été d'encourager l'endettement. Beaucoup d'observateurs alertent sur les risques liés à un endettement excessif qui pourrait conduire, à un certain moment, à une augmentation du coût de la dette plus rapide que celle de la rentabilité des investissements. Cette crainte, associée à la possibilité d'un resserrement mal calibré des politiques monétaires, peut conduire à un durcissement trop violent des conditions financières provoquant un désendettement rapide et une contraction de l'investissement. Cette explication des cycles à travers la dette développée par Hyman Minsky dans les années 80 a été remise au goût du jour après la crise.

Ainsi, entre la difficulté à interpréter les pressions inflationnistes et le niveau global de fragilité financière, les banques centrales vont devoir continuer à évoluer sur un chemin de crête.

Des signes de ralentissement mais pas encore de récession

Depuis quelques mois, l'activité mondiale semble commencer à se tasser. Le commerce mondial a ralenti, les indicateurs en zone euro déclinent nettement, la Chine montre également des signes de faiblesse qui ont

inquiété les autorités. Du côté des Etats-Unis, les signaux se contredisent selon que l'on regarde « l'économie réelle » où les indicateurs restent toujours bien orientés, ou les paramètres de marché qui pointent vers plus de pessimisme. En effet, après une forte hausse jusqu'à septembre, le marché actions américain s'est replié à son plus faible niveau depuis plus d'un an. A tel point que la Fed a dû ajuster ses prévisions de hausse de taux pour 2019 même si elle continue de garder un biais restrictif. De manière plus globale, la volatilité sur les marchés a franchi un palier et entraîné une fuite vers la qualité avec une baisse généralisée des taux d'intérêt souverains à long terme. Les inquiétudes augmentent quant à la possibilité d'une fin de cycle de croissance arrivant plus tôt que prévu.

Hausse de l'aversion pour le risque

Source: Thomson Reuters Datastream

Or, les fondamentaux macro-économiques au niveau mondial ne permettent pas de conclure que nous serions à la veille d'une récession. Le cycle de croissance américain devrait encore bénéficier de l'expansion budgétaire dont les effets positifs ne devraient commencer à s'éroder qu'à partir de 2020. En Chine, le momentum de croissance a perdu de sa force mais les autorités semblent vouloir continuer de gérer un ralentissement modéré et éviter un atterrissage brutal de l'économie. En zone euro, même si les indicateurs d'activité se sont détériorés, il n'y a pas de facteur de dégradation plus profonde de la conjoncture. En effet, les grands déséquilibres macro-économiques de la région qui ont conduit aux chocs de croissance du passé (déficits budgétaires, déficits commerciaux, boom du crédit…) se sont considérablement réduits. De ce point de vue, la zone euro se trouve dans une situation bien plus solide que lors des crises de « Lehman » et des dette souveraines. La croissance pourrait ainsi ralentir sous l'effet de la confiance mais sans aller jusqu'à une récession. Dans les pays émergents, la dynamique reste encore soutenue avec quelques signes de ralentissement modéré en Europe Centrale et Orientale.

Par ailleurs, un certain nombre de facteurs pourraient redonner du souffle à la conjoncture. Sur le plan financier, les tensions actuelles se sont plutôt soldées par une baisse des taux d'intérêt à long terme sans écartement majeur des spreads de crédit. De plus, malgré la hausse de l'aversion pour le risque, il n'y a pas eu d'appréciation particulière du dollar contre les autres monnaies, ce qui modère l'impact des tensions financières actuelles au niveau global. Finalement, la forte baisse des prix du pétrole au quatrième trimestre est de nature à soutenir desserrer la contrainte qui commençait à poindre sur le pouvoir d'achat pour les mois à venir.

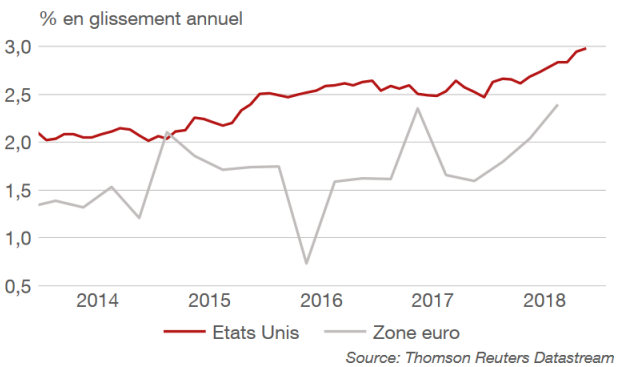
Prix du brent

Source: Thomson Reuters Datastream

A cet horizon, les risques pourraient plutôt venir d'un durcissement supplémentaire des conditions financières, par exemple liées aux craintes toujours en cours autour de la guerre commerciale, la situation en zone euro ou les risques de *hard Brexit*.

D'un autre côté, il ne faut pas non plus oublier les risques liés à des possibles surprises du côté de l'inflation. En effet, les salaires accélèrent aux Etats Unis et en zone euro et ce dans un contexte de plein emploi dans un certain nombre de pays. Toute surprise sur la dynamique des prix pourrait rapidement se répercuter sur les taux d'intérêt et précipiter un ralentissement plus abrupt de la croissance mondiale.

Salaires horaires



Source: Thomson Reuters Datastream

Prévisions Économiques

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)	Poids dans le PIB mondial In 2017 Parités de pouvoir d'achat[1]	Poids dans le PIB mondial In 2017 Taux de change courant	PIB - 2017 (Mds USD) Taux de change courant
PIB en volume (taux de croissance, en %)								
Pays industrialisés	**1,7**	**2,2**	**2,2**	**1,8**	**1,3**	**37,3**	**56,1**	**44 831**
États-Unis	1,6	2,2	2,9	2,4	1,5	15,3	24,3	19 485
Japon	1,0	1,7	0,9	1,0	0,5	4,3	6,1	4 875
Zone euro	1,9	2,5	1,9	1,4	1,1	11,5	15,7	12 637
Allemagne	2,2	2,5	1,5	1,3	0,9	3,3	4,6	3 693
France	1,1	2,3	1,6	1,5	1,2	2,2	3,2	2 591
Italie	1,3	1,6	0,9	0,6	0,6	1,8	2,4	1 942
Espagne	3,2	3,0	2,5	2,1	1,6	1,4	1,6	1 315
Royaume-Uni	1,8	1,7	1,4	1,2	1,1	2,3	3,3	2 631
Pays émergents	**4,2**	**4,6**	**4,7**	**4,5**	**4,6**	**62,7**	**43,9**	**34 332**
Asie	6,0	6,2	6,1	5,8	5,6	35,8	25,4	20 530
Chine	6,7	6,9	6,6	6,2	5,8	18,3	15,1	12 265
Inde	7,1	6,7	7,2	7,1	7,0	7,5	3,3	2 508
Afrique Subsaharienne	0,9	2,4	3,0	3,7	4,3	3,9	2,3	1 283
Amérique Latine	-0,6	1,5	1,6	2,1	2,9	7,7	6,9	4 089
Brésil	-3,5	1,0	1,2	2,0	2,5	2,6	2,6	2 055
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	2,6	5,2	3,8	2,4	3,0	4,9	3,2	5 324
Russie	-0,2	1,5	1,5	1,2	1,5	3,2	1,9	1 578
Afrique du Nord et Moyen-Orient	5,3	1,9	2,9	3,3	3,7	7,3	4,2	3 107
Monde - Pondération en PPA[1]	**3,2**	**3,7**	**3,7**	**3,5**	**3,4**	**100**	**100**	
Monde - en taux de change courant	**2,7**	**3,3**	**3,3**	**3,0**	**3,3**			**79 164**
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	**52,5**	**54,0**	**71,0**	**65,0**	**70,0**			
Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)								
États-Unis	1,3	2,1	2,4	2,4	2,0			
Japon	-0,1	0,5	1,1	1,7	2,1			
Zone euro	0,2	1,5	1,7	1,2	1,7			
Allemagne (IPCH)	0,5	1,7	1,8	1,5	1,9			
France (IPC)	0,2	1,0	1,9	1,3	1,8			
Italie (IPCH)	-0,1	1,3	1,2	0,7	1,3			
Espagne (IPCH)	-0,2	2,0	1,7	1,0	1,5			
Royaume-Uni	0,0	0,7	2,6	2,6	2,4			

[1] 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.

	20/12/2018	déc 2018	juin 2019	déc 2019	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
Taux d'intérêt					Moyenne annuelle			
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	2.25-2.5	2,25-2,5	2.75-3	2,75-3	0,95	1,80	2,70	2,75
Emprunts d'État à 10 ans	2,79	2,85	3,50	3,65	2,35	2,90	3,50	3,50
Japon								
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,03	0,04	0,25	0,40	0,05	0,07	0,25	0,35
Royaume-Uni								
Bank rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,30	0,60	0,75	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	1,27	1,25	1,50	1,50	1,20	1,45	1,50	1,50
Zone euro								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,25	0,00	0,00	0,10	0,50
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,23	0,25	0,80	0,95	0,36	0,45	0,75	1,20
France	0,67	0,70	1,10	1,30	0,80	0,75	1,10	1,60
Italie	2,75	2,95	3,45	3,55	2,05	2,60	3,45	3,30
Espagne	1,38	1,45	1,85	1,95	1,55	1,45	1,80	2,10
Cours de change								
EUR / USD	1,15	1,14	1,17	1,20	1,13	1,18	1,18	1,22
EUR / GBP	0,90	0,90	0,93	0,94	0,88	0,88	0,93	0,95
EUR / JPY	128	128	129	132	127	130	129	135
GBP / USD	1,27	1,27	1,27	1,27	1,29	1,34	1,27	1,30
USD / JPY	111	112	110	110	112	110	110	110

Zone Euro

- **Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance pour 2019-2020**
- **La BCE devrait relever ses taux fin 2019, mais la normalisation pourrait être repoussée**
- **Risques clés : un Brexit désordonné et l'intensification de crises politiques dans le continent**

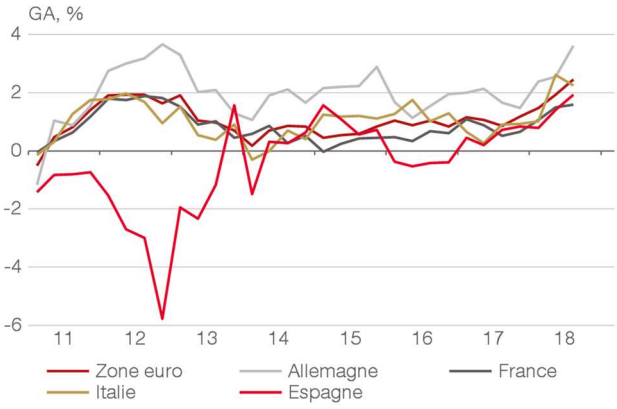
Après une année 2017 très dynamique, la croissance a ralenti en 2018. Au T3-18, le PIB a augmenté de seulement 0,2 % en séquentiel (1,7 % en GA). La mauvaise performance des exportations est la principale cause de ce ralentissement, qui a en outre été amplifié par les difficultés du secteur automobile en Allemagne et la contraction de l'activité en Italie sur fonds d'incertitudes politiques. Les indicateurs avancés ne laissent entrevoir qu'un rebond modeste de la croissance au T4-18. Nous révisons en conséquence notre prévision annuelle en 2018-2019 à respectivement 1,9 % et 1,4 % (contre 2,1 % et 1,7 % auparavant). En 2020, le ralentissement sera plus substantiel (1,1 %) avec le retournement cyclique attendu aux États-Unis.

Sur fonds d'incertitudes persistantes sur le plan international, nous n'anticipons pas de rebond notable du commerce mondial en 2019-2020. Les exportations devraient néanmoins continuer de croître à un rythme proche de 3%. La demande intérieure restera donc le principal moteur de la croissance, mais décélérera sur l'horizon de prévision. En effet, la consommation des ménages sera résiliente, tirée par les créations d'emplois et les hausses de salaires. Mais la croissance de l'investissement se modérera en 2019-2020. L'incertitude grandissante entourant la longévité du cycle en zone euro risque d'inciter entreprises et ménages à repousser certaines de leurs dépenses.

Alors que les conditions se resserrent sur le marché du travail, les hausses de salaires continuent de tirer les coûts salariaux unitaires. L'inflation sous-jacente devrait par conséquent accélérer sur notre horizon de prévision.

Dans ce contexte, et malgré la dégradation de l'environnement macro-économique, la BCE a confirmé en décembre la fin de ses achats nets d'actifs. Cela dit, si les perspectives se dégradaient de nouveau au S1-19, la hausse de taux serait très certainement repoussée et la BCE remplacerait des TLTRO II par de nouvelles opérations de refinancement à long terme.

Coûts salariaux unitaires



Source: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, SG

Les risques entourant notre scénario sont nombreux, au premier titre desquels un Brexit désordonné et/ou une intensification de préoccupations sur la soutenabilité de la dette italienne qui, en cas d'avènement, dégraderaient sensiblement les perspectives de croissance en zone euro. Sur un plan davantage structurel, la contestation sociale en France menace l'agenda réformateur du gouvernement et, par extension, fragilise la position de la France dans les négociations avec l'Allemagne sur l'approfondissement de la zone euro.

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**1,9**	**2,5**	**1,9**	**1,4**	**1,1**
Consommation des ménages	1,9	1,7	1,3	1,3	1,1
Consommation publique	1,8	1,2	1,0	1,3	1,2
Investissement	4,0	2,9	3,1	2,1	1,6
Exportations	3,0	5,4	2,7	3,1	2,7
Importations	4,2	4,0	2,6	3,7	3,1
Taux d'inflation, %	**0,2**	**1,5**	**1,7**	**1,2**	**1,7**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**1,8**	**1,3**	**2,0**	**1,9**	**0,9**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**12,4**	**11,9**	**12,5**	**12,9**	**12,7**
Taux de chômage, %	**10,0**	**9,1**	**8,4**	**8,0**	**7,9**
Solde budgétaire, % du PIB	**-1,6**	**-1,0**	**-1,0**	**-1,1**	**-0,9**
Solde courant, % du PIB	**3,2**	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**2,9**

Allemagne

- **La croissance a nettement ralenti en 2018 et sera plus faible en 2019-2020**
- **L'inflation restera proche de 2 % sur notre horizon de prévision**
- **Montée du protectionnisme et incertitude politique en Europe sont les principaux risques**

La croissance s'est contractée de 0,2 % en séquentiel au T3-18 (1,2 % en GA, contre 1,9 % au T2-18), essentiellement sous l'effet de facteurs ponctuels. Notamment, l'adaptation plus difficile que prévu du secteur automobile aux nouvelles normes européennes en matière d'émissions a contribué à une chute marquée des exportations. Cette mauvaise performance nous contraint à revoir assez significativement à la baisse notre prévision annuelle de croissance en 2018, de 2,0 % initialement à 1,5 % (malgré le rebond de l'activité attendu au T4-18). En 2019, le taux de croissance restera stable à 1,3 % avant de marquer le pas à 0,9 % en 2020, sous l'effet du ralentissement attendu du commerce mondial et des marges de profit compressées.

