

SCENARIOECO

Études économiques et sectorielles

LA CROISSANCE RESTE SOUTENUE, MAIS LES VENTS SONT MOINS FAVORABLES

- La croissance mondiale reste solide et devrait atteindre 3,8 % en 2018, en légère hausse par rapport aux 3,7 % de 2017. L'activité est soutenue par l'impulsion budgétaire aux États-Unis et par une reprise de la demande dans les pays exportateurs de matières premières. La croissance chinoise, davantage orientée vers la consommation intérieure, ralentit, mais demeure un moteur clé de l'expansion mondiale.
- Cependant, certains signes indiquent que la dynamique n'est plus aussi généralisée qu'en 2017. Ainsi, dans la zone euro et au Japon, l'activité se tasse après l'accélération enregistrée l'année dernière.
- Pour l'instant, la hausse des droits de douane annoncée aux États-Unis et les premières mesures de rétorsion ne concernent toujours qu'une fraction réduite du commerce international, mais le risque est qu'à terme la situation se transforme en une guerre commerciale.
- L'agenda politique promet d'être chargé, avec plusieurs élections importantes et le défi pour l'Europe d'avancer rapidement sur le programme des réformes pour répondre aux pressions migratoires, approfondir l'UEM et finaliser l'accord du Brexit.
- Cette année, la volatilité des marchés a déjà atteint plusieurs pics, et pas seulement à cause des risques politiques. Les marchés émergents restent sous la pression du resserrement des conditions monétaires internationales, bien que la situation varie considérablement d'un pays à l'autre.

Synthèse Conjoncturelle.....	3
La dette : un frein pour la croissance ?	4
Prévisions Économiques.....	6
Zone euro.....	6
Allemagne	7
France	8
Italie.....	10
Espagne	11
Royaume-Uni	12
États-Unis	13
Japon	14
Chine.....	14
Inde	16
Brésil	17
Russie	18
Afrique.....	19
Amérique Latine	20
Asie Émergente.....	21
Pays du Golfe.....	22
Europe Centrale et Orientale.....	23
Données Économiques	24
Données Structurelles.....	27
Données Conjoncturelles.....	28
Données Financières.....	29

Achévé de rédiger le 19 juin 2018

Synthèse Conjoncturelle

ÉCONOMIE MONDIALE

- La politique d'expansion budgétaire aux États-Unis devrait prolonger le cycle de croissance actuel. L'activité est toujours forte en Chine, avec une accélération de la production manufacturière. L'économie mondiale est en bonne voie pour atteindre une croissance de 3,8 % en 2018, en hausse par rapport aux 3,7 % de 2017.
- Cependant, certains signes indiquent que la dynamique n'est plus aussi synchronisée qu'en 2017. Dans la zone euro et au Japon, l'activité se tasse après l'accélération enregistrée l'année dernière.
- La hausse des droits de douane aux États-Unis et les premières mesures de rétorsion ne concernent qu'une petite fraction du commerce mondial, mais le risque est qu'à terme, la situation se transforme en une guerre commerciale.
- L'inflation globale est en hausse aux États-Unis et en zone euro sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie ; en revanche, l'inflation sous-jacente est globalement stable.

ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

- Aux États-Unis, les réductions d'impôts et l'augmentation des plafonds de dépenses permettraient une hausse des dépenses des ménages et des investissements, prolongeant le cycle d'expansion actuel jusqu'en 2020.
- L'économie de la zone euro ralentit depuis le début de 2018, avec une faible performance de la production manufacturière et une baisse de l'optimisme des entreprises. Les incertitudes liées au risque protectionniste concernent en particulier les grandes industries exportatrices allemandes. En 2018, la croissance en zone euro resterait toutefois au-dessus de 2 %, avec un emploi dynamique (le taux de chômage s'est établi à 8,5 % en mars, soit son niveau le plus faible depuis fin 2008) qui soutient la demande, et une bonne performance des exportations.
- Les négociations sur le Brexit sont au point mort. Malgré la vigueur des exportations, les incertitudes croissantes sur les conséquences réelles du divorce RU-UE pèsent sur l'investissement et la croissance du Royaume-Uni.

ÉCONOMIES ÉMERGENTES

- Les marchés émergents devraient bénéficier d'une croissance mondiale dynamique et du redressement des prix des matières premières. Avec une forte croissance de l'Inde et de la Chine, l'Asie restera la région la plus dynamique.
- Nous prévoyons un léger rebond de l'activité en Amérique latine. Le Brésil est sorti d'une récession de deux ans en 2017 mais sa croissance restera faible, pénalisée par une consommation privée qui stagne.
- En Afrique, la croissance profite de l'embellie des conditions économiques mondiales : les exportations ont bondi de plus de 20 % sur un an au premier trimestre 2018. En revanche, la demande interne évolue lentement. La hausse de la dette publique et la persistance des déficits courants sont des facteurs de vulnérabilité.

BANQUES CENTRALES

- La BCE a fixé un calendrier pour mettre fin au QE, avec une réduction de moitié de ses achats d'actifs après septembre et un arrêt du programme fin 2018. Elle devrait relever ses taux d'intérêt en septembre 2019.
- La croissance rapide des États-Unis devrait augmenter l'inflation sous-jacente et inciter à un resserrement de la politique de la Fed. Nous prévoyons quatre hausses de taux de 25 pb d'ici décembre 2019, et une réduction échelonnée du bilan de la Fed jusqu'en 2020.
- Dans les pays émergents, les banques centrales pourraient être à leur tour contraintes de resserrer leur politique monétaire avec des conditions monétaires internationales moins favorables.

MARCHÉS FINANCIERS

- En avril, le taux d'intérêt à 10 ans des bons du Trésor américain a franchi 3 % pour la première fois en quatre ans. Les rendements obligataires devraient continuer de progresser jusqu'en 2019 sous l'effet du resserrement monétaire de la Fed, de l'accélération de l'inflation et des émissions de dette accrues liées à la relance budgétaire.
- Dans la zone euro, les taux d'intérêt devraient également augmenter dans le sillage de la fin du programme d'assouplissement quantitatif (prévue fin 2018). Le spread à 10 ans de l'Italie (par rapport au Bund) devrait se maintenir aux alentours de 200 pb dans le contexte d'une politique budgétaire expansionniste.
- Après une volatilité historiquement faible en 2017, nous nous attendons à de nouveaux pics de volatilité en 2018 et 2019 sous l'effet des risques accrus de l'économie mondiale et du resserrement des politiques monétaires.
- Cette volatilité est déjà visible au niveau des devises émergentes, notamment celles de l'Argentine et de la Turquie. Le resserrement des conditions monétaires mondiales menace l'ensemble des marchés émergents, mais leurs fondamentaux économiques sont assez contrastés d'un pays à l'autre, ce qui réduit la probabilité de crise financière systémique à ce stade.

LA DETTE : UN FREIN POUR LA CROISSANCE ?

- Derrière la reprise de la croissance mondiale se cache la hausse de l'endettement
- Les pays émergents sont exposés au durcissement des conditions monétaires globales
- La nature de leur endettement apporte des éléments de différenciation

Le FMI tire une sonnette d'alarme

Dans son rapport annuel sur les finances publiques dans le monde publié en avril dernier, le FMI déplore que la dette mondiale totale, publique et privée, atteigne un nouveau record à USD 164 000 milliards, soit 225 % du PIB mondial. Ce ratio est en progression de 12 % par rapport au pic précédent de 213 % en 2009.

Cette hausse de l'endettement global est en grande partie attribuable à la Chine qui explique à elle seule 43 % de l'augmentation depuis 2007. Toutefois, c'est un phénomène qui touche aussi les autres pays. L'endettement public atteint en moyenne 106 % du PIB dans les pays développés, un niveau record depuis la deuxième guerre mondiale. Dans les grands pays émergents, la dette du secteur privé a sensiblement augmenté depuis dix ans, à partir de niveaux initialement faible. La dette publique de ces pays retrouve par ailleurs un point haut depuis la crise des années 1980, s'élevant en moyenne à 50 % du PIB. Enfin, dans les pays en développement à faibles revenus, le ratio de dette publique est en ascension rapide à 40 % du PIB en moyenne en 2017.

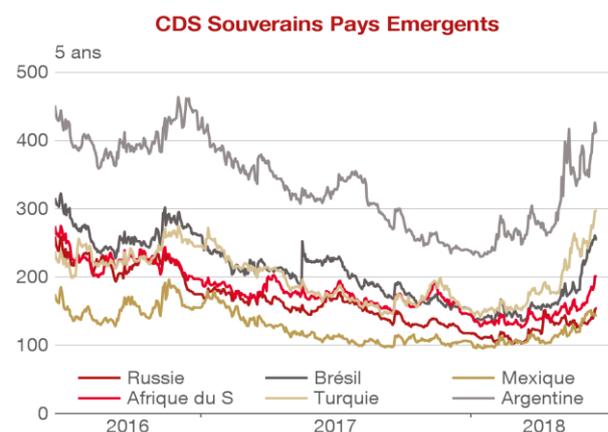
Cet avertissement du FMI contraste avec le message des années précédente qui encourageait les pays qui le pouvaient à soutenir l'activité par la politique budgétaire. Aujourd'hui la croissance mondiale est robuste et la normalisation de la politique monétaire américaine est déjà bien engagée. Le message du FMI résonne comme une critique de la relance budgétaire américaine et un signal d'alerte sur l'endettement des pays émergents.

Un frein pour la croissance

Dans les pays développés, la grande crise financière de 2009 n'a finalement pas permis d'inverser la tendance à la croissance de l'endettement. La manière dont les banques centrales ont dû affronter la crise a même eu pour effet de stimuler cette tendance. Si l'on doit s'en inquiéter, il est en revanche difficile d'affirmer qu'elle constitue un frein immédiat pour la croissance, ou un danger imminent pour la stabilité financière. Un régime de taux d'intérêts plus bas facilite le portage de cette dette, comme l'illustre depuis trois décennies le cas du Japon.