Production automobile

Source: Thomson Reuters Datastream, Destatis, SG

Depuis début 2018, les exportations pâtissent d'un environnement extérieur moins porteur. Leur croissance restera solide en 2018/19, mais en nette baisse par rapport à 2017. Elles décéléreront assez fortement en 2020 sous l'effet du retournement conjoncturel attendu aux États-Unis. Par ailleurs, la persistance d'incertitudes sur le plan international pèsera sur l'investissement des entreprises. Bien qu'il ait bien résisté en début d'année, l'investissement privé devrait voir sa croissance se modérer.

La consommation des ménages sera résiliente en 2018/20, mais moins vigoureuse qu'en 2016-2017. Le rebond des prix du pétrole en 2017-2018 a entamé la hausse du pouvoir d'achat, mais le marché du travail restera dynamique, surtout en 2019. Le taux de chômage atteindra un plancher en 2019 (4,8 %) avant de repartir légèrement à la hausse à partir de 2020. Les hausses de salaires se poursuivront sur notre horizon de prévision, mais seront moins fortes à partir de 2020. Dans ce contexte, l'inflation restera proche de 2 % sur notre horizon de prévision.

La politique budgétaire sera légèrement expansionniste en 2018-2019, avec notamment une hausse des investissements publics et de certaines prestations familiales. Le gouvernement maintiendra néanmoins un excédent budgétaire.

Les principaux risques pesant sur notre scénario sont une poursuite des tensions protectionnistes, une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE et les incertitudes politiques en zone euro. À plus long terme, la croissance très modérée de la population active et la faiblesse des gains de productivité pèseront sur le potentiel de l'économie.

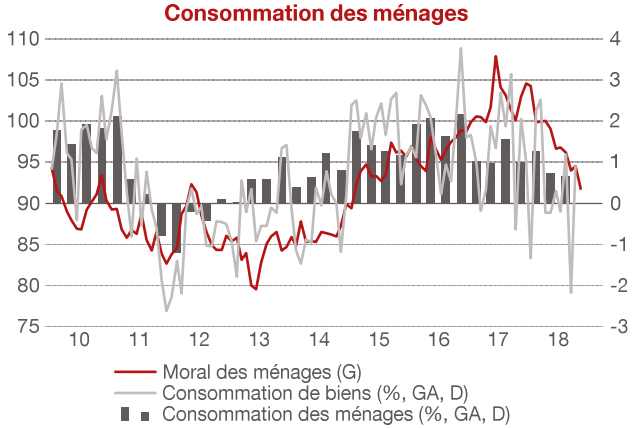
	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**2.2**	**2.5**	**1.5**	**1.3**	**0.9**
Consommation des ménages	1.9	2.0	1.1	1.1	0.7
Consommation publique	4.0	1.6	0.9	1.9	1.8
Investissement	3.4	3.6	3.1	2.2	1.7
Exportations	2.1	5.3	2.1	2.6	2.1
Importations	4.0	5.3	3.5	4.3	2.8
Taux d'inflation, %	**0.5**	**1.7**	**1.8**	**1.5**	**1.9**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**2.2**	**1.9**	**1.6**	**1.5**	**1.1**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**9.8**	**9.9**	**10.3**	**10.7**	**11.1**
Taux de chômage, %	**6.1**	**5.7**	**5.2**	**4.9**	**5.0**
Solde budgétaire, % du PIB	**0.8**	**1.0**	**1.0**	**1.0**	**0.8**
Solde courant, % du PIB	**8.5**	**8.0**	**7.4**	**6.4**	**6.2**

France

- **La croissance restera stable à 1,5 % en 2019, avant de ralentir en 2020**
- **La relance budgétaire compensera l'effet négatif de la contestation sociale sur la croissance**
- **L'incertitude entourant le progrès des réformes a fortement augmenté**

Après avoir fortement ralenti au S1-18 à cause de facteurs ponctuels, la croissance a rebondi au T3-18 (0,4 % en T/T et 1,5 % en GA). Mais la contestation des « gilets jaunes » aura pesé sur l'activité au T4-18, qui ralentira certainement à 0,2-0,3 % en T/T. Nous laissons inchangée notre prévision de croissance en 2018, mais révision à la baisse celle de 2019, de 1,7 % à 1,5 %. En 2020, la croissance décélérera à 1,2 % sur fonds de ralentissement de l'investissement.

Consommation des ménages



Source: Thomson Reuters Datastream

La consommation des ménages rebondira vivement en 2019, en partie tirée par les mesures socio-fiscales annoncées en décembre par le gouvernement. La défiance sociale devrait perdurer en 2019, limitant le potentiel de baisse du taux d'épargne des ménages qui aura fortement augmenté au T4-18 et donc l'effet global du stimulus. En effet, la hausse significative du revenu attendue au T4-18 (notamment du fait du dégrèvement de la taxe d'habitation et de la deuxième baisse des cotisations salariés) aura certainement été épargnée en raison de l'effet négatif de la contestation sur la consommation et de la forte baisse du moral des ménages observée en fin d'année.

L'investissement ralentira en 2019-2020. L'incertitude grandissante en zone euro (sur la pérennité du cycle en particulier) et le ralentissement à venir aux États-Unis inciteront les entreprises à reporter leurs dépenses. Les perspectives en matière d'investissement résidentiel restent également modestes. Les exportations resteront assez dynamiques, tirées notamment par l'aéronautique et le luxe.

A partir de 2019, le taux de chômage se stabilisera autour de 8,5 %. Alors que l'activité ralentit et les salaires accélèrent, la hausse des coûts salariaux unitaires se transmettra graduellement à l'inflation sous-jacente, qui atteindrait 1,8 % en 2020.

Les mesures annoncées en décembre par l'exécutif seront très certainement financées par une hausse de la fiscalité et une approche plus prudente des dépenses. Mais notre scénario anticipant une déviation de la trajectoire du PIB par rapport à celle prévue au budget 2019 (1,5 % contre 1,7% estimé par le gouvernement), nous anticipons un déficit légèrement supérieur à 3 % du PIB.

Les risques entourant notre scénario se sont multipliés. Brexit désordonné, volatilité des prix du pétrole, hausse continue de l'endettement et pénuries de main d'œuvre restent les plus importants. A cela s'ajoute un mécontentement social croissant qui pourrait retarder l'agenda des réformes. Enfin, l'introduction du prélèvement à la source en janvier 2019 pourrait affecter le profil trimestriel de la consommation des ménages.

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**1.1**	**2.3**	**1.6**	**1.5**	**1.2**
Consommation des ménages	2.0	1.1	0.8	1.8	1.3
Consommation publique	1.4	1.4	1.1	1.2	1.1
Investissement	2.7	4.7	2.9	2.2	1.5
Exportations	1.5	4.7	2.6	2.9	2.8
Importations	3.1	4.1	0.8	3.0	3.0
Taux d'inflation, %	**0.2**	**1.0**	**1.9**	**1.5**	**1.7**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**1.8**	**1.4**	**1.3**	**2.5**	**1.3**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**14.0**	**14.2**	**14.6**	**15.2**	**15.2**
Taux de chômage (France métropolitaine), %	**9.8**	**9.1**	**8.8**	**8.5**	**8.5**
Solde budgétaire, % du PIB	**-3.5**	**-2.7**	**-2.6**	**-3.1**	**-2.0**
Solde courant, % du PIB	**-0.8**	**-0.6**	**-0.8**	**-0.6**	**-0.7**

Italie

- **La croissance a ralenti en 2018 et resterait atone en 2019 et 2020**
- **La relance budgétaire aurait peu d'impact sur la croissance du fait de la hausse des spreads**
- **Le risque principal est celui d'une hausse importante du coût de financement des banques**

L'économie italienne montre des signes de ralentissement plus marqués que le reste de la zone euro, avec une baisse de la demande intérieure depuis l'été. Après une contraction au T3, nous anticipons une nouvelle baisse du PIB au T4, comme l'indiquent les derniers indicateurs PMI. Ainsi la croissance en 2018 ne serait que de 0,9%, contre 1,6% en 2017. Elle continuerait à ralentir en 2019 et 2020 à 0,6%.

Indice PMI composite

Source: Thomson Reuters Datastream

Le plan de relance prévu par le gouvernement soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages grâce à l'introduction du revenu universel et la revalorisation des retraites. Les ménages profiteraient de la hausse de leur revenu disponible pour redresser leur taux d'épargne dans un climat d'incertitude. L'effet global sur la consommation privée risque d'être modeste malgré la hausse attendue des revenus réels des ménages.

L'investissement des entreprises pâtirait de la baisse des carnets de commande et de taux d'intérêt plus élevés. Le soutien de l'État par le biais des investissements publics prévus dans le budget serait marginal et n'aurait qu'un faible impact sur la croissance. Enfin, les exportations se redresseraient en 2019 et 2020 ce qui permettrait de maintenir un solde courant excédentaire.

L'Italie a trouvé un accord avec la Commission européenne sur le projet de budget pour 2019, qui prévoit un déficit public à 2% du PIB en 2019 au lieu de 2,4% dans le projet initial. Si la relance budgétaire est de moindre ampleur, elle creuserait néanmoins le solde budgétaire à 2,9% du PIB selon nos prévisions. Ce chiffre est supérieur à celui projeté par le gouvernement italien, basé sur une hypothèse de croissance supérieure (1% en 2019) et sur des revenus fiscaux plus élevés. Nous anticipons que certaines mesures n'auraient pas les effets escomptés sur les revenus (nouvelles taxes sur les transactions financières et sur les activités numériques, lutte contre l'évasion fiscale) et que d'autres seraient reportées.

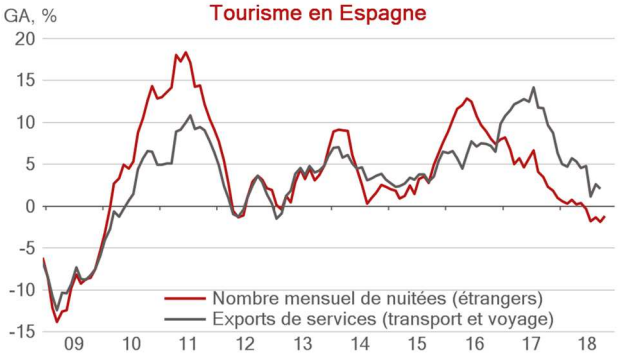
Si les taux se sont détendus depuis l'annonce d'un accord, ils restent supérieurs de 100pb à leur niveau de l'an dernier et pourraient éroder la relance. Nous estimons que l'effet multiplicateur sur la croissance (0,5 point de PIB pour le gouvernement) serait largement entamé par l'impact des tensions financières sur l'économie, en particulier sur l'investissement. Si la perspective d'une procédure de déficit excessif déclenchée par la Commission européenne a été écartée, les marchés s'inquiètent toujours de la trajectoire de la dette publique à 130% du PIB et orientée à la hausse. Un risque important est qu'un niveau élevé de taux d'intérêt augmente le coût de financement des banques et ralentisse l'offre de crédit.

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**1,3**	**1,6**	**0,9**	**0,6**	**0,6**
Consommation des ménages	1,3	1,5	0,6	0,5	0,9
Consommation publique	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,1
Investissement	3,7	4,4	3,8	0,9	0,6
Exportations	2,3	6,3	0,9	2,8	2,3
Importations	3,9	5,6	1,9	3,1	2,8
Taux d'inflation, %	**-0,1**	**1,3**	**1,2**	**0,7**	**1,3**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**1,1**	**0,6**	**0,5**	**0,8**	**0,3**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**10,4**	**9,7**	**9,8**	**10,1**	**9,7**
Taux de chômage, %	**11,7**	**11,3**	**10,5**	**10,3**	**10,3**
Solde budgétaire, % du PIB	**-2,5**	**-2,4**	**-2,3**	**-2,9**	**-3,1**
Solde courant, % du PIB	**2,5**	**2,8**	**2,5**	**2,3**	**2,2**

Espagne

- **Après cinq ans de fort dynamisme, la croissance ralentirait à 2,1 et 1,5% en 2019 et 2020**
- **Le déficit budgétaire ne se réduirait que marginalement à 2,4% du PIB**
- **Le gouvernement du PSOE est minoritaire et 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 2018, la croissance s'établirait à 2,1% en 2019 et 1,5% en 2020, à un rythme toujours supérieur à celui de la moyenne de la zone euro.



Source: Thomson Reuters Datastream

La consommation des ménages pâtirait d'un tassement du rythme des créations d'emploi et de la fin du rattrapage post-crise des achats de biens durables. Les salaires par tête devraient cependant accélérer en 2019 dans le sillage du salaire minimum, qui sera revalorisé de 22%. L'inflation devrait cependant diminuer dans le sillage de la baisse des prix du pétrole. Le taux d'épargne des ménages se redresserait après la forte baisse de ces dernières années, freinant la progression de la consommation. La croissance espagnole ralentit également sous l'effet d'un moindre dynamisme des exportations. Les flux touristiques internationaux sont également en déclin, du fait d'un report des voyageurs vers les pays du Maghreb et la Turquie.

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 2021 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'intérêts lié à la normalisation progressive de la politique monétaire de la BCE pourrait éroder le taux de marge des entreprises.

Le budget envoyé à Bruxelles présente une politique budgétaire légèrement restrictive. Il repose essentiellement sur une hausse de la fiscalité : hausse de l'impôt sur les sociétés pour les grandes entreprises et taxation des profits réalisés sur les filiales implantées à l'étranger, hausse de l'impôt sur le revenu des ménages aisés, hausse des taxes sur le diesel et introduction de deux nouvelles taxes sur les transactions financières et les activités numériques. Côté dépenses, le budget prévoit l'indexation des retraites sur l'inflation et des mesures sociales. Toutefois, le budget n'a pas encore été traité par le Parlement. Nous prévoyons un déficit proche de 2,4% du PIB après 2,8% en 2018 si la loi de finances est rejetée. Le projet budgétaire du gouvernement prévoit un déficit plus réduit : 1,8% en 2019.

Si la situation politique en Catalogne s'est normalisée, la région continue d'exiger un referendum d'indépendance, refusé par Madrid. Or le gouvernement Sanchez doit s'appuyer sur les députés catalans et basques pour avoir une majorité au parlement. Dans ce contexte, la probabilité de tenue d'élections anticipées avant le printemps 2020 reste élevée.

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**3,2**	**3,0**	**2,5**	**2,1**	**1,6**
Consommation des ménages	2,9	2,5	2,4	1,9	1,6
Consommation publique	1,0	1,9	2,2	1,8	1,4
Investissement	2,9	4,8	6,1	2,9	2,1
Exportations	5,2	5,2	1,7	2,8	2,4
Importations	2,9	5,6	3,7	2,9	2,7
Taux d'inflation, %	**-0,2**	**2,0**	**1,7**	**1,0**	**1,5**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**1,9**	**1,5**	**1,8**	**2,2**	**1,5**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**7,8**	**7,1**	**6,6**	**6,9**	**6,7**
Taux de chômage, %	**19,7**	**17,2**	**15,4**	**14,5**	**14,0**
Solde budgétaire, % du PIB	**-4,5**	**-3,1**	**-2,8**	**-2,4**	**-2,2**
Solde courant, % du PIB	**2,3**	**1,8**	**0,8**	**0,8**	**0,7**

Royaume-Uni

- **La croissance devrait ralentir en 2019-2020 en raison de la faiblesse de la demande intérieure**
- **Notre hypothèse de travail est que l'accord sur le Brexit passera, mais les risques sont élevés**
- **La politique monétaire restera accommodante jusqu'en 2020**

La croissance du PIB a repris au 3T18 après un premier semestre de faible expansion, sur fond de reprise de la consommation privée. Cependant, cette reprise n'est pas durable car un endettement des ménages élevé offre peu de possibilités d'accroître la consommation à moyen terme. La récente faiblesse de l'investissement des entreprises devrait encore s'aggraver du fait de l'incertitude liée au Brexit, tandis que le retrait du marché unique de l'Union européenne détériorerait l'environnement des entreprises à long terme. Malgré la réduction du déficit budgétaire, les dépenses publiques plus importantes peuvent quelque peu compenser les vents contraires du Brexit. Un ralentissement mondial attendu en 2020 pèsera sur la croissance du PIB, qui devrait rester en dessous du potentiel pendant une longue période.