La question est beaucoup plus ouverte pour les grands pays émergents. Faute d'épargne domestique adéquate, une partie de leur endettement reste libellée en devises convertibles, souvent en dollar. Le service de cette dette se renchérit avec la hausse des taux US ou l'appréciation du dollar, sans lien avec leur cycle économique propre. Quand leur monnaie se déprécie, ils sont poussés à durcir leur politique monétaire en réponse à une aversion accrue aux risques émergents. Si, dans ce contexte, les taux américains devaient être relevés plus sensiblement que prévu et que le dollar s'appréciait de façon marquée, les conditions d'un choc sur la croissance des pays émergents seraient réunies.

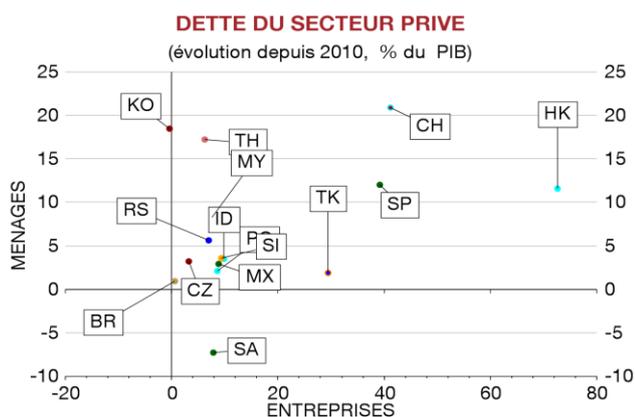
Avec la normalisation de la politique monétaire américaine, les conditions monétaires mondiales se durcissent graduellement. Depuis fin avril, dans le sillage du dérapage du peso argentin, les marchés ont commencé à réapprécier le risque sous-jacent aux actifs émergents. Cela s'est traduit par une baisse des valorisations boursières, une dépréciation des monnaies contre dollar et une hausse des rendements obligataires en dollars.



Cet épisode se déroule dans un contexte de hausse des rendements obligataires américains et d'appréciation du dollar depuis le début de l'année, deux traits qui rappellent ceux des crises émergentes à caractère systémique (crise de la dette souveraine en dollars de 1982, crise mexicaine en 1994, crise asiatique en 1997). La question est de savoir si ces mouvements de marché préudent à un ajustement plus fort qui pourrait être amplifié par une réappréciation des risques politiques, notamment en Turquie et en Amérique latine.

Des éléments importants de différenciation

Sommes-nous à la veille d'une crise systémique comme les pays émergents en ont connu de manière récurrente dans leur histoire ? L'examen de l'endettement des grands pays apporte des éléments de différenciation et vient tempérer cette crainte. Si la dette publique de certains pays est en hausse significative (Afrique du Sud, Brésil, Egypte, Chine) il s'agit désormais d'une dette essentiellement émise et libellée en monnaie locale. Les niveaux des dettes publiques en devises sont dans l'ensemble en diminution, une différence notable par rapport au passé.



Source: Thomson Reuters Datastream

La dette du secteur privé non financier, entreprises et ménages a augmenté sensiblement depuis le début de la décennie, mais à partir de niveaux initiaux souvent faibles. Cela résulte en partie d'un phénomène plutôt vertueux de développement des secteurs bancaires nationaux et d'approfondissement financier. Toutefois, la vitesse d'accumulation de cette dette pose la question de sa qualité. Elle sera testée lors du prochain retournement de cycle, en particulier en Chine. En Turquie une partie du crédit a été financé par de la dette externe des banques, ce qui expose le pays à un choc de croissance et de financement externe. Par ailleurs la dette des entreprises libellée en devises fortes a significativement augmenté dans divers pays (Brésil, Afrique du Sud, Turquie, Mexique, Indonésie, Chine...). C'est parfois la contrepartie d'acquisition d'actifs à l'étranger, ce qui peut venir tempérer les craintes. En cas de tensions sur le dollar, le risque serait plutôt d'ordre sectoriel que macro-économique car le niveau de cette dette externe des entreprises reste dans l'ensemble gérable.

Les pays à faibles revenus et moins intégrés aux marchés internationaux de capitaux, en Afrique subsaharienne et en Asie centrale sont en revanche plus directement sensibles et exposés au durcissement des conditions de financement en dollar.

Un risque lié à la hausse des taux en dollar

Le repricing en cours des actifs émergents reste jusqu'à présent modéré quand on le compare à celui qui a accompagné le « taper tantrum » en mai 2013 ou lors des craintes sur la Chine en août 2015. L'Argentine est un cas singulier parmi les grands pays car ses fondamentaux se sont nettement dégradés sur la période récente. Excepté l'Argentine, la Turquie a décalé en raison de l'ampleur de son déficit courant. Dans les autres grands pays, on ne voit pas de sorties importantes de capitaux. Par ailleurs, les déficits de la balance des paiements courants de ces pays sont plus faibles que par le passé. L'inflation est dans l'ensemble modérée, les taux locaux ne se sont pas ou peu tendus et la dette est majoritairement en monnaie locale. La rentification de la courbe des taux US qui est en cours de réalisation devait entraîner un repricing. Il n'est pas anormal qu'il procède par secousses successives. Nous restons en conséquence constructifs pour le scénario de croissance des grands pays émergents qui reste soutenu en 2018 par le commerce mondial et la hausse des prix des matières premières, la Chine ralentissant assez lentement.

Nous ne prévoyons pas d'appréciation très marquée du dollar, ni des taux longs américains, mais le cas échéant ce seraient des facteurs d'aggravation des risques et de stress pour les pays émergents. Les taux longs pourraient se tendre sous l'effet des besoins d'émission du Trésor américain et de la fin de l'assouplissement quantitatif qui réduiront la rareté relative des actifs sans risques. Ces évolutions et les incertitudes sur l'inflation pourraient entraîner un rebond de la prime de terme. Celle-ci reste anormalement basse, comme l'indiquent les modèles qui décomposent les taux longs entre une estimation du taux neutre réel, une anticipation de l'inflation et une prime de terme. Si cette hausse devait survenir brutalement et coïncidait avec un ralentissement plus fort qu'attendu en Chine, l'ensemble du cadre de croissance des pays émergents serait modifié. Nous ne le prévoyons pas en 2018, mais ces facteurs pourraient peser ultérieurement.

Prévisions Économiques

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	Poids dans le PIB mondial en 2016		PIB - 2016 (Mds USD)
						Parités de pouvoir d'achat ¹	Taux de change courant	Taux de change courant
PIB en volume (taux de croissance, en %)								
Pays industrialisés	2,3	1,6	2,3	2,2	1,9	37,8	57,1	43 042
États-Unis	2,9	1,5	2,3	2,8	2,4	15,5	24,7	18 624
Japon	1,4	1,0	1,7	1,2	0,9	4,4	6,6	4 961
Zone euro	2,0	1,8	2,5	2,1	1,8	11,6	15,7	11 930
Allemagne	1,5	1,9	2,5	2,0	1,9	3,3	4,6	3 473
France	1,0	1,1	2,3	1,8	1,7	2,3	3,3	2 464
Italie	0,8	1,0	1,6	1,4	1,5	1,9	2,5	1 861
Espagne	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,4	1,6	1 238
Royaume-Uni	2,3	1,9	1,8	1,5	1,3	2,3	3,5	2 658
Pays émergents	4,1	4,2	4,6	4,7	4,6	62,2	42,9	31 261
Asie	6,3	6,0	6,2	6,1	5,9	35,0	24,8	18 728
Chine	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	17,7	14,9	11 181
Inde	8,2	7,1	6,7	7,2	7,1	7,3	3,0	2 210
Afrique Subsaharienne	3,2	0,9	2,3	3,1	3,8	3,9	2,3	1 148
Amérique Latine	0,1	-0,6	1,5	2,1	2,5	7,9	6,6	4 801
Brésil	-3,8	-3,6	1,0	2,0	2,5	2,6	2,4	1 809
Europe de l'Est (y.c. Turquie, hors Russie)	3,0	2,6	5,2	3,8	3,0	4,8	3,1	2 341
Russie	-2,8	-0,1	1,5	1,2	1,2	3,2	1,7	1 296
Afrique du Nord et Moyen-Orient	2,7	5,3	1,8	2,9	3,3	7,4	4,3	2 947
Monde - Pondération en PPA¹	3,4	3,2	3,7	3,8	3,6	100		
Monde - en taux de change courant	3,0	2,7	3,3	3,3	3,1		100	74 303
Prix du pétrole (Brent, USD/Baril)	52,5	43,5	54,0	70,0	65,0			

Indice des prix à la consommation (taux de croissance, en %)

États-Unis	0,1	1,3	2,1	2,4	2,2
Japon	0,8	-0,1	0,5	1,4	1,7
Zone euro	0,0	0,2	1,5	1,4	1,6
Allemagne (IPCH)	0,2	0,5	1,7	2,0	1,9
France (IPC)	0,0	0,2	1,0	1,8	1,5
Italie (IPCH)	0,1	-0,1	1,3	1,0	0,9
Espagne (IPCH)	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,3
Royaume-Uni	0,0	0,7	2,6	2,4	2,3

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.

	19/06/2018	déc 2018	juin 2019	déc 2019	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
Taux d'intérêt								
États-Unis								
Taux objectif des Fed funds	1,75-2	2-2,25	2,5-2,75	2,75-3	0,39	0,95	1,80	2,50
Emprunts d'État à 10 ans	2,9	3,4	3,5	3,7	1,8	2,4	3,1	3,5
Japon								
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,08	-0,10	-0,10	-0,10
Emprunts d'État à 10 ans	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,1	0,3
Royaume-Uni								
Bank rate	0,50	0,75	0,75	0,75	0,40	0,30	0,60	0,75
Emprunts d'État à 10 ans	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,2	1,5	1,5
Zone euro								
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,25	0,01	0,00	0,00	0,05
Emprunts d'État à 10 ans								
Allemagne	0,4	0,9	1,2	1,4	0,1	0,4	0,7	1,2
France	0,7	1,2	1,5	1,7	0,5	0,8	0,9	1,5
Italie	2,6	3,3	3,5	3,6	1,5	2,1	2,7	3,5
Espagne	1,2	1,9	2,2	2,4	1,4	1,6	1,6	2,2
Cours de change								
EUR / USD	1,15	1,20	1,22	1,25	1,11	1,13	1,21	1,23
EUR / GBP	0,88	0,91	0,93	0,94	0,82	0,88	0,89	0,93
EUR / JPY	127	132	135	138	120	127	132	135
GBP / USD	1,32	1,32	1,32	1,32	1,35	1,29	1,36	1,32
USD / JPY	110	110	110	110	109	112	109	110

ZONE EURO

- La croissance restera soutenue en 2018 mais commencera à se tasser en 2019
- La BCE devrait arrêter le programme d'achat d'actifs fin 2018 et hausser les taux fin 2019
- Le risque politique et protectionniste reste présent et pourrait faire dérailler ce scénario

La zone euro devrait afficher une croissance supérieure à sa tendance en 2018. Après plusieurs années de sous-investissement, les dépenses en capital continueront à se redresser. Les indices de confiance des consommateurs suggèrent toujours une forte demande intérieure à venir.

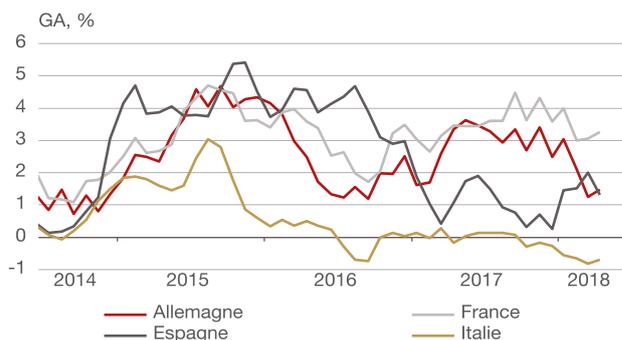
Le trou d'air du début 2018 semble expliqué par l'impact négatif des prix du pétrole plus élevés, des effets de l'appréciation de l'euro en 2017 et des incertitudes croissantes par rapport à la politique commerciale des États-Unis. La croissance devrait néanmoins rester dynamique, soutenue par l'amélioration de l'emploi, une forte consommation privée et un policy-mix toujours accommodant. Le commerce international reste soutenu aussi bien pour les exportations intra- que extra-zone euro en 2018/19.

2019 devrait être moins dynamique. Le cycle d'investissement commencera à se retourner après trois ans de forte croissance. Les taux d'intérêt et les primes de risques sont attendus en hausse sous l'effet de la normalisation de la politique monétaire. En juin, la BCE a déclaré qu'elle maintiendrait les taux à leur niveau actuel au moins jusqu'à la fin de l'été 2019. Elle a fixé un calendrier pour mettre fin au QE, réduisant les achats d'actifs de moitié après septembre et finissant complètement le programme après décembre 2018.

L'inflation devrait légèrement accélérer dans les trimestres à venir sous l'effet de la dépréciation de l'euro et de l'apparition des contraintes d'offre. Elle resterait inférieure à 2 % en 2018-2019. L'inflation pourrait accélérer plus fortement si toutefois les goulots d'étranglement sur le marché du travail venaient à se

renforcer, auquel cas le resserrement monétaire interviendrait plus tôt, alors même que la croissance commencerait à s'essouffler.

Commerce de détail



Taux d'intérêt souverains



La montée du protectionnisme et les incertitudes politiques minant le soutien à la coopération européenne sont les principaux risques. Comme observé en avril-juin, lorsque les marchés ont réévalué le risque politique en Italie, les fragilités perçues en matière de coordination des politiques économiques peuvent finalement nuire à la confiance et nuire à la croissance économique.

	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	2,0	1,8	2,5	2,1	1,8
Consommation des ménages	1,8	1,9	1,7	1,5	1,7
Consommation publique	1,3	1,8	1,2	1,3	1,5
Investissement	3,0	4,5	3,1	2,7	2,4
Exportations	6,1	3,4	5,3	3,7	4,0
Importations	6,5	4,8	4,3	3,1	4,2
Pouvoir d'achat du revenu disponible, % GA	1,5	1,8	1,6	1,7	1,4
Taux de chômage, %	10,9	10,0	9,1	8,4	7,9
Taux d'épargne des ménages, % du RDB	12,4	12,2	12,1	12,2	11,9
Taux d'inflation, %	0,0	0,2	1,5	1,4	1,6
Solde budgétaire, % du PIB	-2,1	-1,5	-1,2	-0,9	-1,2
Solde courant, % du PIB	3,2	3,4	3,5	2,9	2,9

ALLEMAGNE

- **Tout en restant dynamique, la croissance devrait ralentir par rapport au niveau de 2017**
- **L'inflation est soutenue par la hausse du prix du pétrole et devrait légèrement augmenter en 2018**
- **La politique budgétaire conservera un biais légèrement expansionniste dans les années à venir**

Le PIB a progressé de 2,5 % en 2017, soit la plus forte croissance annuelle depuis 2011. Certains indicateurs suggèrent déjà une perte de vitesse en début 2018, qui confirme notre scénario de ralentissement. La croissance devrait en effet s'établir à 2 % en 2018 et 1,9 % en 2019.

La croissance des exportations restera dynamique, portée par la bonne tenue du commerce internationale, mais l'investissement devrait s'affaiblir en 2018-2019. Les incertitudes liées à une montée du protectionnisme, problématique pour les très nombreuses industries orientées vers l'exportation, se sont déjà reflétés dans les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, qui montrent une dégradation de la confiance au S1-18.

Malgré le bon dynamisme des salaires, la consommation devrait ralentir du fait de la hausse des prix énergétiques, qui pénalise le pouvoir d'achat, ainsi que d'une légère remontée du taux d'épargne des ménages.

La vigueur du marché du travail, caractérisée par la croissance de l'emploi et des rémunérations (secteur public et secteur des métaux), n'a jusqu'à présent généré qu'une inflation très modérée. Or, les enquêtes dans le secteur de l'industrie indiquent des difficultés de recrutement, et donc des contraintes du côté de l'offre qui pourraient se traduire à terme par une hausse de l'inflation. La hausse du prix du pétrole pèse déjà sur les prix à la consommation, qui devraient progresser de 2 % en 2018 et de 1,7 % en 2019 (contre une moyenne de 0,8 % en 2015-2017).

L'orientation de la politique budgétaire restera légèrement expansionniste avec une hausse des

investissements publics dans le logement social et les infrastructures. L'accord du gouvernement de coalition prévoit également des allègements fiscaux (suppression progressive de l'impôt de solidarité payé par les Allemands de l'Ouest après la réunification) et des dépenses additionnelles consacrées à la famille. Le gouvernement maintiendra néanmoins un excédent budgétaire.



Les rendements obligataires continueront à croître de façon très modérée (le taux moyen des Bunds 10 ans a été de 0,5 % au S1-18 contre 0,4 % en 2017) de sorte que les conditions monétaires restent très favorables.

Les principaux risques pesant sur notre scénario sont ceux d'une politique commerciale américaine plus protectionniste ou d'une sortie désordonnée du Royaume-Uni de l'UE. À plus long terme, le faible dynamisme démographique de l'Allemagne, avec la population en âge de travailler en déclin, limiterait de plus en plus la croissance potentielle.

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

FRANCE

- La croissance se modérera à la marge en 2018-2019, mais restera au-dessus de son potentiel
- La reprise de l'emploi se poursuivra, tout comme la décreue du taux de chômage
- La hausse du prix du pétrole et l'incertitude politique en zone euro constituent des risques clés

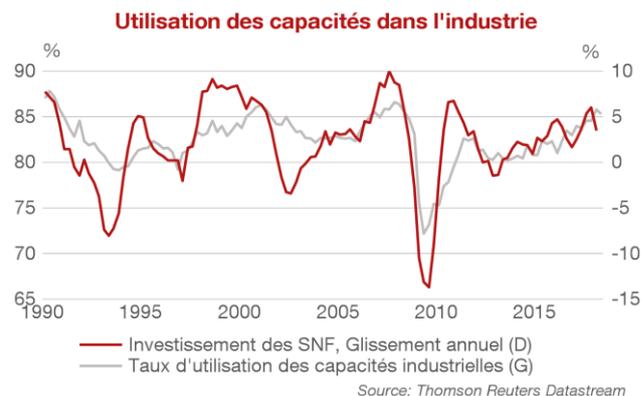
L'activité faiblit en début d'année 2018. L'économie française subit les effets de plusieurs facteurs négatifs temporaires (calendrier des modifications de taxes, grèves dans les transports, hausse du prix du pétrole...) qui devraient disparaître au second semestre.

Au-delà des fluctuations de court terme, la croissance du PIB restera supérieure à son potentiel, atteignant près de 2 % en moyenne en 2018 et 2019. Cette prévision repose notamment sur notre anticipation d'une accélération de la consommation privée à partir du S2-18. Nous attendons un repli du prix du pétrole, après ses récents sommets, ce qui soulagerait le pouvoir d'achat des ménages. En outre, les évolutions fiscales seront désormais plus favorables aux consommateurs (baisse des contributions sociales prévue pour octobre), et le marché du travail poursuivra son rétablissement.