Malgré le resserrement du marché du travail et une inflation aux alentours de 2%, la politique monétaire devrait rester accommodante tout au long du Brexit. Nous prévoyons que la BoE n'effectuera qu'une hausse de taux de 25 points de base d'ici fin 2020. Si un scénario de sortie sans accord devait se produire, la dépréciation de la livre sterling pourrait alimenter une poussée d'inflation, forçant ainsi la BoE à relever les taux simplement pour défendre la monnaie, malgré le ralentissement économique qui s'accompagnerait.

Notre scénario central suppose qu'un accord de retrait sera signé début 2020, incluant des dispositions pour une période de transition de 21 mois avec la possibilité d'une prolongation unique. Cependant, nous voyons également un risque accru de scénario sans accord avec le Brexit, compte tenu du contexte politique actuel.

Dans un scénario de sortie sans accord, le Royaume-Uni perdrait 4pp de son PIB et la zone euro 1pp la première année après le choc, en l'absence de toute action compensatoire. À cet égard, les préparatifs pour un Brexit dur sont rassurants.

Le vote du Parlement britannique sur l'accord sur le Brexit conclu avec l'UE27 est maintenant programmé pour la semaine du 14 janvier. Alors que nous nous approchons de cette date, l'incertitude demeure élevée et un Brexit sans accord ainsi qu'un nouveau referendum sont des résultats possibles. Même si notre hypothèse de travail repose sur l'acceptation de l'accord de May sur le Brexit, l'incertitude quant aux relations futures entre le Royaume-Uni et l'UE27 restera élevée. En effet, le texte actuel n'offre que peu de propositions concrètes. Tout en mentionnant une relation commerciale qui reste « aussi proche que possible du livre échange des biens », il faudra s'accorder sur les contrôles réglementaires et autres solutions techniques pour éviter la nécessité d'adopter la solution de backstop entre l'Irlande du Nord et la Grande-Bretagne.

Ainsi, une incertitude considérable va subsister et freinera l'économie britannique, même si l'on évite un coûteux Brexit sans accord. De plus, le risque d'élections générales anticipées avant mai 2022 reste élevé. À l'heure actuelle, les sondages montrent un faible écart entre les intentions de vote des conservateurs et celles des travaillistes. Pour l'économie réelle, cette forte incertitude politique a un coût élevé.

En %	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume	**1,8**	**1,7**	**1,4**	**1,2**	**1,1**
Consommation des ménages	3,1	1,8	1,5	0,2	1,0
Consommation publique	0,8	0,1	0,8	2,7	1,4
Investissement	2,3	3,3	0,0	-0,8	2,2
Exportations	1,0	5,7	1,4	2,1	1,3
Importations	3,3	3,2	0,2	-0,4	1,4
Taux d'inflation, %	**0,7**	**2,6**	**2,6**	**2,4**	**1,7**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**0,0**	**-0,2**	**1,5**	**1,3**	**0,8**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**6,8**	**5,5**	**5,3**	**5,6**	**5,4**
Taux de chômage, %	**4,9**	**4,4**	**4,1**	**4,3**	**4,9**
Solde budgétaire, % du PIB	**-3,0**	**-1,8**	**-1,1**	**-1,7**	**-2,2**
Solde courant, % du PIB	**-5,3**	**-3,8**	**-3,3**	**-2,5**	**-3,0**

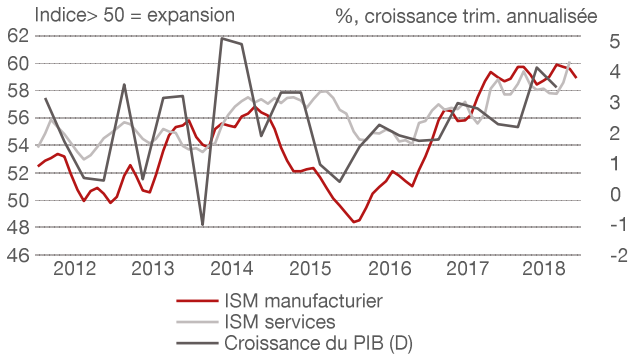
États-Unis

- **La croissance devrait ralentir en 2020 avec l'estompement de l'impulsion fiscale au S2-2019**
- **Le resserrement monétaire devrait se poursuivre en 2019**
- **Une hausse des tensions commerciales pourrait affaiblir les profits et les investissements**

L'économie a enregistré des chiffres solides au T3- 18, avec une croissance du PIB soutenue par les dépenses des consommateurs. La relance budgétaire (réductions d'impôts et hausse des dépenses publiques) continue de soutenir la croissance, mais ses effets devraient se dissiper à compter du S2 -19. La croissance moyenne du PIB pourrait atteindre 3 % en 2018, avant de chuter à 2,5 % en 2019 et à 1,5 % en 2020.

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, devrait faire décroître la rentabilité des entreprises. Les tensions commerciales actuelles engendrent également des difficultés d'approvisionnement, qui pèsent sur les dépenses en capital.

Enquêtes ISM et croissance du PIB



Source: Thomson Reuters Datastream

L'accélération de la croissance des salaires devrait alimenter l'inflation, mais la stabilisation des prix du pétrole pourrait contenir la tendance haussière. Les prévisions d'inflation issues des obligations d'État indexées sur l'inflation et des enquêtes auprès des ménages restent à 2 % en 2019.

La Fed s'est engagée à réduire son bilan et, après la hausse de 25 pb de décembre, envisage de procéder à deux hausses de taux d'intérêt de 25 pb en 2019 qui fixeront le taux directeur dans la fourchette de 2,75 à 3%, en ligne avec notre scénario central. Cependant, la hausse récente de la volatilité du marché financier et la réévaluation des primes de risque pourraient conduire la Fed à interrompre ou à réduire le rythme de son resserrement monétaire.

La hausse des tensions commerciales reste le risque majeur de ce scénario. Un rebond du coût de production et des incertitudes pourraient à nouveau affaiblir les perspectives de bénéfices des entreprises. Néanmoins, la division du Congrès – avec une Chambre basse démocrate et un Sénat républicain – pourrait limiter la portée des mesures protectionnistes prises par l'exécutif. En témoigne le nouvel Accord Canada–États-Unis–Mexique (USMCA), dont la mise en œuvre nécessite toutefois encore un vote du Congrès.

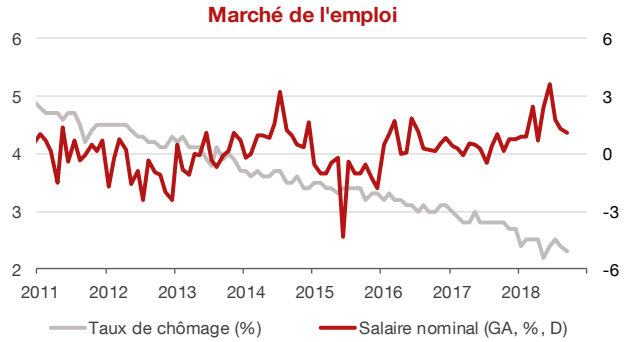
En %	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume	**1,6**	**2,2**	**2,9**	**2,4**	**1,5**
Consommation des ménages	2,7	2,5	2,7	2,3	1,3
Consommation publique	1,4	-0,1	1,9	3,2	2,0
Investissement	2,4	3,0	3,4	2,6	1,5
Exportations	-0,1	3,0	4,2	2,2	1,9
Importations	1,9	4,6	4,7	4,4	2,3
Taux d'inflation, %	**1,3**	**2,1**	**2,4**	**2,4**	**2,0**
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	**1,1**	**2,7**	**3,0**	**2,3**	**1,6**
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	**6,7**	**6,7**	**6,7**	**6,3**	**6,4**
Taux de chômage, %	**4,9**	**4,4**	**3,9**	**3,7**	**4,0**
Solde budgétaire, % du PIB	**-5,4**	**-4,9**	**-6,6**	**-7,3**	**-7,8**
Solde courant, % du PIB	**-2,3**	**-2,3**	**-2,3**	**-3,1**	**-3,6**

Japon

- **La croissance devrait progresser légèrement en 2019 et décélérer en 2020**
- **L'inflation devrait rester en deçà de l'objectif fixé par la BoJ**
- **Les principaux risques proviennent de la tension commerciale et du ralentissement en Chine**

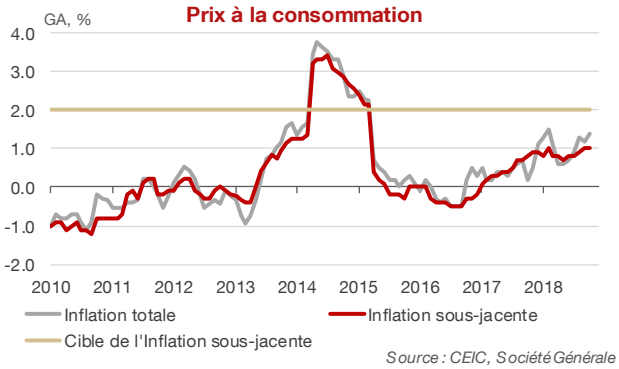
La demande intérieure reste robuste, l'activité devrait reprendre légèrement en 2019 par rapport à 2018 malgré la croissance négative au T3 (-0,3% par rapport au T2) en raison de catastrophes naturelles successives (précipitations historiques, tremblement de terre, typhon Jebi) qui ont affecté de grandes régions métropolitaines.

L'investissement devrait poursuivre sur sa lancée en 2019, en partie grâce aux projets prévus liés aux Jeux olympiques de 2020 (0,6% et 0,4% du PIB en 2018 et 2019). Les dépenses des ménages sont bien orientées alors que le taux de chômage est au plus bas depuis 24 ans et le taux d'emploi augmente grâce notamment à une plus forte participation des femmes.



Source : CEIC, Société Générale

Cependant, l'inflation reste à mi-chemin en-dessous de la cible. En effet, la croissance du salaire réel moyen a à peine été positive au premier semestre 2018 malgré le rebond de la masse salariale (à plus de 4% sur la même période). Plus de 50% de cette dernière est expliquée par la création d'emplois. Après plusieurs années de déflation, les anticipations d'inflation des ménages japonais peinent à se redresser. Une augmentation stable du revenu réel à long terme est donc nécessaire pour modifier ces anticipations et permettre d'atteindre un taux d'inflation de 2% (hors aliments frais). Ceci est difficilement réalisable dans un avenir proche.



Source : CEIC, Société Générale

Le policy mix va rester accommodant. La BoJ devrait poursuivre sa politique actuelle d'assouplissement en maintenant son objectif de taux 10 ans des obligations d'État japonais à 0 %. Dans un contexte d'inflation plus faible que prévu et d'incertitudes sur la croissance mondiale, la BoJ n'engagera pas de changement de politique avant de pouvoir mieux évaluer les effets de la prochaine hausse de la TVA. En d'autres termes, au-delà de 2019.

Sur le plan fiscal, les mesures destinées à aider le développement du capital humain sont conçues pour faire face au défi démographique du pays. L'objectif d'assainissement budgétaire (excédent primaire) a été repoussé de 2020 à 2025.

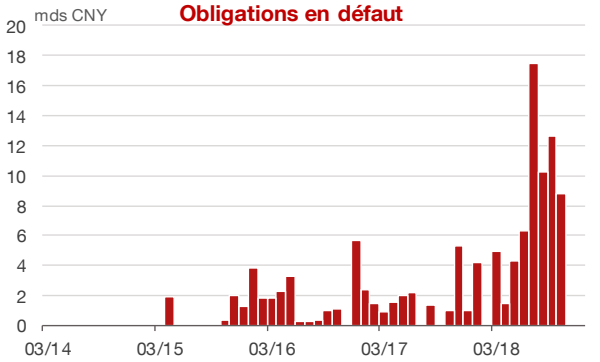
Le principal risque provient d'un choc éventuel du commerce international causé soit par des tensions commerciales, soit par un fort ralentissement en Chine.

En %	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**1,0**	**1,7**	**0,9**	**1,0**	**0,5**
Consommation des ménages	0,1	1,0	0,5	1,0	0,5
Investissement	1,1	3,8	2,6	1,7	-0,1
Exportations	1,7	6,8	3,0	3,0	2,8
Importations	-1,6	3,5	2,8	3,0	2,1
Taux d'inflation, %	**-0,1**	**0,5**	**1,1**	**1,7**	**2,1**
Pouvoir d'achat du revenu disponible net, % GA	**1,4**	**1,1**	**0,7**	**0,1**	**-0,7**
Taux d'épargne des ménages, % RDB	**2,2**	**2,2**	**2,5**	**1,8**	**0,6**
Taux de chômage, %	**3,1**	**2,8**	**2,4**	**2,4**	**2,5**
Solde budgétaire, % du PIB	**-4,2**	**-4,1**	**-3,8**	**-3,0**	**-2,8**
Solde courant, % du PIB	**3,8**	**4,0**	**3,3**	**3,0**	**2,9**

Chine

- **Le ralentissement continuera malgré des mesures d'assouplissement**
- **La politique budgétaire devrait jouer un rôle plus important pour soutenir l'activité**
- **Le désendettement et les tensions commerciales restent des facteurs de risque**

La croissance économique devrait ralentir à 6,2% en 2019 et 5,8% en 2020, contre 6,5% en 2018. Après des années de croissance rapide du crédit, le désendettement tire la croissance à la baisse. Les tensions commerciales avec les États Unis ajoutent également aux incertitudes et pèsent sur le sentiment économique. La politique monétaire accommodante, associée à de nombreuses mesures de soutien budgétaire (en vigueur et à venir) devrait cependant limiter le risque de ralentissement brutal.



Source : Bloomberg, Société Générale

Le désendettement rend plus difficile l'accès au crédit, notamment pour le secteur privé, qui emprunte habituellement auprès du *shadow banking*. Les autorités chinoises pourraient privilégier la stabilité à court terme en mettant en pause le processus de désendettement. Cependant, la politique monétaire a sans doute déjà atteint ses limites pour stimuler l'activité économique.

L'encours de dette étant élevé, il est difficile de continuer à encourager la croissance par le crédit. Les autorités ont récemment recommandé aux banques d'octroyer davantage de prêts au secteur privé. Or, les banques semblent toutefois réticentes à augmenter cette exposition.

La politique budgétaire jouera un rôle contre cyclique plus important. Le gouvernement central procède à des allégements fiscaux en réduisant taxes et redevances. Ces mesures visent surtout les PME et les ménages à faibles revenus. Contrairement au stimulus d'investissement financé par les gouvernements locaux dans le passé, ces mesures budgétaires auront moins d'impact sur la croissance. Des investissements dans les infrastructures seront soutenus, mais à petite échelle, car seul le financement formel, par exemple l'émission d'obligations spéciales, est encouragé. L'emprunt informel reste exclu dans un souci de transparence de la gestion de la dette publique locale. D'autres mesures d'assouplissement budgétaire seraient mises en œuvre si le risque d'atterrissage brutal venait à se maintenir.

Source : Société Générale

L'inflation sous-jacente devrait rester relativement modérée, autour de 2% malgré la hausse du prix de l'alimentation.

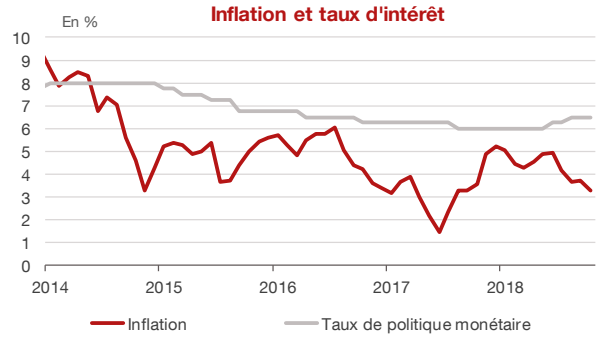
Dans ce cadre de rééquilibrage de la croissance, la forte dynamique de la consommation des ménages devrait affaiblir le solde du compte courant, voire l'amener en territoire négatif en 2020, ce qui pourrait peser sur la valeur externe du Renminbi.

En %	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**6,7**	**6,9**	**6,6**	**6,2**	**5,8**
Consommation des ménages	8,6	7,0	9,0	7,4	7,3
Consommation publiques	8,9	9,5	9,3	8,4	7,7
Investissement	6,7	5,1	4,7	5,0	4,3
Exportations	0,6	7,7	2,9	3,0	0,8
Importations	4,4	5,2	5,1	4,0	1,6
Taux d'inflation, %	**2,0**	**1,6**	**2,1**	**2,1**	**2,0**
Solde budgétaire, % du PIB	**-3,1**	**-3,0**	**-2,6**	**-2,6**	**-3,0**
Dette publique, % du PIB	**36,8**	**36,3**	**36,5**	**36,8**	**37,0**
Dette externe, % du PIB	**12,7**	**13,9**	**14,0**	**14,0**	**13,6**
Solde courant, % du PIB	**1,8**	**1,3**	**0,6**	**0,0**	**-0,4**

Inde

- **L'économie continuera de croître rapidement dans les années à venir**
- **L'inflation devrait s'orienter à la hausse malgré la faiblesse actuelle de l'inflation alimentaire**
- **Les risques sont liés à l'affaiblissement du solde commercial et du système financier**

La croissance du PIB devrait rester proche de 7%. La dynamique de la demande intérieure, tant en investissement qu'en consommation, continuera de soutenir l'activité.



Sources : CEIC, RBI, Société Générale

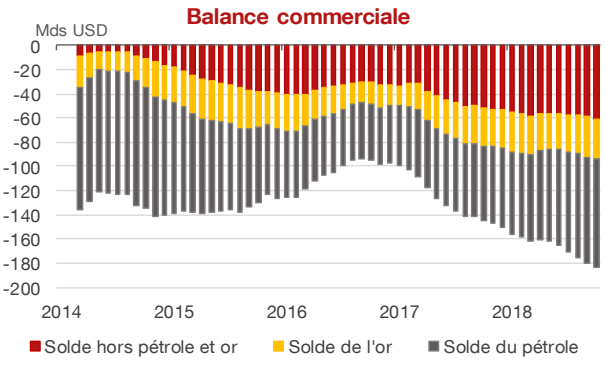
Différents facteurs indiquent un risque inflationniste plus élevé en 2019, même si l'inflation a surpris à la baisse (moins de 4% en GA sur les trois derniers mois) en raison d'une inflation alimentaire plus faible que prévu : 1/ l'inflation sous-jacente reste stable, 2/ la liquidité en circulation vient de sortir du choc de démonétisation (fin 2016), 3/ le gouvernement pourrait augmenter ses dépenses en vue des élections générales d'avril ou mai 2019, en particulier après la récente défaite du parti au pouvoir, le BJP, aux élections régionales dans trois États clés. En outre, l'économie indienne est fortement exposée à la volatilité de la production agricole ou des prix de l'énergie.

La démission surprise du gouverneur de la banque centrale, Urjit Patel, serait due aux pressions du gouvernement pour assouplir la politique monétaire. Cela ajoute une incertitude quant à l'autonomie de la banque centrale et aux perspectives d'inflation du pays.

Dans un tel contexte, il est important de noter l'émergence de deux facteurs de risque :

1. La balance commerciale hors pétrole et or se dégrade depuis 2017, aggravant les déséquilibres structurels du compte courant. L'économie indienne devient ainsi plus sensible aux fluctuations des flux de capitaux. L'Inde est l'un des pays les plus vulnérables d'Asie émergente face à l'évolution des conditions de financement international, des IDE et des coussins de sécurité extérieurs (par exemple, des réserves de change) permettraient d'atténuer l'impact des chocs externes.

2. La solidité du système financier a été affaiblie par des problèmes de gouvernance. Le ratio de prêts non performants des banques publiques (11,7%) devrait augmenter en raison de la révélation de fraudes. Les sociétés financières non bancaires sont confrontées à des problèmes de liquidités, comme le montre le défaut d'IL&FS, l'une des plus grandes institutions financières non-bancaire.



Source: CEIC, Société Générale

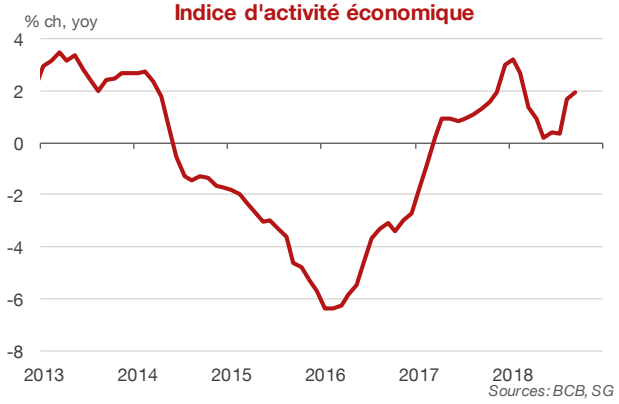
	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, croissance en %, année fiscale	**7,1**	**6,7**	**7,2**	**7,1**	**7,0**
Consommation des ménages	7,3	6,6	6,9	7,1	7,1
Investissement	10,1	7,6	9,6	7,8	8,7
Exportations	5,0	5,6	12,7	6,3	3,6
Importations	4,0	12,4	20,0	8,7	7,0
Taux d'inflation, %	**4,5**	**3,8**	**4,9**	**4,8**	**4,9**
Solde budgétaire, % du PIB	**-6,6**	**-6,4**	**-6,2**	**-5,9**	**-5,8**
Dette publique, % du PIB	**69,6**	**68,7**	**67,1**	**65,2**	**63,3**
Dette externe, % du PIB	**20,0**	**19,4**	**20,5**	**17,8**	**16,9**
Solde courant, % du PIB	**-0,7**	**-1,4**	**-1,5**	**-1,6**	**-1,8**

Brésil

- **L'activité devrait progressivement accélérer en 2019**
- **Les faibles pressions inflationnistes devraient conduire la BCB à maintenir son taux d'intérêt**
- **La réforme des retraites est une priorité pour le prochain gouvernement**

Le PIB devrait croître de 1,2 % en 2018, ce qui reste une reprise modeste par rapport à la récession de 2015-2016. La croissance devrait progressivement accélérer en 2019 reflétant une demande domestique plus solide. D'une part, les investissements sont déjà en train d'augmenter, les élections ayant diminué les incertitudes politiques (et l'arrivée de M. Bolsonaro à la présidence présageant des réformes pro-marché) avec des conditions financières domestiques qui restent accommodantes. D'autre part, la consommation devrait également accélérer, soutenue par l'amélioration progressive du marché du travail et par la stabilité de l'inflation. Les exportations, en particulier dans le secteur primaire, devraient également soutenir la croissance. En 2020, la reprise de l'activité devrait se poursuivre et permettre à l'économie d'atteindre sa croissance potentielle (estimé à 2,5 %).

Indice d'activité économique



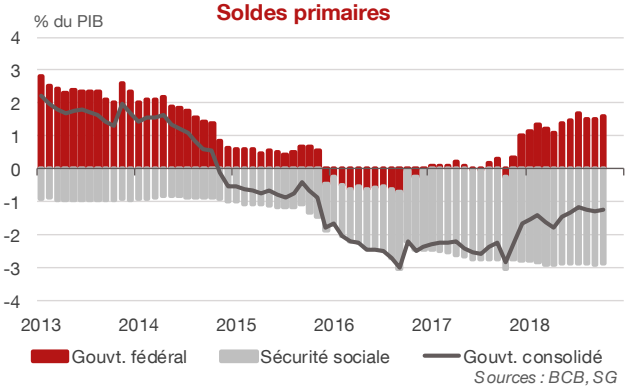
Sources: BCB, SG

Les perspectives d'inflation restent favorables. Les prix à la consommation ont augmenté de 4% en novembre, du fait de la hausse des prix de l'alimentation et de l'énergie. Cependant, les prix des services (3,3 % en novembre) restent sur une tendance baissière, ce qui révèle des pressions inflationnistes modérées. L'inflation devrait se stabiliser aux niveaux actuels en 2019-2020, ce qui devrait permettre à la BCB de maintenir son taux directeur à 6,5 % dans les trimestres à venir. Comme les autorités monétaires prévoient une réduction progressive de la cible d'inflation à 3,75 % d'ici 2021, le taux directeur pourrait être revu à la hausse pour assurer la crédibilité du nouvel objectif.

La nouvelle administration a annoncé une réforme des retraites pour réduire le déficit de la sécurité sociale. Le programme de privatisation des entreprises publiques non stratégiques reste également à l'ordre du jour. Ces annonces entraînent depuis septembre une hausse des prix des actifs brésiliens. Les investisseurs devraient rester cependant prudents, étant donné que le gouvernement a besoin des deux tiers des votes du Congrès pour faire adopter la réforme des retraites.

Le risque principal reste la dynamique fiscale. Même si le déficit budgétaire diminue, il reste très élevé, à 6,3 % du PIB. Un échec de la consolidation budgétaire pourrait entamer la confiance dans la soutenabilité de la dette et entraîner une hausse des rendements des obligations d'État et de la volatilité financière.

Soldes primaires



Sources : BCB, SG

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	**-3,5**	**1,0**	**1,2**	**2,0**	**2,5**
Consommation des ménages	-4,3	1,0	1,2	2,0	3,1
Consommation publique	-0,1	-0,6	-0,3	0,0	0,0
Investissement	-10,3	-1,8	3,5	5,0	3,5
Exportations	1,9	5,2	3,2	3,8	2,5
Importations	-10,2	5,0	4,0	5,0	3,0
Taux d'inflation, %	**8,0**	**3,7**	**4,0**	**4,5**	**4,5**
Solde budgétaire, % du PIB	**-9,2**	**-7,9**	**-7,0**	**-6,0**	**-5,5**
Dette publique, % du PIB	**70,0**	**74,0**	**75,0**	**77,0**	**79,0**
Dette externe, % du PIB	**29,0**	**27,0**	**26,5**	**26,0**	
Solde courant, % du PIB	**-1,3**	**-0,5**	**-1,0**	**-1,5**	**-2,0**

Russie

- **La croissance devrait ralentir en 2019 en raison de la décélération de la demande interne**
- **L'inflation pourrait augmenter en 2019 suite à la hausse de TVA prévue en janvier**
- **Le principal risque reste une escalade des sanctions générant plus de volatilité financière**

La croissance économique devrait rester faible en 2019 et 2020 (respectivement 1,2 % et 1,5 %), en raison de l'atonie de l'investissement, des goulots d'étranglement liés à un capital vieillissant, de la baisse de la productivité et des incertitudes sur les sanctions américaines. La croissance du PIB est passé de 1,7 % en GA au T2-18 à 1,3 % au T3-18, dans un contexte de ralentissement des ventes de détail (notamment pour l'alimentation) et de décélération de la production industrielle pour les secteurs manufacturiers et utilities.

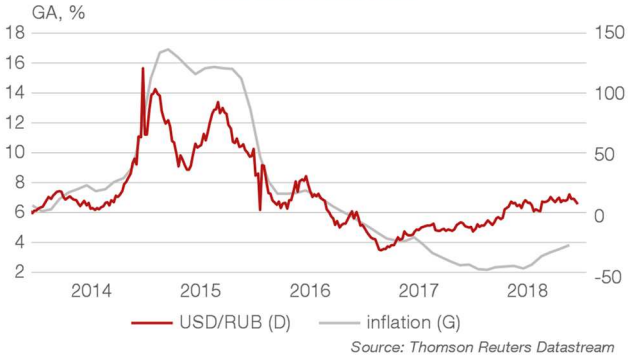
La hausse prévue de la TVA de 18 % à 20 % en janvier 2019 et la réforme des retraites (hausse de l'âge de départ de 60 à 65 ans pour les hommes et de 55 à 60 ans pour les femmes) pèsera sur le pouvoir d'achat et sur la consommation des ménages en 2019, malgré une amélioration du marché du travail. La croissance des salaires devrait ralentir, le cycle politique russe touchant à sa fin. Enfin, les prêts à la consommation pourraient décélérer, la CBR ayant durci ses standards d'octroi en septembre 2018.

Malgré plusieurs projets d'infrastructures publics (rénovation de la ville de Moscou, etc.), l'investissement restera faible du fait des marges contraintes des entreprises, de l'accès limité au financement externe et des incertitudes autour de nouvelles sanctions.

En revanche, les exportations bénéficieront de la croissance en Asie et en Europe et de l'effet positif de la dépréciation du rouble en 2018 sur les marges des exportateurs. Grâce à la hausse des prix du pétrole en 2018, l'excédent courant a atteint USD 89 mds sur 12 mois au T3-18 (son plus haut niveau depuis 2012).

L'inflation est en hausse depuis juillet 2018, dans un contexte de dépréciation du rouble dans le sillage des sanctions mises en œuvre en avril et août. Dans ce contexte, la CBR a relevé deux fois son taux directeur de 25bp à 7,75% et prolongé la suspension de ses achats de devises jusqu'à fin décembre. L'inflation pourrait encore augmenter en 2019 du fait de la hausse de la TVA.

USD/RUB et inflation



Source: Thomson Reuters Datastream

Le risque de sanctions s'est matérialisé suite à l'élargissement d'une liste d'oligarques et d'entités en avril et à la mise en œuvre de nouvelles sanctions en août suite à l'utilisation présumée d'un agent neurotoxique à l'encontre de Sergueï Skripal au Royaume-Uni. Une nouvelle escalade des sanctions ne peut être exclue à court terme, plusieurs projets de loi étant actuellement à l'étude. Par exemple, un projet de loi intitulé *Defending American Security from Kremlin Aggression Act of 2018* inclut une large liste de sanctions sévères. Dans ce contexte, la courbe de taux russe a augmenté de 100 à 150 pb en moyenne depuis six mois. Le RUB s'est dépréciée de 8 % en août, mais s'est stabilisé depuis octobre autour de 66 RUB pour 1 USD.