Une consommation plus robuste soutiendra également l'investissement des entreprises, d'autant plus que le taux d'utilisation des capacités est déjà élevé dans le secteur industriel. En revanche, les perspectives

d'investissement des ménages semblent plus modestes après un fort rebond en 2016-2017 : les dispositifs de soutien public sont progressivement réduits, tandis que la hausse des prix et des taux d'intérêt pèsera sur le pouvoir d'achat immobilier dans les années à venir.



Sur le plan extérieur, le dynamisme de la demande mondiale devrait tirer les exportations. L'impact sur la compétitivité des réformes récentes et en cours (marché du travail, formation professionnelle, assurance chômage...) est susceptible, à moyen terme, d'enrayer le recul des parts de marché françaises à l'exportation.

Les risques clés menaçant ce scénario concernent le contexte extérieur, notamment le prix du pétrole et les risques politiques en zone euro. Sur le plan intérieur, le haut niveau d'endettement (tant dans le secteur public que pour les entreprises) a structurellement accru l'exposition de la France à une hausse des taux d'intérêt. En parallèle, il convient de surveiller la pénurie croissante de main-d'œuvre dans certains secteurs, malgré un chômage élevé, car elle pourrait pénaliser la croissance.

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

ITALIE

- La croissance est attendue en légère baisse en 2018-19 dans un contexte d'incertitude politique
- Les baisses d'impôts soutiendraient l'économie mais retarderaient la consolidation budgétaire
- Les tensions financières devraient perdurer mais l'Italie conserverait son accès aux marchés

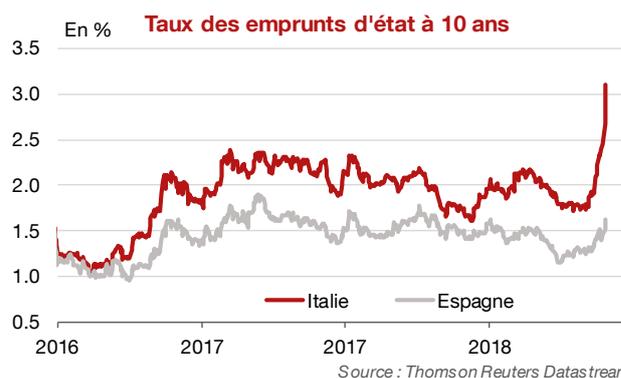
La croissance économique a été de 1,5 % en 2017, un record depuis 2010, mais reste en dessous de la moyenne de la zone euro. La croissance bénéficierait de la demande externe et de la reprise de l'investissement des entreprises mais ralentirait en 2018-2019.

L'Italie fait face à un environnement d'incertitudes politiques et de volatilité accrue des marchés. À court terme, l'expansion budgétaire envisagée par le gouvernement soutiendrait la croissance mais un retour en arrière sur les réformes éroderait le potentiel de croissance déjà faible. L'accord de coalition entre la Ligue et le Mouvement Cinq Etoiles s'est heurté à l'opposition du chef d'État à la nomination d'un économiste eurosceptique au poste de Ministre des finances. Le veto du président a déclenché une crise politique et des turbulences sur les marchés financiers. Un accord de dernière minute mené par la même coalition a contribué à restaurer la confiance.

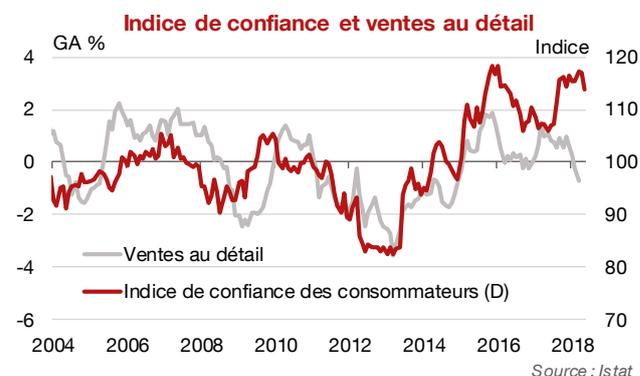
Ce climat de forte incertitude s'est traduit par une hausse marquée des spreads souverains. Les coûts de financement plus élevés devraient limiter l'investissement, très dynamique jusqu'au T1 2018. La consommation des ménages en pâtirait également, malgré l'amélioration du pouvoir d'achat.

Le nouveau gouvernement prévoit d'augmenter les dépenses publiques et de réduire les impôts. La réduction d'impôt annoncée pour l'année prochaine (simplification du barème fiscal à deux tranches d'imposition, de 15 % et 20 %) coûterait au gouvernement entre 35 et 40 milliards d'euros, soit 2 % du PIB. Cet assouplissement budgétaire, qui vise à stimuler la croissance, soulève néanmoins des doutes

quant à la trajectoire des finances publiques. Le pays risque de s'éloigner des règles européennes en matière d'ajustement structurel des finances publiques.



Dans la mesure où l'Italie conserve son accès au marché, ce qui est notre scénario de base, une diminution des incertitudes en 2019 devrait être favorable à un rebond de la demande interne. Cependant, un scénario de tensions financières plus importantes qui induirait un fort ralentissement de la croissance, n'est pas à exclure.



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

ESPAGNE

- La croissance se poursuit à un rythme vigoureux, mais ralentirait en 2018-19
- L'Espagne sortirait cette année de la procédure de déficit excessif, malgré la relance budgétaire
- Les incertitudes politiques n'auraient que peu d'impact sur la croissance

L'activité devrait ralentir graduellement au second semestre de 2018 et en 2019. Malgré l'amélioration du marché de l'emploi, la consommation croîtrait moins vite, avec la fin des effets de rattrapage de la demande des ménages qui avaient jusqu'alors reporté leurs achats de biens durables.

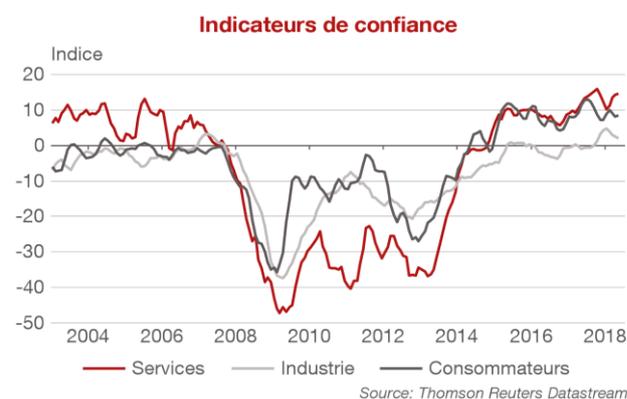
L'investissement reste solide, en particulier chez les entreprises exportatrices. Le secteur de la construction devrait poursuivre sa tendance positive face à une demande toujours résiliente et une hausse des prix des logements. Les exportations profiteraient du dynamisme en zone euro, mais devraient néanmoins ralentir. Le renforcement de l'euro face au dollar devrait encore peser sur la compétitivité des exportations hors zone euro.



Le programme budgétaire de 2018 inclut une hausse des retraites et 2 milliards d'euros de baisses d'impôts sur le revenu pour les catégories les plus modestes. Malgré le biais expansionniste, le déficit budgétaire

devrait néanmoins s'établir à hauteur de 2,4 % du PIB du fait de la poursuite de la croissance, permettant à l'Espagne de sortir de la procédure de déficit excessif.

En dépit de conditions de financement accommodantes, la croissance du crédit resterait atone dans un contexte de poursuite du processus de désendettement des ménages et des entreprises. La faiblesse du crédit continuera de pénaliser la profitabilité du secteur bancaire, alors que sa solvabilité et la qualité de son portefeuille se sont améliorées.



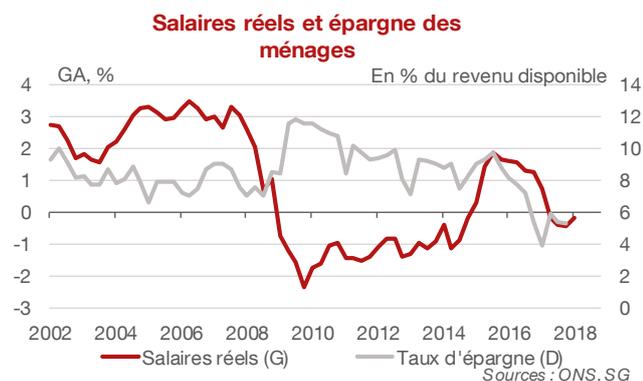
Les bouleversements politiques n'ont jusqu'à présent pas eu d'incidence négative sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Les tensions financières qui ont suivi la condamnation de membres du PP dans l'affaire Gürtel se sont apaisées après la nomination de Pedro Sanchez à la présidence du gouvernement et sa décision de reconduire le budget voté par Rajoy, destitué de son poste.

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

ROYAUME-UNI

- La croissance du PIB devrait ralentir à 1,5 % en 2018 et 1,3 % en 2019
- L'incertitude politique liée aux négociations sur le Brexit pèsera encore sur l'investissement
- Une nouvelle hausse de 25pb des taux de la Banque d'Angleterre est attendue d'ici à 2020

L'économie britannique s'est avérée résistante dans le sillage du referendum sur le Brexit, progressant de 1,9 % en moyenne sur les deux dernières années. Néanmoins, dans un contexte de sortie effective du Royaume-Uni de l'UE, nous anticipons un ralentissement, avec une croissance du PIB de 1,5 % en 2018 et 1,3 % en 2019. Si une croissance mondiale robuste devrait soutenir les exportations, l'investissement et la consommation privée sont susceptibles de ralentir, en raison de l'incertitude croissante entourant les relations futures avec l'UE après la date de départ officielle, fixée au 29 mars 2019.