Si les sanctions internationales ont un impact marginal sur la situation macroéconomique à court terme, elles pourraient toutefois peser sur le potentiel de croissance à plus long terme. Des sanctions durables et un accès réduit au financement externe pourraient affecter le climat des affaires et l'investissement.

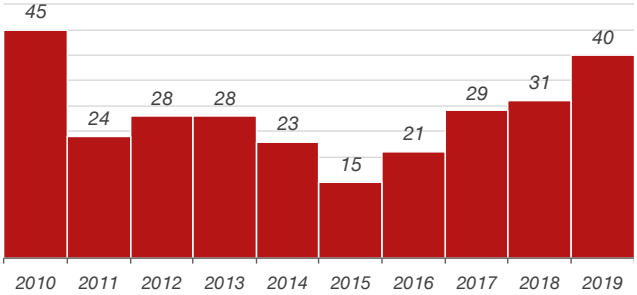
En %	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB en volume	**0.7**	**1.5**	**1.5**	**1.2**	**1.5**
Consommation des ménages	-1.5	2.6	1.4	0.9	1.3
Investissement	1.7	4.7	0.5	0.5	0.7
Exportations	3.2	5.1	6.5	4.9	4.6
Importations	-3.8	17.4	6.0	4.0	4.0
Taux d'inflation, %	**7.1**	**3.7**	**2.8**	**4.0**	**4.0**
Solde budgétaire, % du PIB	**-3.4**	**-1.4**	**2.4**	**3.0**	**2.5**
Dette publique, % du PIB	**16.3**	**15.3**	**14.3**	**14.4**	**14.0**
Dette externe, % du PIB	**39.8**	**32.9**	**32.3**	**32.8**	**34.1**
Solde courant, % du PIB	**1.9**	**2.2**	**6.0**	**6.2**	**5.0**

Afrique

- **Malgré un contexte international moins porteur, la dynamique globale de la région reste bonne**
- **Toutefois, les divergences entre pays et/ou régions semblent se renforcer**
- **En particulier, les « grands » pays affichent des croissances encore faibles, sauf l'Égypte**

La dégradation progressive de l'environnement mondial, moteur principal du rebond de la croissance enregistrée par la région depuis 2017, fait que les dynamiques intérieures des différents pays africains prennent de plus en plus d'importance. En ce sens, si la dynamique globale du continent reste bonne (croissance moyenne régionale toujours attendue aux alentours de 4 % en 2019 contre 3,5 % en 2018 et accélération de la croissance prévue en 2019 pour 40 des 53 pays d'Afrique), les divergences entre pays et/ou régions semblent se renforcer. D'un côté, une majorité de pays « petits » ou « moyens » (notamment en Afrique de l'Ouest et de l'Est) dont la croissance reste globalement élevée (21 pays devraient ainsi afficher une croissance 2019 supérieure à 5 %), bénéficiant entre autres d'une demande publique encore robuste (politiques budgétaires expansionnistes). De l'autre, des « grands » pays dont les économies restent globalement atones.

 # de pays Africains dont la croissance accélère ("n>n-1" ; sur 53 pays)



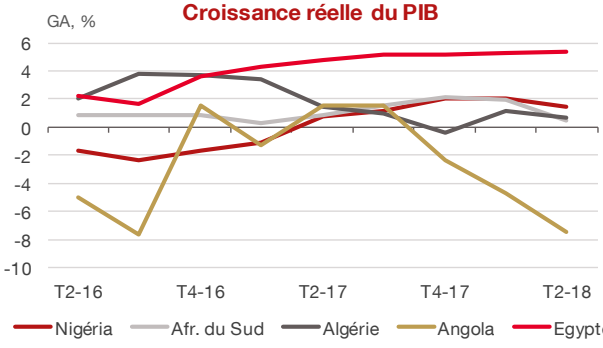
Sources: IMF, Société Générale

Parmi les cinq premières économies de la région (Nigéria, Afrique du Sud, Égypte, Algérie, Angola – comptant pour un peu moins de 60 % du PIB africain), seule l'**Égypte** affiche une dynamique positive, avec une croissance attendue aux alentours de 5,5 % en 2019. Dans le cadre du plan FMI signé fin 2016, d'importantes réformes structurelles et une aide financière conséquente (déjà 8 mds d'USD déboursés depuis le début du plan) ont permis d'améliorer significativement les conditions macro-économiques. L'activité devrait désormais profiter du rebond en cours dans le secteur du tourisme et de l'augmentation de la production gazière (démarrage anticipé du champ de Zohr). Les quatre autres principales économies africaines affichent toutes des rythmes de croissance médiocres.

En **Afrique du Sud**, malgré une (très) courte période de « lune de miel » au T1-18 suite à l'arrivée au pouvoir de C. Ramaphosa après la démission de J. Zuma (rebond du marché boursier et du ZAR, amélioration des indicateurs de confiance, etc.), le PIB n'a crû que de 1% sur les 3 premiers trimestres de 2018 (glissement annuel). Pour 2019, la demande publique devrait rester contrainte par le manque d'espace budgétaire, alors que la demande privée reste atone face aux incertitudes persistantes (économiques et politiques) entourant les prochaines élections générales (T2-19). Si la croissance devrait légèrement accélérer à 1,5 % en 2019, ce rythme reste toutefois inférieur à celui de 2,5 % enregistré en moyenne entre 2010 et 2014.

Au **Nigéria**, en **Angola** et en **Algérie**, principaux producteurs pétroliers et gaziers de la région, la croissance (attendue en 2019 aux alentours de 2 % dans les 3 pays) reste principalement contrainte par des secteurs d'hydrocarbures toujours en contraction, du fait de la combinaison de problèmes techniques récurrents, d'un sous-investissement passé, de sociétés nationales aux capacités financières et techniques limitées (ainsi que d'un environnement des affaires encore contraint en Algérie). Dans ces trois pays, les secteurs « hors hydrocarbures » sont plus dynamiques (avec des taux de croissance généralement en accélération), mais restent pénalisés par des environnements d'affaire encore perfectibles. Les réformes nécessaires (parfois esquissées en Angola ou au Nigéria) restent retardées par des situations politiques peu favorables (élections présidentielles : février 2019 au Nigéria, avril 2019 en Algérie ; « assise » politique encore récente de J. Lourenço en Angola).

Croissance réelle du PIB



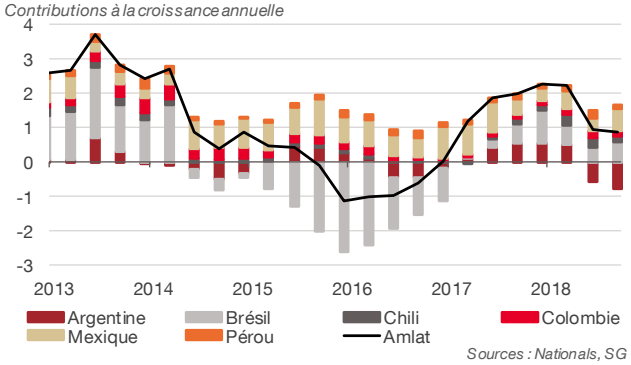
Source : Société Générale

Amérique latine

- **La croissance devrait accélérer en 2019, les petites économies se comportant mieux**
- **À l'exception de l'Argentine, la dynamique inflationniste reste favorable dans la région**
- **Le risque principal à terme proviendrait de l'absence de consolidation budgétaire**

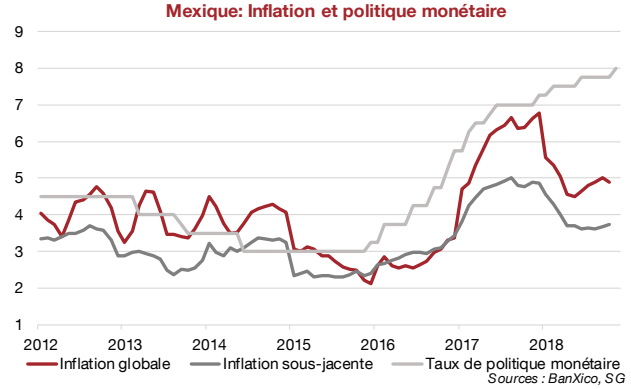
Après une année 2018 décevante, notamment pour les grandes économies de la région, la croissance régionale devrait progressivement accélérer en 2019. Cette dynamique masque néanmoins une très grande hétérogénéité des performances au sein de la région. Outre la nécessité de consolider les comptes budgétaires de nombreux pays, une dégradation des conditions financières mondiales et un ralentissement marqué de la croissance chinoise pourraient peser sur les perspectives de croissance.

Amérique latine: Croissance du PIB



Sources : Nationals, SG

Mexique: Inflation et politique monétaire



Sources : BanXico, SG

Au Brésil, l'économie devrait accélérer en 2019, car les élections ont dissipé les incertitudes politiques, ce qui profite à la demande intérieure. De plus, l'inflation devrait rester limitée, ce qui permettra à la BCB de maintenir son taux d'intérêt bas. Cependant, le rythme de croissance des investissements dépendra de la capacité du gouvernement à faire adopter la réforme des retraites, considérée comme indispensable à l'amélioration des fondamentaux et donc de la confiance des entreprises.

En Argentine, la baisse du PIB s'est accélérée au T3- 2018 (-5,8 % en glissement annuel). Compte tenu de la politique économique restrictive, cette tendance devrait se poursuivre en 2019 – bien qu'à un rythme plus modéré. Dans le cadre de l'accord du FMI, la banque centrale s'est engagée à garder la masse monétaire inchangée jusqu'à juin 2019 et à maintenir ses taux d'intérêt au-dessus de 60 % jusqu'à ce que l'inflation, actuellement à 42 % (GA), n'enregistre une baisse significative. Sur le plan budgétaire, le gouvernement a promis l'équilibre du solde primaire en 2019, contre un déficit de 1,7 % actuellement. Pour atteindre ces objectifs budgétaires, le gouvernement ajuste ses dépenses réelles et compte sur une meilleure récolte de soja pour accroître ses revenus. Dans l'ensemble, ces mesures, auxquelles s'ajoute le soutien financier du FMI jusqu'en 2020, ont permis de stabiliser les variables financières du pays. Le peso s'est apprécié de 10 % depuis septembre, sans intervention majeure de la banque centrale.

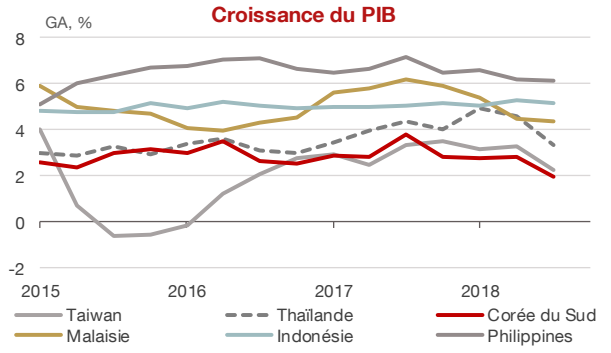
Au Mexique, la volatilité financière s'est accentuée avec une perception de dégradation du climat des affaires, notamment suite à la décision du nouveau gouvernement d'interrompre la construction du nouvel aéroport et de proposer des lois visant à limiter les frais bancaires. La banque centrale a réagi en relevant son taux directeur à 8 %, malgré une inflation contenue (3,6 % en octobre). Le nouveau gouvernement, qui détient une large majorité au Congrès, devrait accroître les dépenses publiques (notamment dans le secteur pétrolier) et développer les programmes sociaux tout en respectant la rigueur budgétaire. L'économie devrait légèrement s'accélérer en 2019, soutenue par une consommation privée stable et par la bonne dynamique américaine. Le risque principal est lié à la renégociation de l'ALÉNA, compte tenu de la dépendance du Mexique vis-à-vis du marché américain. La réaction du marché au programme politique de Lopez Obrador pourrait également peser sur les perspectives d'investissement.

Enfin, les perspectives de croissance et d'inflation devraient rester favorables en 2019 au Chili, en Colombie et au Pérou. La croissance continue de profiter d'une demande domestique solide, tandis que les prévisions d'inflation se maintiennent stables.

Asie Émergente

- **La croissance du PIB reste relativement solide et devrait ralentir modérément en 2019**
- **L'inflation est faible à l'exception des Philippines**
- **Le risque réside dans l'incertitude liée aux tensions Chine-Etats-Unis, malgré la trêve**

La croissance en Asie émergente (hors Chine et Inde) est passée de 4,2% au deuxième trimestre à 3,6% au troisième trimestre. La région est confrontée à un environnement moins favorable, car la croissance chinoise ralentit et les conditions de liquidité sur les marchés internationaux se sont resserrées. Bien que la croissance perde de sa vigueur dans la plupart des pays, le ralentissement général restera modéré en 2019.



Source : Datastream, Société Générale

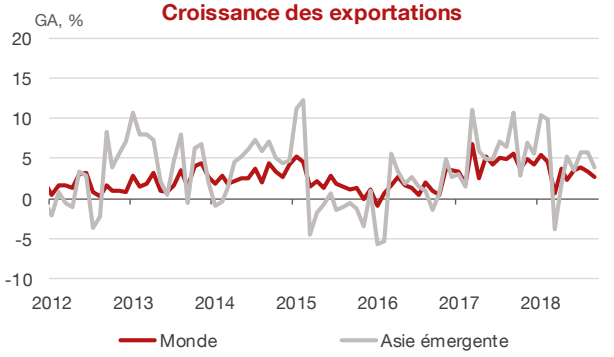
L'inflation est modérée dans la plupart des économies de la région et reste proche de l'objectif monétaire. Les Philippines font figure d'exception, avec une inflation qui a atteint 6,7% en octobre, son plus haut niveau en 10 ans, bien au-dessus de la fourchette de la banque centrale de 2-4% en 2018. En 2019, le début des récoltes et l'amélioration des conditions météorologiques pourraient réduire la pression sur le prix du riz. La banque centrale a relevé ses taux d'intérêt de 175 pb en 7 mois, ce qui devrait également modérer l'inflation.

L'Indonésie a également relevé ses taux d'intérêt de 175 pb, mais davantage dans le but de contrebalancer la pression sur la monnaie. Malgré la hausse des coûts de financement, la croissance économique reste dynamique et la croissance de l'investissement reste bien orientée.

Grâce à des fondamentaux externes généralement solides (compte courant positif ou quasiment à l'équilibre, peu de dépendance au financement extérieur), la plupart des pays résistent au durcissement des conditions financières internationales. Comme l'inflation devrait rester modérée, nous n'anticipons pas de resserrement monétaire particulier dans ces économies.

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un risque majeur pour la croissance de la région. Bien que les présidents Trump et Xi aient conclu une trêve de 90 jours lors du sommet du G20, les perspectives restent incertaines. Tournée vers l'exportation et fortement liée à la Chine via les chaînes de valeur, l'Asie émergente apparaît comme la région la plus exposée en cas d'intensification du protectionnisme.

Les chiffres des exportations montrent que la région n'a pas encore été impactée par la hausse des droits de douane. Indépendamment des tensions actuelles, la dynamique de la demande extérieure devrait s'affaiblir avec le ralentissement de la croissance attendu aux États-Unis et en Chine en 2019 et 2020. Dans les économies les plus dépendantes des exportations, comme la Malaise, Taïwan, la Thaïlande et la Corée du Sud, l'activité économique s'est déjà modérée depuis les T1 et T2 2018. L'incertitude liée aux tensions commerciales et la baisse prévisible de la demande extérieure accentuent le risque de ralentissement dans ces économies.