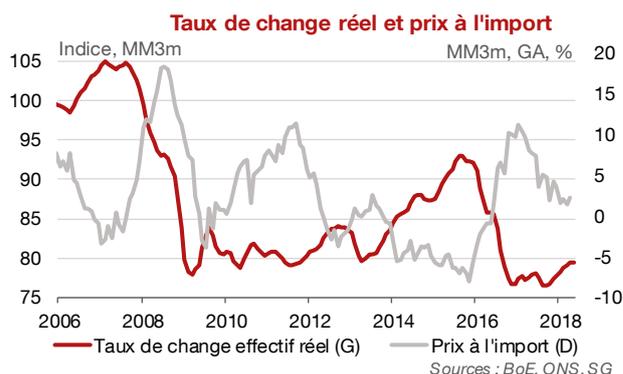
Les négociations sur le Brexit demeurent dans l'impasse. Aucune solution n'est en vue en ce qui concerne la frontière irlandaise, élément clé du processus de retrait ordonné. La mise en œuvre de la période de transition, qui maintient le statu quo jusqu'à la fin 2020, dépend d'un accord définitif et juridiquement contraignant sur le texte encadrant le divorce. Cet accord devrait être ratifié avant la fin 2018, la proposition en « dernier recours » formulée par l'UE pour la frontière irlandaise étant une solution temporaire, destinée à être revue par la suite. Cependant, il existe des incertitudes

considérables concernant la période post-transition, avec des perturbations potentielles dans les chaînes d'approvisionnement si les relations commerciales se détériorent sérieusement.

Nous estimons que les causes de l'accélération de l'inflation depuis 2016, dont la dépréciation de la livre, se sont estompées. Ainsi, l'inflation ralentirait, tout en demeurant au-delà de 2 % en 2018 et 2019. La BoE maintiendrait une politique monétaire accommodante en parallèle des négociations et ne procéderait qu'à une seule hausse de taux de 25pb en 2018.

Le gouvernement maintient son objectif de réduction du déficit budgétaire sous les 2 % d'ici à 2021. Cependant, compte tenu du règlement financier du Brexit, estimé à 37,1 Mds GBP, le déficit s'établirait au-dessus de 2 % à moyen-terme.

Les modalités du divorce avec l'UE constituent le principal risque à ce scénario. Sans accord sur le divorce d'ici au T1-19, la probabilité d'une sortie brutale augmenterait significativement. La forte volatilité de la livre qui suivrait nourrirait des pressions inflationnistes, obligeant la BoE à durcir sa politique plus rapidement, tandis que l'activité ralentirait.



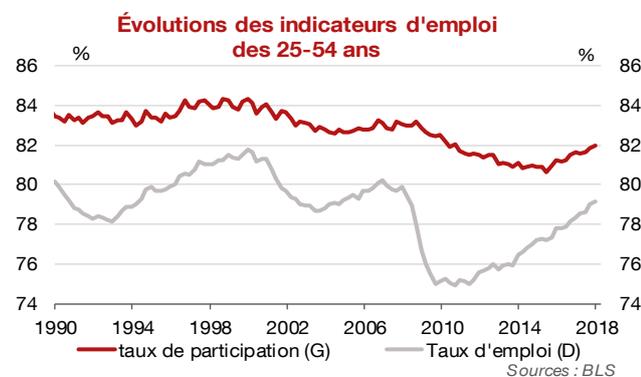
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	2,3	1,9	1,8	1,5	1,3
Consommation des ménages	2,6	2,9	1,7	1,4	1,1
Consommation publique	0,6	0,8	0,1	1,5	1,6
Investissement	2,8	1,8	4,0	2,3	0,5
Exportations	5,0	2,3	5,7	2,3	3,1
Importations	5,1	4,8	3,2	3,7	2,6
Pouvoir d'achat du revenu disponible	5,3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

ÉTATS-UNIS

- L'expansion budgétaire devrait soutenir la croissance du PIB au cours des deux ans à venir
- La Fed procédera à quatre hausses de taux de 25pb pendant le resserrement monétaire actuel
- Des prix de l'énergie et des taux plus élevés limiteront les effets du stimulus budgétaire

L'expansion budgétaire devrait soutenir la croissance du PIB lors des deux prochaines années, prolongeant le cycle d'expansion jusqu'en 2020. Nous prévoyons une croissance du PIB de 2,8 % et 2,4 % en 2018 et 2019 respectivement, avant un ralentissement en 2020 et un creux conjoncturel de 1 % en 2021-2022, sur la base d'une réduction des plafonds budgétaires sous la prochaine administration. Nous maintenons notre vision d'une convergence de la croissance du PIB vers sa tendance de long terme de 1,8 %.

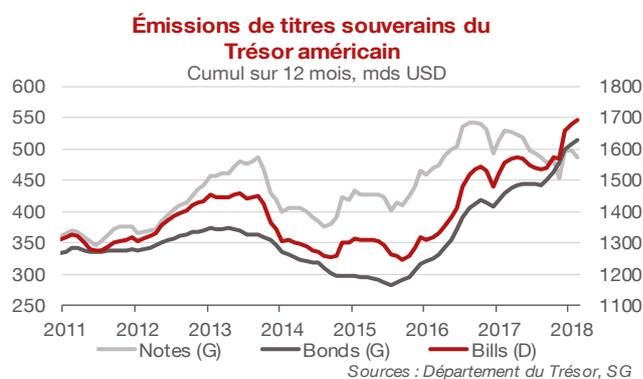
Le ralentissement de la consommation au T1 liée à la hausse des prix de l'essence est temporaire. La transmission des baisses d'impôts au revenu disponible et la confiance élevée des ménages suggèrent un fort rebond des dépenses de consommation à court-terme. Mais la progression rapide du crédit à la consommation et une épargne historiquement faible pourraient freiner cette tendance à moyen terme, notamment dans un contexte de renchérissement des coûts de l'énergie.



Alors que le marché du travail tend vers le plein-emploi, une certaine sous-capacité demeure. L'accélération de l'investissement des entreprises et de l'emploi devrait encourager une hausse de la population

active. Un rebond du taux de participation de la population des 25-54 ans est susceptible d'accélérer la croissance des salaires et de soutenir une inflation qui s'établirait au-delà de la cible de 2 % en 2018 et 2019.

Cet environnement entraînerait un resserrement progressif de la politique monétaire. Alors que la Fed intensifie la réduction de son bilan, elle devrait procéder à quatre hausses de taux de 25 pb durant le cycle de resserrement actuel, les taux des fonds fédéraux atteignant 2,75-3 % en 2020.



Compte tenu des émissions accrues de bons du Trésor visant à financer un déficit public qui se creuse, estimé à 5,8 % et 6,5 % en 2018 et 2019 respectivement, les taux de marché devraient augmenter. En cas de surprise à la hausse de l'inflation, la Fed pourrait durcir sa politique plus rapidement qu'anticipé. Une hausse des coûts d'emprunt réduirait la croissance des profits des entreprises, pesant sur l'investissement et l'emploi.

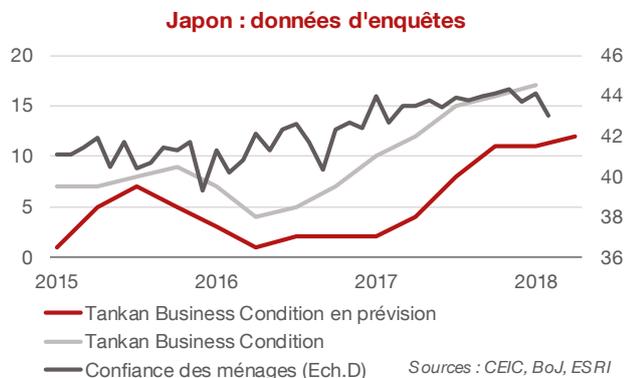
À l'approche d'élections de mi-mandat fin 2018, une intensification de la guerre commerciale menacerait sérieusement notre scénario de base.

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

JAPON

- **Toujours au-dessus de son potentiel, la croissance marque un début de fléchissement**
- **L'inflation continue d'accélérer, mais la cible de la BoJ sera difficile à atteindre**
- **Les incertitudes sont liées à l'appréciation du yen et à l'élection du leader LDP en septembre**

Après avoir progressé pendant 8 trimestres consécutifs, le PIB a reculé de 0,2 % au T1 2018 par rapport aux T4 2017. La confiance des ménages et des entreprises reste élevée et les exportations progressent à un rythme soutenu, le PIB japonais devrait croître à 1,2 % en 2018, au-dessus du potentiel de croissance estimée à 0,5-1 % par la Bank of Japan (BoJ). Comme le pic du cycle d'investissement est dépassé, la croissance du PIB devrait décélérer en 2019.



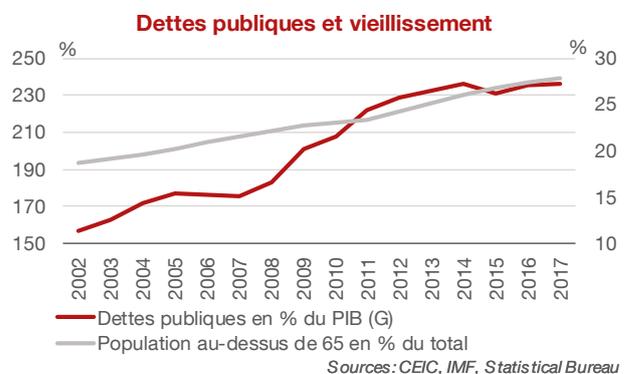
Le renouvellement du mandat d'Haruhiko Kuroda (à noter qu'un deuxième mandat du gouverneur de la BoJ est peu fréquent) suggère la continuité de la politique monétaire favorable à une reflation des prix. La politique budgétaire demeure également accommodante, ce qui est à court terme favorable à la croissance.