Sources : CPB, Société Générale

Les tensions commerciales pourraient également s'avérer positives pour certaines économies axées sur l'exportation en cas de délocalisation des capacités de production chinoises. Le Vietnam, la Thaïlande et la Malaise devraient bénéficier de ce déplacement des flux commerciaux, mais l'effet positif ne se verra qu'à moyen ou long terme.

Pays du golfe

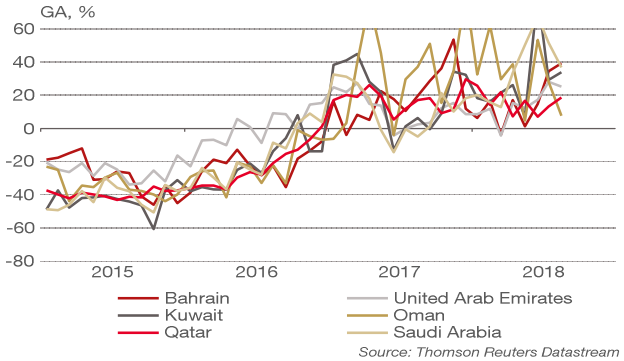
- **Les fondamentaux se sont améliorés grâce à la hausse des recettes d'exportation**
- **La faible croissance du crédit et les incertitudes géopolitiques pèsent sur la croissance**
- **La récente volatilité du prix du pétrole rappelle le besoin de réformes structurelles**

Les perspectives des États du Golfe (Arabie saoudite, Bahreïn, EAU, Kuwait, Oman, Qatar) se sont améliorées en 2018 grâce à la hausse des prix du pétrole. L'augmentation des recettes d'exportation a progressivement soutenu l'activité, en favorisant de nouvelles dépenses publiques et une confiance accrue du secteur privé. La croissance de la région devrait atteindre 3 % en 2019, après une contraction de 0,4 % en 2017 et une croissance de 2,4 % en 2018, tirée par les activités non liées aux hydrocarbures.

Grâce à la hausse des recettes fiscales provenant des exportations de pétrole, le déficit budgétaire des États du Golfe semble progressivement diminuer, de 9 % du PIB en moyenne en 2017 à 5 % du PIB entre aujourd'hui et 2020. Toutefois, les émissions d'obligations souveraines sur les marchés internationaux restent très élevées : 39 Mds USD en 2016, 49 Mds USD en 2017 et 35 Mds USD en 2018.

Les investisseurs internationaux voient d'un œil bienveillant ces émissions de dette. Les monarchies pétrolières disposent de ressources considérables (épargne dans des fonds souverains, fortune pétrolière), ce qui est rassurant. Même les émetteurs non-investment grade aux fondamentaux macroéconomiques fragiles ont réussi leurs placements d'eurobonds souverains : Bahreïn a levé 10 Mds USD en avril 2018 et Oman un total de 8 Mds dans deux émissions effectuées en janvier et octobre 2018.

Valeur des exportations mensuelles en dollars



Source: Thomson Reuters Datastream

Un risque est qu'à terme, le refinancement de la dette des États du Golfe doive s'effectuer à des conditions de marché internationales moins favorables et/ou dans un contexte de baisse des prix du pétrole. La chute des prix du pétrole, de 87 dollars le baril début octobre à moins de 60 dollars en début décembre, rappelle que toute complaisance vis-à-vis de la consolidation budgétaire fragilise les États du Golfe.

À moyen terme, le principal point faible est structurel, avec des revenus extrêmement tributaires des secteurs pétrolier et gazier. Face à un ajustement à la baisse du prix du pétrole, les États du Golfe n'auraient qu'une faible marge de manœuvre pour réagir à la conjoncture économique.

Au cours des dernières années, les gouvernements de la région ont présenté des plans nationaux de développement, avec des « visions » sur 20 à 25 ans, pour développer des secteurs tels que le tourisme, les services commerciaux et financiers et la logistique, pour essayer de diversifier l'économie. Ils ont également réduit les subventions énergétiques et annoncé la mise en place d'une TVA à 5 % en 2018. Pour l'instant, seuls l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis ont instauré cette taxe, alors que Bahreïn, le Koweït et Oman ont reporté son introduction à 2019.

Les perspectives de croissance sont également limitées par des questions politiques. En Arabie saoudite, plus grand pays de la région, les autorités multiplient les efforts pour améliorer l'environnement des affaires, mais les dérapages diplomatiques répétés et un sentiment croissant d'imprévisibilité politique sont autant d'obstacles à un plus large engagement du secteur privé dans l'économie. Quant au blocus du Qatar, l'absence de l'Emir au sommet annuel du CCG (9 décembre), auquel il avait été invité par l'Arabie saoudite a sonné le glas des espoirs de réconciliation rapide dans le Golfe.

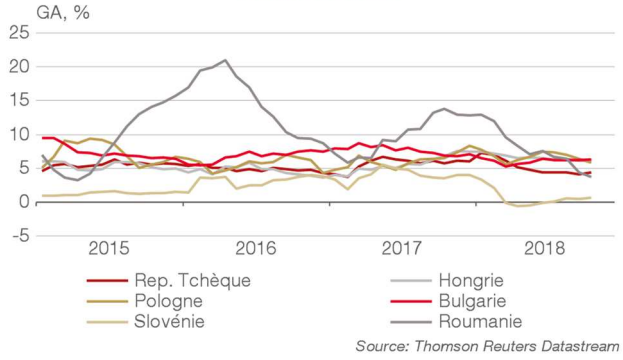
Les objectifs ambitieux de Vision 2030 prévoient un rôle croissant du secteur privé et pourraient échouer sans ce dernier. En effet, les autorités saoudiennes ont pris des mesures visant à ouvrir l'économie aux investissements étrangers, mais les IDE ont diminué au cours des dernières années.

Europe centrale et orientale

- **Les premiers signes de ralentissement de l'activité ont émergé dans la région en 2018**
- **Les pressions inflationnistes pourraient augmenter et générer un resserrement monétaire**
- **Des tensions commerciales affecteraient les entreprises intégrées dans les chaînes de valeur**

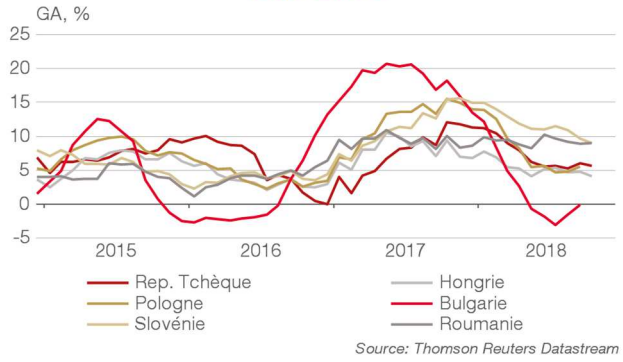
Les premiers signes de ralentissement de l'activité sont apparus depuis début 2018. Les ventes de détail, les exportations et la production industrielle ont décéléré. La République tchèque et la Roumanie ont affiché les plus forts ralentissements en 2018, tandis que la Pologne et la Hongrie ont progressé à un rythme soutenu.

Ventes de détail



Source: Thomson Reuters Datastream

Exportations



Source: Thomson Reuters Datastream

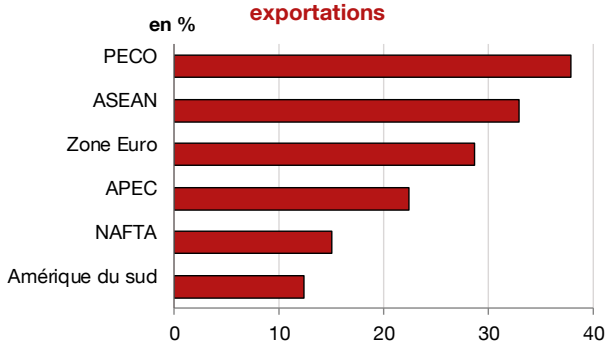
L'activité dans la région devrait encore ralentir en 2019, du fait de l'environnement externe moins favorable (ralentissement de la zone euro, partenaire clé) et du durcissement des politiques monétaires.

La croissance régionale demeurera cependant supérieure à son potentiel, comme en 2017-18. La consommation des ménages sera portée par l'amélioration du marché de l'emploi et l'augmentation des salaires. Les effets de la hausse des taux sur l'investissement devraient être en partie compensés par l'absorption des fonds structurels européens. La Pologne, la Hongrie, la Roumanie et la Slovénie devraient enregistrer les meilleures performances en 2019 (autour de 3,5 %).

L'inflation devrait encore d'augmenter en 2019 dans un contexte de hausse des salaires et des prix du pétrole. Les salaires progressent depuis trois ans en raison de pénuries croissantes de main-d'œuvre (baisse du chômage et vieillissement de la population), en Roumanie, en Hongrie et en Bulgarie. Jusqu'à présent, seules les banques centrales tchèque et roumaine ont augmenté leurs taux directeurs, mais d'autres banques centrales devraient leur emboîter le pas.

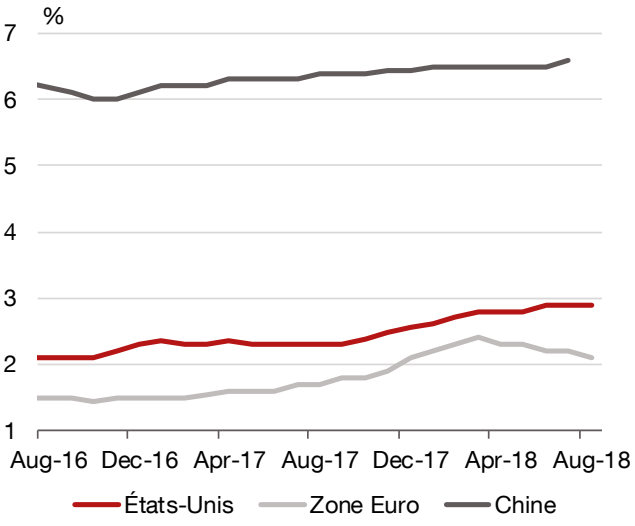
Plusieurs risques sont à surveiller dans la région. Premièrement, en Roumanie, l'accélération de l'inflation et l'aggravation des déficits budgétaire et de la balance courante augmentent les risques de volatilité de la devise. Deuxièmement, la confiance des marchés s'est améliorée en oct/nov. 2018, à la suite d'un rapprochement entre les États-Unis et la Turquie (libération du pasteur Brunson ; la Turquie fait partie des 8 pays qui ont bénéficié d'un allégement temporaire des sanctions sur les importations de pétrole iranien). La probabilité d'une crise majeure a ainsi diminué. Néanmoins, le montant important des amortissements de dette externe continuera d'exposer l'économie turque au risque de refinancement en 2019. Troisièmement, une escalade des tensions commerciales avec l'hypothèse de droits de douane sur l'automobile constituerait un risque majeur pour la région. En effet, l'Europe centrale et orientale est fortement intégrée dans les chaînes de valeur mondiales, avec la part la plus importante des biens intermédiaires importés dans les exportations, notamment pour le secteur automobile. La part des intrants étrangers dans les exportations d'Europe centrale et orientale s'élève à 38 %, contre 33 % pour l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est, généralement citée comme la région la plus intégrée verticalement (notamment dans le secteur électronique).

Part des intrants importés dans les exportations



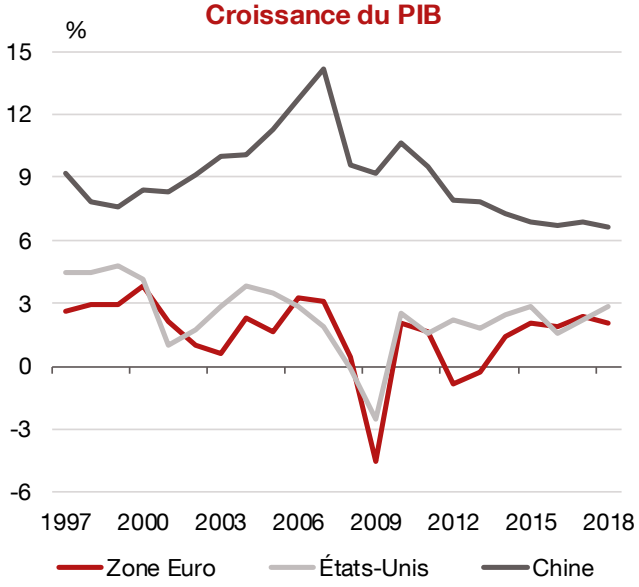
Données Économiques

Consensus Bloomberg: croissance du PIB en 2018



Source : Bloomberg

Croissance du PIB



Source : SG

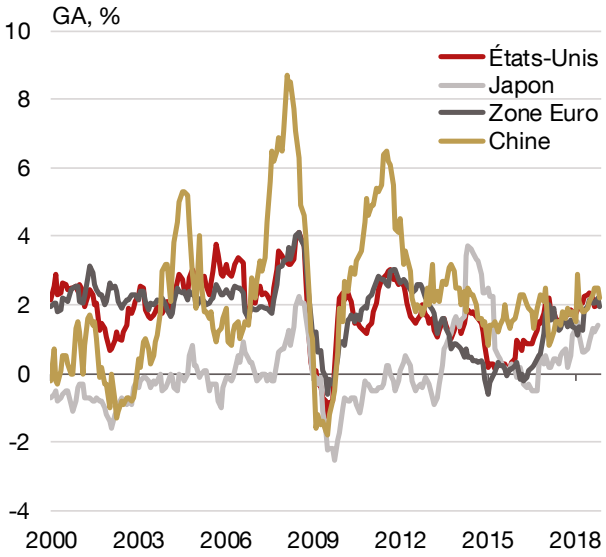
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
PIB en volume, taux de croissance en %											
Monde*	**2,6**	**2,7**	**2,9**	**2,9**	**2,7**	**3,3**	**3,3**	**3,0**	**2,7**	**2,5**	**2,5**
États-Unis	2,2	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,4	1,5	1,0	1,0
Japon	1,5	2,0	0,3	1,4	1,0	1,7	0,9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