L'inflation devrait continuer à grimper, tirée par une dynamique de hausse salariale. Ce mouvement est renforcé par la hausse du prix du pétrole. La hausse programmée de la TVA de 8 % à 10 % en octobre 2019 (si elle a finalement lieu et si elle n'est pas lissée dans le temps) devrait pousser l'inflation à la hausse vers 2 % à

l'horizon 2020. L'inflation devrait diminuer par la suite compte tenu des fragilités structurelles qui érodent la demande domestique.

A horizon court, l'économie japonaise doit faire face à deux risques majeurs : 1/ Une appréciation trop forte du yen comme valeur refuge en cas de montée de l'aversion au risque à l'international, qui pénaliserait les exportations ; 2/ L'incertitude sur la poursuite des *abonomics* menés depuis 2013. La popularité du Premier ministre Shinzo Abe est en effet fragilisée par des accusations de favoritisme et d'irrégularités liées à une transaction immobilière. Ces scandales posent la question de son avenir politique et plus ponctuellement menacent ses chances de réélection comme leader du parti LDP en septembre 2018.

A plus long terme, la persistance des problèmes structurels (déséquilibre des finances publiques, réduction de la population active) pourrait faire entrer le Japon dans une nouvelle dynamique déflationniste.



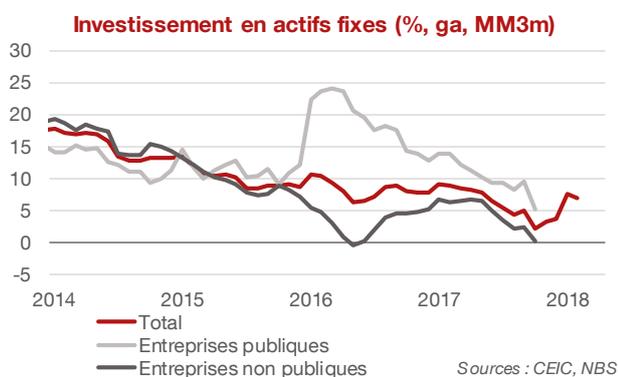
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	1,4	1,0	1,7	1,2	0,9
Consommation des ménages	0,0	0,1	0,9	0,7	1,0
Investissement	1,8	1,1	3,8	2,1	1,0
Exportations	2,9	1,7	6,7	5,2	4,6
Importations	0,7	-1,6	3,4	4,5	4,6
Pouvoir d'achat du revenu disponible net, % GA	0,8	2,3	1,6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

CHINE

- La croissance devrait enregistrer un début de ralentissement dès le T2-2018
- Le *policy mix* cherche à arbitrer entre le désendettement et une croissance « correcte »
- La situation financière des entreprises privées pourrait se détériorer

La croissance du PIB étant meilleure qu'attendue sur les deux derniers trimestres, nous relevons notre prévision de croissance de 6,4 % à 6,6 % pour 2018. Nous maintenons cependant notre scénario de ralentissement pour 2018 et 2019, les indicateurs conjoncturels commençant à montrer quelques signes de dégradation.

La croissance devrait enregistrer un début de ralentissement dès le T2-2018. Engagée dans la volonté d'ajuster les déséquilibres financiers, la régulation financière deviendra de plus en plus effective, ce qui devrait rendre les conditions de crédit plus contraignantes, notamment pour les entreprises du secteur privé. À cela s'ajoute le renforcement des normes environnementales et fiscales, qui devrait compresser les marges des entreprises et ralentir l'investissement.



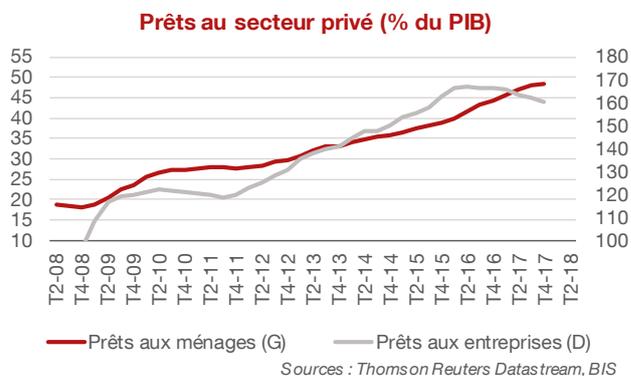
Enfin, par rapport à l'année 2017 où la conjoncture internationale et donc le commerce mondial étaient très favorables, nous voyons pour 2018 et 2019 une moindre

contribution du commerce extérieur à la croissance chinoise.

Le *policy mix* devrait agir pour contrer le ralentissement attendu de l'investissement, avec notamment une politique budgétaire accommodante et une politique monétaire qui tendra progressivement à s'assouplir. Dans ce contexte, nous voyons un accroissement du risque de défaut des entreprises privées, déjà visible sur le marché obligataire.

Une crise systémique n'est pas dans notre scénario central. Un risque à surveiller est celui de voir apparaître un *policy-mix* qui accorde un poids trop important à l'objectif de désendettement (*banking* et *shadow banking*) au détriment du soutien à la croissance, ce qui conduirait à un ralentissement économique plus sévère avec des à-coups, menaçant à son tour la stabilité financière.

Une guerre commerciale avec les Etats-Unis et une montée du protectionnisme à l'échelle mondiale auraient des conséquences négatives sur la croissance.



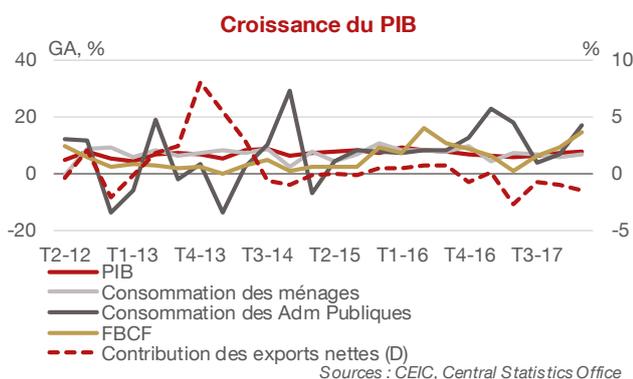
En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, taux de croissance en %	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2
Consommation	8,2	8,7	7,8	8,0	7,7
Investissement	6,1	6,2	4,8	4,6	4,0
Commerce extérieur (contrib., en pts de PIB)	-0,1	-0,7	0,6	0,3	0,3
Taux d'inflation, %	1,4	2,0	1,5	2,1	2,1
Solde budgétaire, % du PIB	-2,4	-3,0	-3,0	-2,6	-3,1
Dettes publique, % du PIB	41,1	44,3	47,6	50,8	53,9
Dettes externe, % du PIB	11,8	12,0	13,0	14,0	15,0
Solde courant, % du PIB	2,8	1,8	1,3	1,0	0,9

INDE

- La croissance économique devrait rester soutenue
- A l'approche des élections générales, la consolidation budgétaire devrait marquer une pause
- La hausse du prix du pétrole fait grimper le risque inflationniste et creuse le déficit courant

Les perspectives de croissance économique sont favorables. L'activité devrait progressivement accélérer en 2018 et rester solide en 2019 grâce au dynamisme de la demande interne.

L'activité devrait rester dynamique tirée par une amélioration des fondamentaux macro-économiques. Longtemps considérée comme un facteur d'instabilité, l'inflation semble maîtrisée. Le déficit courant s'est réduit durant les cinq dernières années, diminuant le degré de vulnérabilité externe. Le gouvernement a cherché également à améliorer le climat des affaires (adoption d'un code des faillites, relèvement des plafonds pour les IDE) et à favoriser l'accès aux services bancaires pour diminuer l'informalité. Dans le sillage des réformes économiques, la consommation et l'investissement devraient rester très dynamiques.



Malgré les efforts pour réduire le déficit budgétaire, celui-ci reste toujours élevé. En 2018/19 un budget expansionniste devrait ralentir le processus de consolidation budgétaire. En effet, en attendant l'arrivée

des élections générales d'avril-mai 2019, le gouvernement pourrait augmenter ses dépenses afin d'accroître sa popularité. La NDA (National Democratic Alliance) dominée par le BJP (Bharatiya Janata Party) devrait maintenir une position forte au pouvoir.

Si la mousson de 2018 est « normale », comme attendu, l'inflation des prix alimentaires en 2018 devrait être modérée. La hausse des prix du carburant entraînera toutefois une hausse de l'inflation, qui grimpe depuis la deuxième moitié de 2017. Bien qu'elle soit attendue à l'intérieur de la fourchette de la cible de la RBI (2 %-6 %), la banque centrale pourrait relever légèrement ses taux d'intérêt en 2018 pour stabiliser les anticipations d'inflation.



Hormis le risque inflationniste, l'Inde devra faire face à un risque de creusement du déficit courant, lié notamment à la hausse du prix du pétrole. Une hausse de la volatilité des marchés financiers mondiaux pourrait également être un élément perturbateur sur le marché des changes.

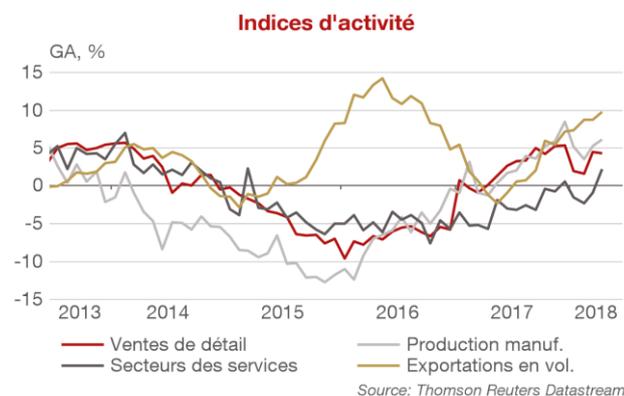
	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume, croissance en %, année fiscale	8,2	7,1	6,7	7,2	7,1
Consommation des ménages	7,4	7,3	6,6	4,8	7,4
Investissement	5,2	10,1	7,6	12,3	8,1
Exportations	-5,6	5,0	5,6	3,0	3,8
Importations	-5,9	4,0	12,4	8,0	8,0
Taux d'inflation, %	4,9	4,5	3,8	4,9	4,8
Solde budgétaire,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

BRESIL

- La croissance économique reste morose, reflétant la stagnation de la consommation privée
- Encore basse, l'inflation devrait augmenter avec la hausse des prix du pétrole et le recul du réal
- Les risques concernent les prochaines élections et l'adoption de la réforme budgétaire

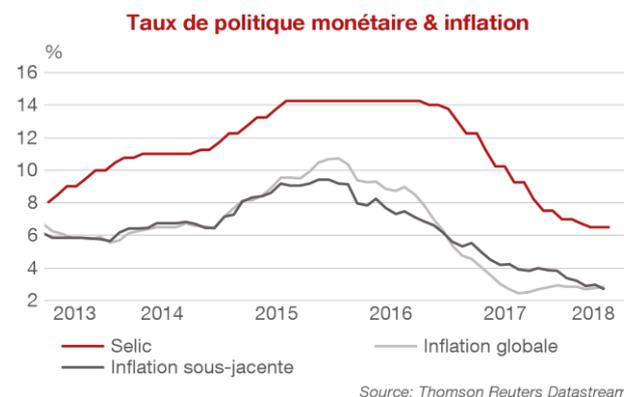
L'activité économique a entamé l'année sur un rythme lent. Le PIB réel a progressé de 0,4 % au T1 2018 (1,5 % GA), signe d'une consommation privée encore faible. En revanche, la reprise de l'investissement s'est poursuivie, reflétant des dépenses accrues en machines et équipements, alors que les exportations restent dynamiques.

L'activité devrait encore progresser en 2018, avant d'accélérer en 2019. Dans un contexte faiblement inflationniste, la consommation privée devrait tirer parti de la reprise progressive des salaires dans le secteur formel et de conditions de crédit assouplies. L'investissement devrait rebondir, encouragé par la hausse des prix des matières premières et le programme de privatisations et de concessions publiques en cours. Si la hausse de la demande extérieure et l'amélioration des termes de l'échange sont susceptibles de doper les exportations, un ralentissement en Argentine pénaliserait les expéditions de produits manufacturiers.



L'inflation générale reste stable à des niveaux historiquement bas. D'excellentes récoltes ont entraîné

le recul des prix des aliments. Les prix des biens non échangeables sont aussi orientés à la baisse (2,6 % GA en avril), signalant un niveau élevé de capacités excédentaires. Malgré une inflation inférieure à la cible de 4 % +/-1, la BCB a décidé, lors de la réunion du COPOM de mai, de laisser son taux directeur inchangé à 6,5 % en raison de la hausse de la volatilité financière, mettant le réal sous pression. Dans l'ensemble, l'inflation devrait rebondir dans les prochains mois en raison de la hausse des prix du pétrole et de l'effet de change, pour converger progressivement vers la cible de la BCB.



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

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

RUSSIE

- La croissance économique devrait rester modérée en raison de la faiblesse de l'investissement
- L'inflation reste contenue malgré la dépréciation du rouble suite aux sanctions américaines
- Des changements sur les prix du pétrole ou sur les sanctions pourraient générer de la volatilité

Bien que sortie de récession, l'économie russe reste sur une trajectoire de croissance faible. Après 1,5 % en 2017, le PIB a progressé de 1,3 % en GA au T1-18, dans un contexte d'investissement atone, de goulots d'étranglement structurels et de faible productivité. Malgré la hausse des prix du pétrole, la croissance russe devrait rester inférieure à 2 % en 2018-2019.

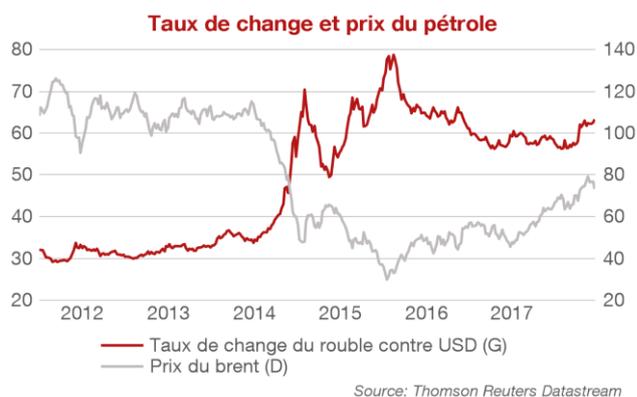


L'imposition d'une nouvelle série de sanctions par le département du Trésor américain en avril 2018 (ciblant 7 oligarques, 17 hauts fonctionnaires et 14 entreprises), a suscité une baisse prononcée sur les marchés financiers et a accru l'incertitude. Ces sanctions américaines ainsi que les contre-sanctions russes devraient pénaliser l'investissement en réduisant l'accès aux financements externes et en augmentant les coûts de financement. Selon la Banque des règlements internationaux, le financement étranger a significativement baissé : l'encours des prêts accordés par des banques étrangères à la Russie a reculé de 50 % depuis 2014. La baisse des marges des entreprises assombrirait également les perspectives d'investissement.

La consommation des ménages devrait cependant résister grâce à la solide progression des salaires réels,

dans un contexte de chômage historiquement faible (5 % au T1 2018).

Les exportations, en forte hausse en 2017, devraient bénéficier de la vigueur économique de l'UE (qui absorbe 40 % des exportations russes) et de l'Asie (30 % des exportations russes, dont 11 % liées à la Chine). Le pays bénéficie en outre de l'organisation de la coupe du monde de football, en juin 2018. L'excédent de la balance courante a atteint 40 mds USD sur douze mois au T1 2018 et devrait continuer de progresser en 2018-2019.



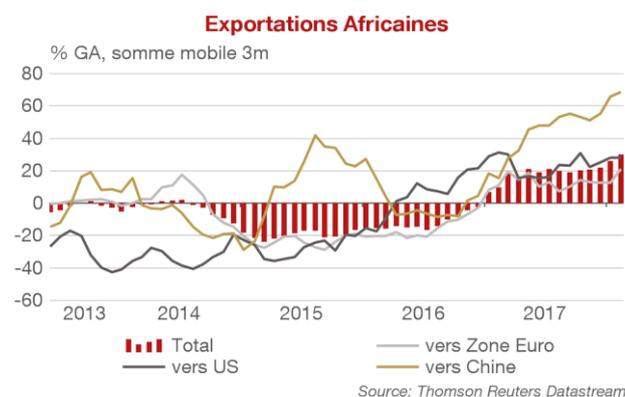
En 2017 et au T1 2018, l'inflation a ralenti pour atteindre des niveaux inédits depuis l'ère soviétique (2,2 % GA en février 2018), incitant la Banque centrale de Russie (CBR) à abaisser son taux d'intérêt directeur à 7,25 % en mars 2018. Suite à l'annonce des sanctions américaines et la dépréciation consécutive du rouble en avril, l'inflation a légèrement augmenté pour atteindre 2,4 % en avril et mai 2018. Dans ce contexte, la CBR a revu son plan de réduction graduelle du taux directeur, laissant les taux inchangés au mois d'avril et de mai.

En %	2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB en volume	-2,8	-0,1	1,5	1,2	1,2
Consommation des ménages	-8,1	-1,5	3,9	3,0	2,5
Investissement	-13,4	-0,8	4,0	2,5	2,0
Exportations	3,7	3,2	5,0	3,0	2,5
Importations	-25,8	-3,8	16,7	9,0	7,0
Taux d'inflation, %	15,5	7,0	3,7	2,5	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-3,4	-3,7	-2,1	-1,5	-1,0
Dettes publiques, % du PIB	15,9	15,6	17,4	17,7	18,2
Dettes externes, % du PIB	38,0	40,0	35,9	35,0	34,6
Solde courant, % du PIB	5,0	2,0	2,8	3,2	3,6

AFRIQUE

- **La croissance régionale accélère, portée par une meilleure conjoncture internationale**
- **Cette croissance reste toutefois insuffisante et hétérogène**
- **La hausse des niveaux d'endettement public constitue un nouveau facteur de vulnérabilité**

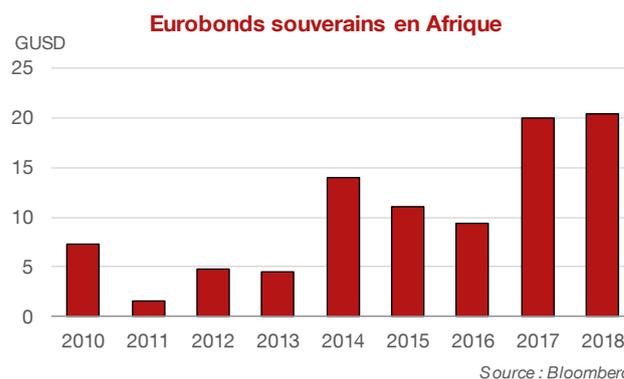
La croissance régionale continuera son accélération en 2018, aux alentours de 4 % (vs. ca. 3,5 % l'année dernière) : 32 des 53 pays de la zone devraient enregistrer cette année une croissance réelle du PIB supérieure à celle de 2017. Ceci s'explique principalement par une accélération des moteurs de croissance externes, soutenus par une meilleure conjoncture internationale. Les exportations africaines croissent rapidement (+30 % en ga. en février 2018), bénéficiant vraisemblablement à la fois d'un effet volume (confirmation du dynamisme économique des principaux partenaires commerciaux) et d'un effet prix (remontée des prix des principales matières premières exportées : hydrocarbures, produits agricoles, coton, etc.). A l'inverse, les moteurs internes sont encore au ralenti : par exemple, la distribution de crédit au secteur privé demeure globalement atone, alors que de nombreux secteurs bancaires (régionaux) sont fragilisés par des niveaux de créances douteuses élevés. Au total, les rythmes de croissance attendus d'ici à 2020 restent i) hétérogènes et différenciés entre les différentes sous-régions, entre les différentes structures économiques (pays pétroliers ou non), entre les « petits » et les « grands » pays ; ii) insuffisants pour assurer une progression tangible des PIB par habitant (la population totale africaine devant croître de 2,5 % par an d'ici 2020), et iii) inférieurs aux taux de croissance enregistrés entre 2004 et 2007 (plus de 5 % par an).