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

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

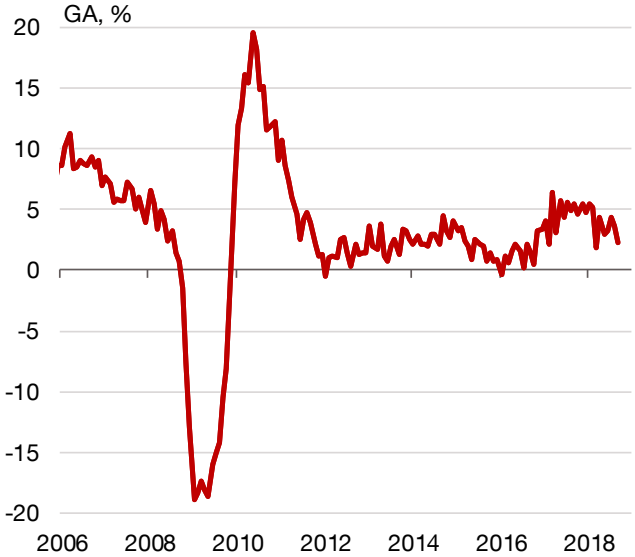
Données Économiques

Indices des prix à la consommation



Sources : Instituts statistiques nationaux, SG

Commerce international en volume



Sources : CPB, SG

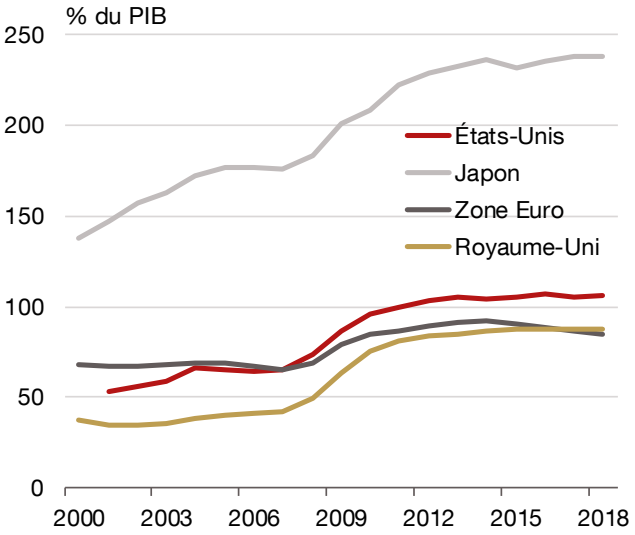
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
Inflation, %											
Monde*	**2,7**	**2,4**	**2,2**	**1,4**	**1,6**	**2,0**	**2,3**	**2,3**	**2,2**	**1,9**	**1,8**
États-Unis	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	2,4	2,0	1,3	1,2
Japon	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,5	1,1	1,7	2,1	0,5	0,5
Royaume-Uni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

Sources : FMI, Statistiques nationales, Prévisions et calculs SG

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

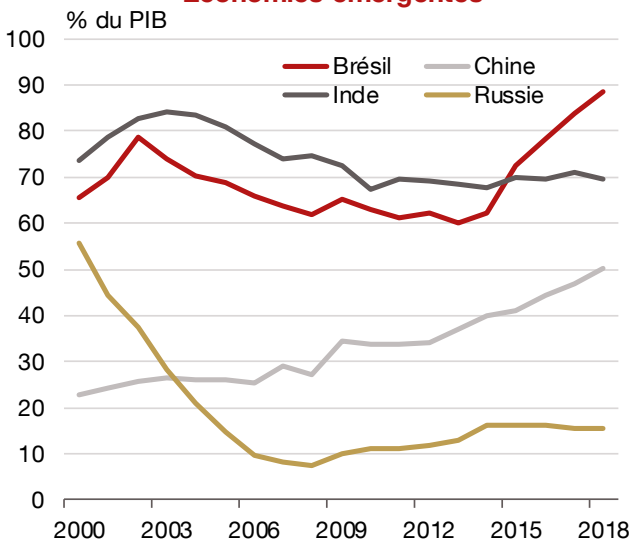
Données Économiques

Dette publique
Économies développées



Source : FMI

Dette publique
Économies émergentes



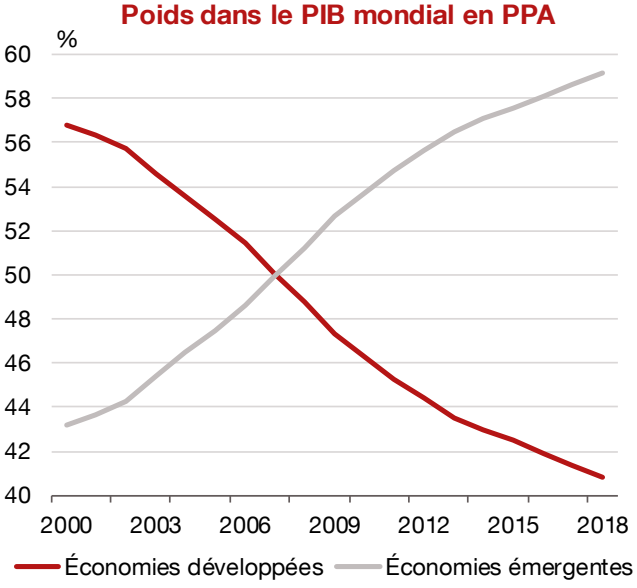
Source : FMI

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
Solde budgétaire, % du PIB											
États-Unis	-9,3	-5,9	-5,2	-4,7	-5,4	-4,9	-6,6	-7,3	-7,8	-7,8	-7,4
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	-8,1	-5,4	-5,4	-4,3	-3,0	-1,8	-1,1	-1,7	-2,2	-3,3	-4,2
Zone euro	-3,7	-3,1	-2,5	-2,1	-1,6	-1,0	-1,0	-1,1	-0,9	-1,1	-1,2
Allemagne	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	1,0	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	-3,2	-2,0	-2,5	-2,8
Italie	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,4	-2,3	-2,9	-3,1	-3,1	-3,1
Espagne	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,8	-2,4	-2,2	-2,2	-2,1
Chine	-0,3	-0,8	-0,9	-2,5	-3,1	-3,0	-2,6	-2,6	-3,0	-3,1	-2,8
Inde	-7,6	-7,0	-7,1	-7,1	-6,6	-6,4	-6,2	-5,9	-5,8	-5,6	-5,4
Brésil	-2,5	-3,0	-5,4	-10,3	-9,2	-7,9	-7,0	-6,0	-5,5	-5,0	-4,8
Russie	0,4	-1,2	-1,1	-2,3	-3,4	-1,4	2,4	3,0	2,5	1,9	1,4
Dette publique, % du PIB											
États-Unis	99	101	102	101	105	103	104	106	110	115	121
Japon	210	213	218	217	222	224	226	228	228	228	229
Royaume-Uni	84	85	87	88	88	87	86	87	87	89	91
Zone euro	90	92	92	90	89	87	85	83	82	81	80
Allemagne	80	77	75	71	68	64	61	58	56	54	52
France	91	93	95	96	97	97	97	98	97	97	97
Italie	123	129	132	132	131	131	131	132	133	133	134
Espagne	86	96	100	99	99	98	98	97	96	96	95
Chine	34	37	40	37	37	36	37	37	37	37	38
Inde	69	69	68	70	70	69	67	65	63	61	60
Brésil	62	60	62	66	70	74	75	77	79	79	78
Russie	12	13	16	16	16	15	14	14	14	14	14

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

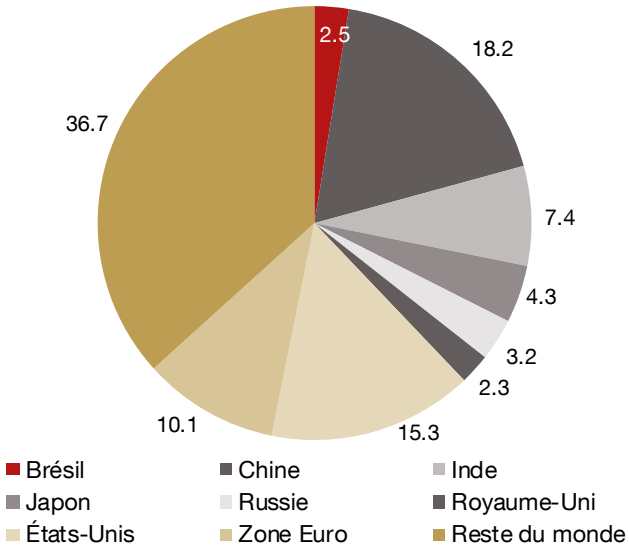
Données Structurelles

Poids dans le PIB mondial en PPA



Sources : FMI, SG

Poids dans le PIB mondial en PPA



Source : FMI

En 2017	PIB en $ (Mds $)	PIB par hab. ($, PPA)	Population (Millions)	Crédit (% PIB)*	Position exterieure globale** (% PIB)	Taux d'ouverture***
États-Unis	19 391	59 501	326	152	-40	20
Zone euro	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
Chine	12 015	16 660	1 390	209	15	34
Japon	4 872	42 832	127	161	60	28
Royaume-Uni	2 625	44 118	66	171	-8	42
Inde	2 611	7 183	1 317	56	-16	29
Brésil	2 055	15 603	208	69	-33	18
Canada	1 652	48 265	37	214	21	52
Corée du Sud	1 538	39 434	51	193	16	69
Russie	1 527	27 834	144	66	18	37
Australie	1 380	50 334	25	197	-56	35
Mexique	1 149	19 903	124	43	-48	73
Indonésie	1 015	12 377	262	39	-33	32
Turquie	849	26 893	81	85	-54	46
Suisse	679	61 422	8	241	128	84
Arabie Saoudite	684	54 777	32	60	82	51

Sources : Banque mondiale, BRI, FMI

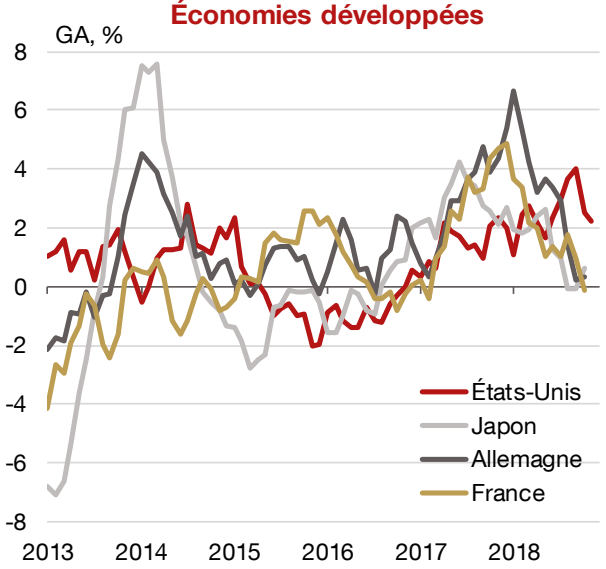
**Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier*

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

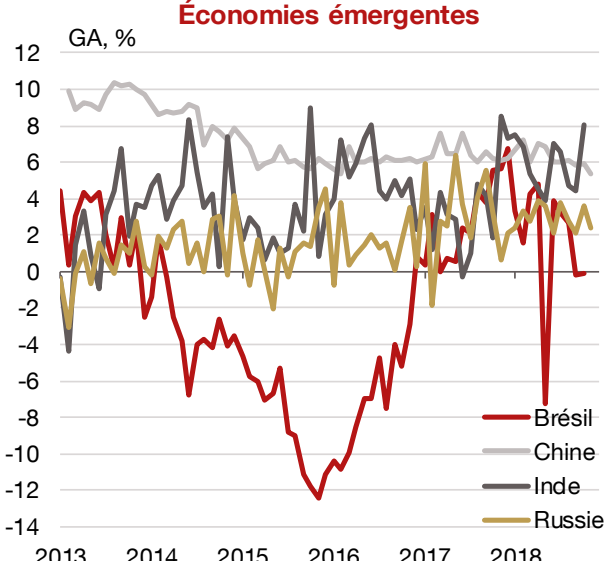
**** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB*

Données Conjoncturelles

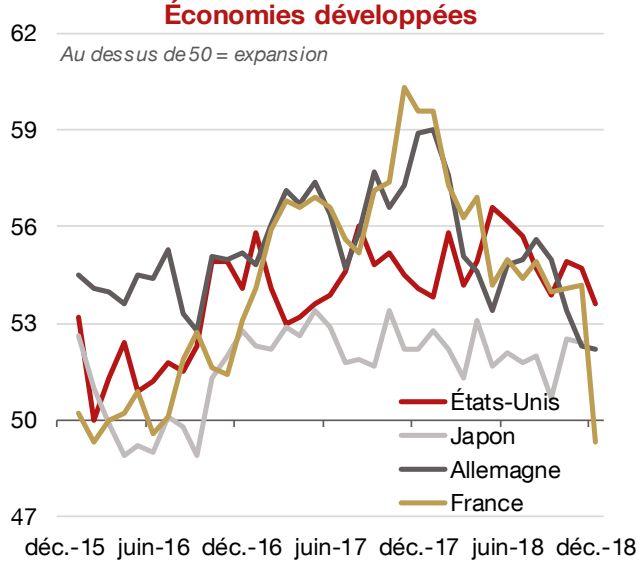
Production industrielle Économies développées



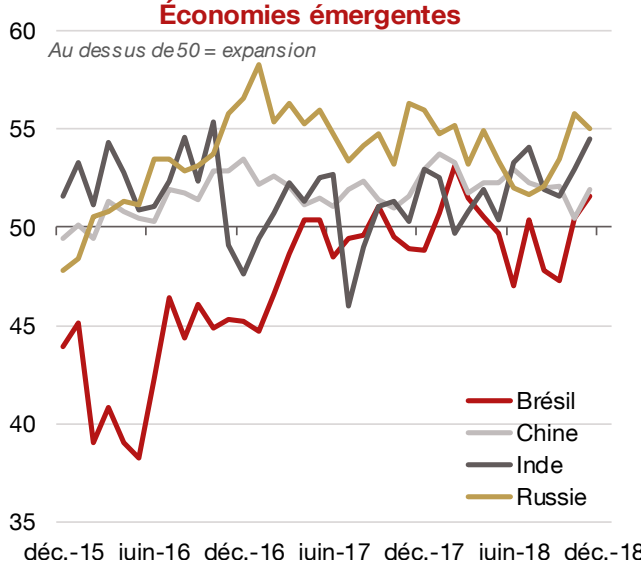
Production industrielle Économies émergentes



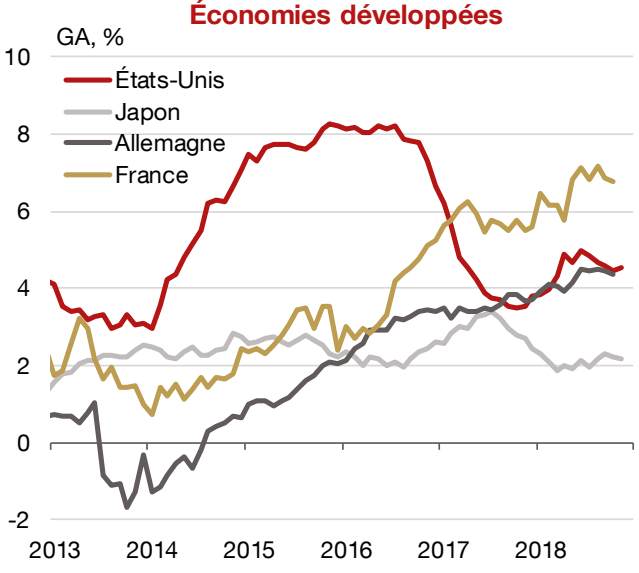
PMI composite Économies développées



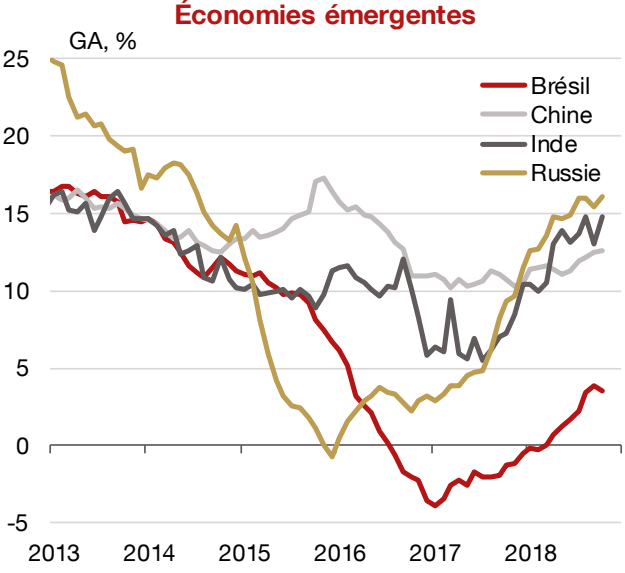
PMI composite Économies émergentes



Crédit au secteur privé Économies développées

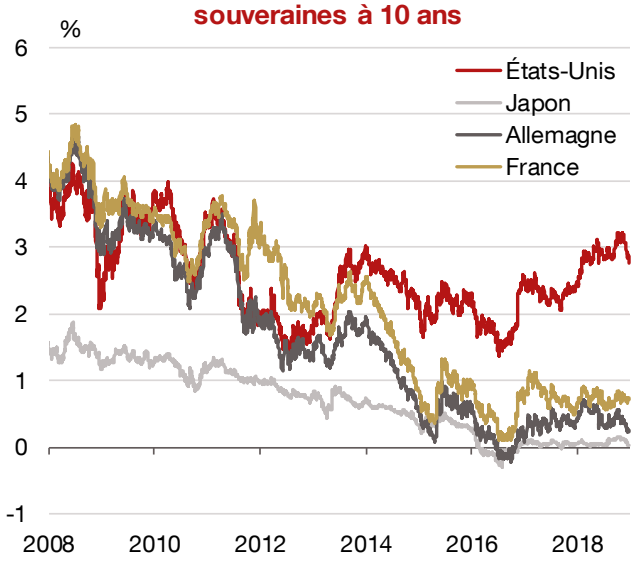


Crédit au secteur privé Économies émergentes

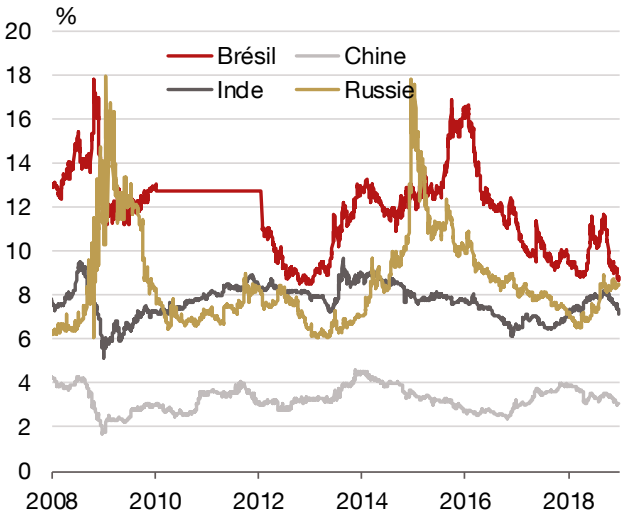


Données Financières

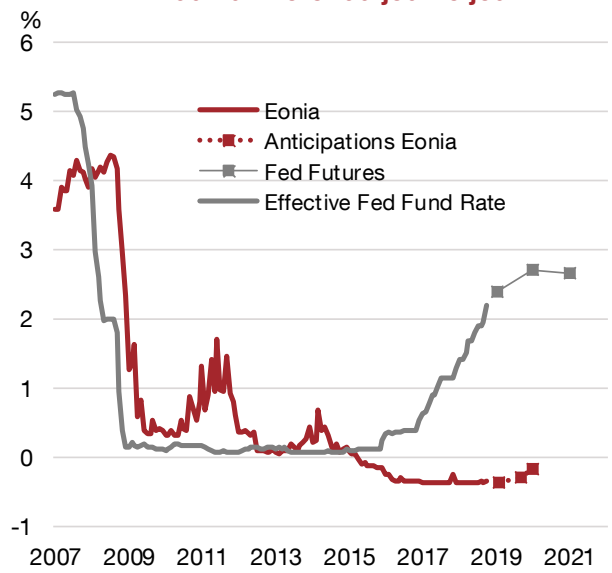
Rendement des obligations souveraines à 10 ans



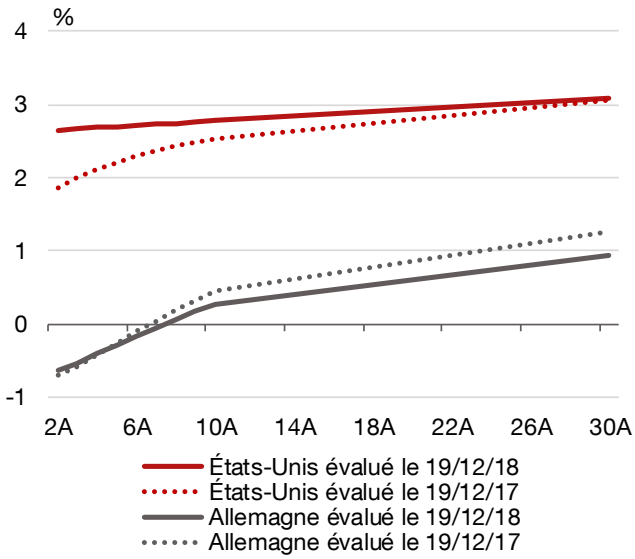
Rendement des obligations souveraines à 5 ans en monnaie locale



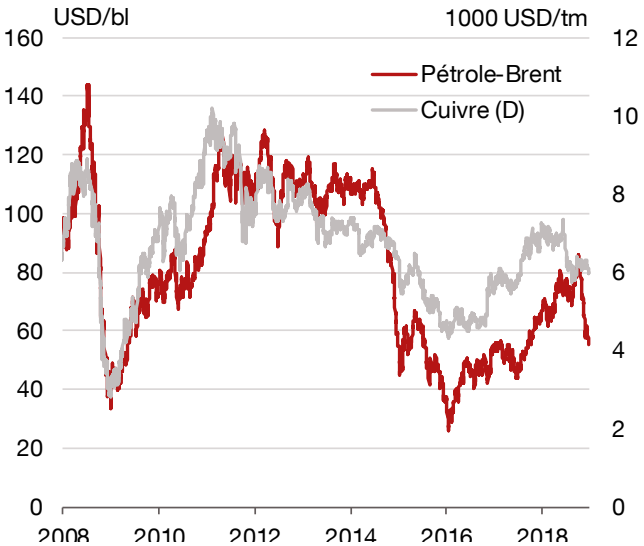
Taux d'intérêt au jour le jour



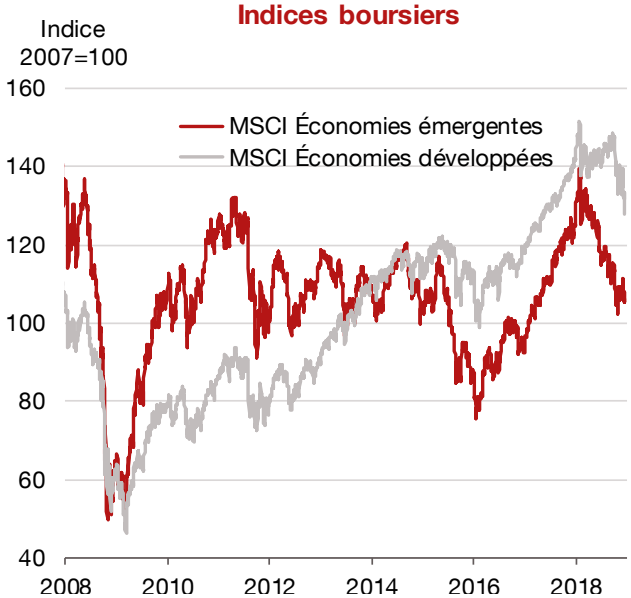
Courbe des taux souverains



Prix des matières premières

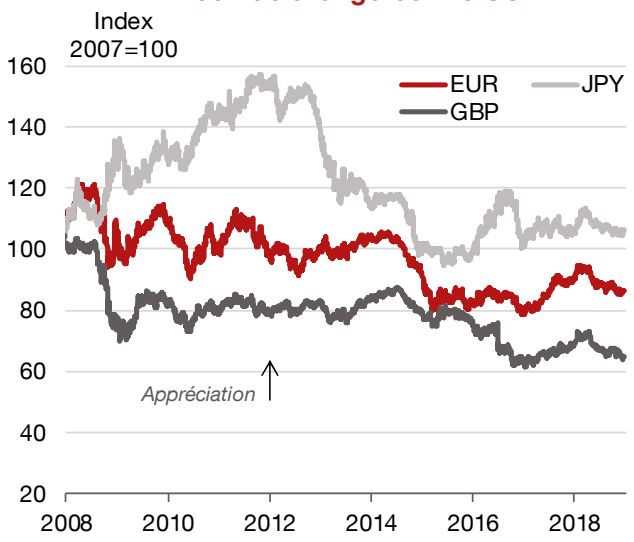


Indices boursiers

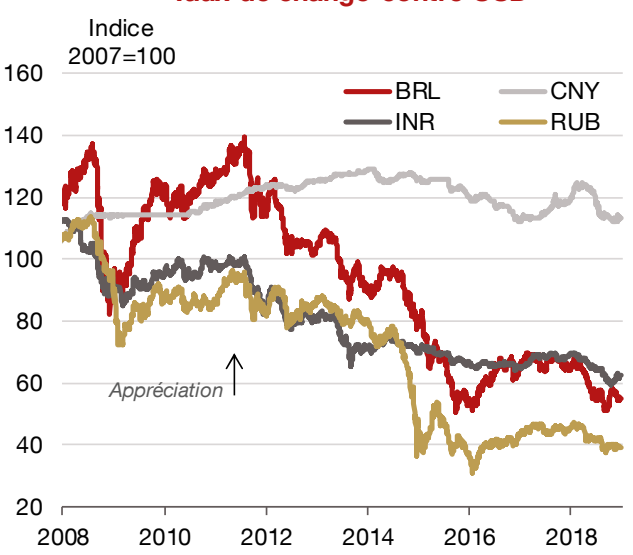


Données Financières

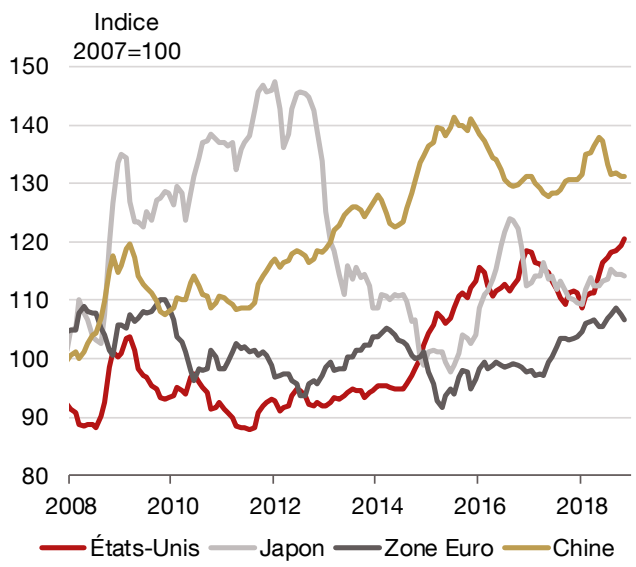
Taux de change contre USD



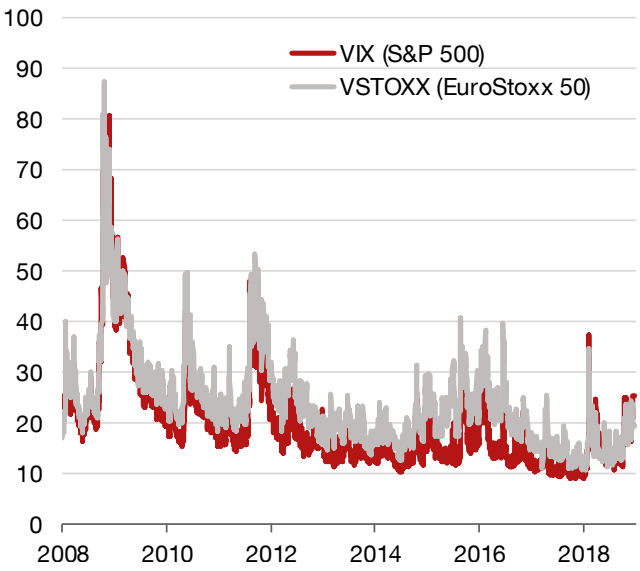
Taux de change contre USD



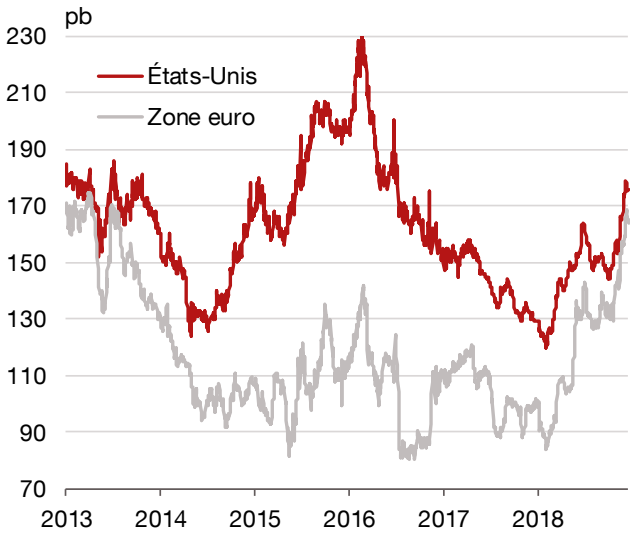
Taux de change effectif nominal



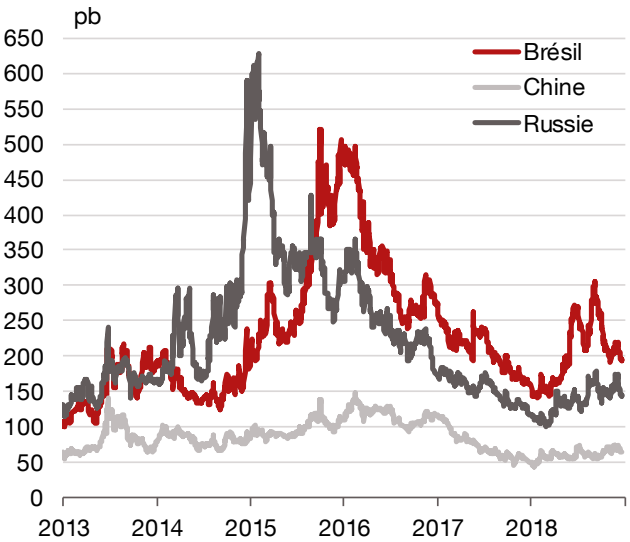
Volatilité des marchés actions



Spread corporate BBB



Primes de CDS à 5 ans



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
Responsable de l'analyse macro-économique et du risque pays
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU
Responsable de l'analyse macro-sectorielle et macro-bancaire
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

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

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

Olivier DENAGISCARDE
Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 74 22
olivier.denagiscarde@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA
Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

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

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

Alan LEMANGNEN
France, Euro Area
+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
Prévisions économiques globales
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

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

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