Dans ce contexte plus favorable, les déséquilibres financiers extérieurs se résorbent progressivement : légère réduction des déficits courants, confiance élevée des investisseurs internationaux favorisant les flux de financement (IDEs, investissements de portefeuille –

ayant entraîné une hausse des principales bourses régionales, flux de dettes – cf. infra), tendance à l'assouplissement (au moins partiel) des régimes de change (Angola, Nigéria, Maroc). La plupart des pays enregistrent une légère hausse de leurs réserves de change, même si globalement le niveau en termes de couverture des importations reste faible.

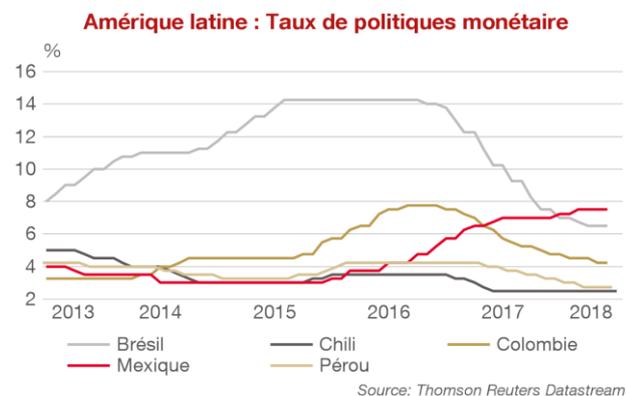
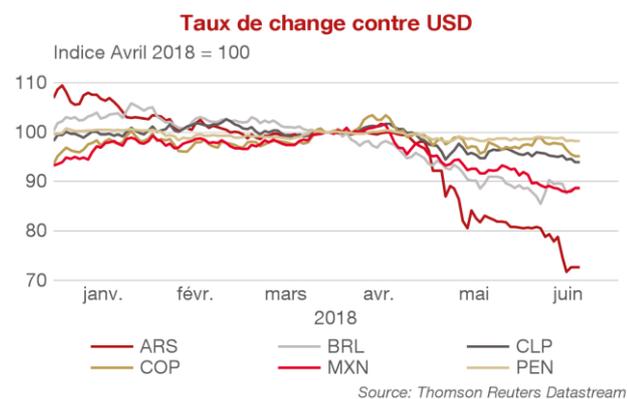
Les finances publiques régionales semblent plus fragiles. Si le déficit fiscal régional devrait lui aussi se réduire graduellement dans les années à venir, les niveaux d'endettement public ont significativement augmenté dans l'ensemble de la région (de 35 % du PIB à fin 2012 à 55 % du PIB à fin 2017) alors même que la mobilisation des ressources fiscales demeure perfectible (impôts comptant pour moins de 20 % du PIB en moyenne sur le continent). En outre, la composition de cet endettement public a évolué en faveur de ressources plus onéreuses, ie. créanciers bilatéraux hors « Club de Paris » (en particulier la Chine) et marchés de capitaux internationaux. Afin de profiter de coûts d'endettement encore relativement abordables (et donc devancer la hausse en cours des taux d'intérêts mondiaux), les pays Africains multiplient les émissions d'obligations souveraines : plus de 20 GUSD d'Eurobonds ont été émis depuis le début de l'année, dépassant déjà le précédent record historique de 2017. Cette hausse de l'endettement public représente un nouveau facteur de vulnérabilité, notamment en cas de croissances décevantes, de nouveaux dérapages budgétaires, de fortes fluctuations des taux de change, ou de durcissement plus rapide que prévu des conditions financières. Selon le FMI, la viabilité de la dette des pays à faible revenu s'est détériorée : 15 pays (sur 35) sont désormais surendettés ou risquent de le devenir, contre 6 sur 34 à fin 2014.



AMÉRIQUE LATINE

- Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt internationaux, les devises se sont dépréciées
- La chute brutale du peso argentin et les hausses de taux pèseront sur la croissance et l'inflation
- Si la baisse du réal et du peso mexicain reste modérée, les marchés surveilleront les élections

Les marchés d'Amérique latine connaissent une volatilité croissante depuis la fin avril, dans un environnement mondial de hausse des taux et de réévaluation du risque lié aux marchés émergents. Les principales devises ont toutes perdu du terrain face au dollar US, avec un recul plus marqué en Argentine, au Brésil et au Mexique.



En Argentine, le plongeon de la devise est lié à la dégradation des fondamentaux macroéconomiques. Malgré une réduction des subventions publiques, le déficit budgétaire a progressé (6 % du PIB en 2017) et

l'inflation reste élevée (26 % GA en avril). Le déficit accru des comptes courants (4,8 % du PIB) a été essentiellement financé par une hausse rapide de la dette extérieure, incluant des montants significatifs de titres à court terme émis par la banque centrale.

Afin d'apaiser les tensions sur le marché des changes, la banque centrale a relevé son taux directeur de 27 % à 40 %, tandis que le gouvernement a annoncé de nouvelles coupes dans les dépenses. Par ailleurs, le gouvernement et le FMI sont arrivés à un accord pour un programme Stand-By de 36 mois et s'élevant à 50 mds USD. La hausse des taux et la réduction des dépenses publiques pourraient déclencher un ralentissement économique, l'inflation restant élevée en raison de la répercussion des effets de change sur les prix intérieurs.

Au Brésil, l'ajustement cambial (10 % contre le dollar US) semble moins problématique à ce stade. Le taux d'inflation, inférieur à la cible de la banque centrale, est historiquement bas. Les autorités monétaires ne sont pas intervenues et ont maintenu le Selic (taux directeur) à son niveau plancher. La balance courante est presque équilibrée et les réserves de change amplement suffisantes. Les pressions sur la devise pourraient toutefois se renforcer si les marchés estiment que les élections générales (prévues en octobre) porteront au pouvoir un gouvernement faible, incapable de mettre en œuvre la réforme budgétaire.

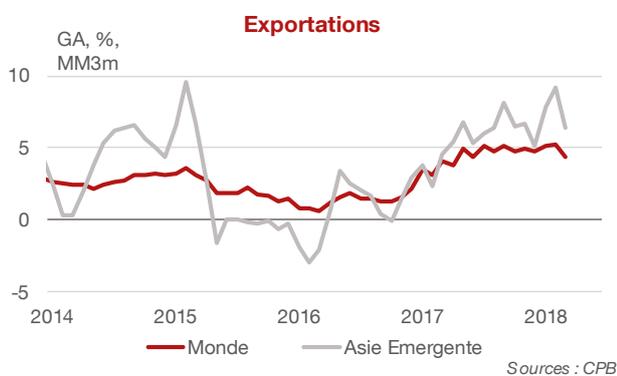
De même qu'au Brésil, la dépréciation du peso mexicain ne menace pas les perspectives d'une accélération modérée du PIB en 2018. En raison de la baisse tendancielle de l'inflation, la BanXico a maintenu son taux directeur inchangé et s'est abstenue d'intervenir sur le marché des changes. Les risques proviennent des élections générales du 1^{er} juillet, dans un contexte de rejet prononcé des partis traditionnels. En outre, les nombreux retards de la renégociation de l'ALENA sont susceptibles de générer de la volatilité.

Contrairement à celles des grandes économies, les devises du Chili, de la Colombie et du Pérou ne se sont dépréciées que modestement. Les fondamentaux macroéconomiques semblent plus solides dans ces pays. La croissance a accéléré au T1 et devrait rester soutenue en 2018, épaulée par une demande extérieure robuste et une consommation privée solide.

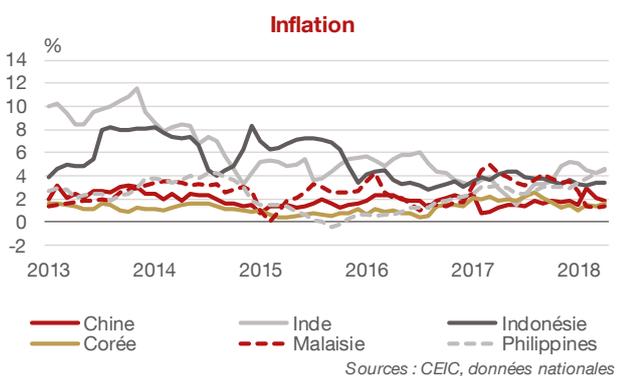
ASIE ÉMERGENTE

- La croissance devrait rester dynamique avec les exportations encore bien orientées
- L'inflation tend à augmenter, ce qui conduirait au début d'un cycle de resserrement monétaire
- Une montée des taux internationaux et du protectionnisme constitue des risques à surveiller

L'Asie émergente devrait voir sa croissance se stabiliser en 2018 (6,1 % contre 6,2 % en 2017) et marquer une légère décélération en 2019 (5,8 %). La région reste de loin la plus dynamique au monde. L'Asie émergente participe pleinement au cycle technologique (smartphones, objets connectés, semi-conducteurs) et bénéficie d'une demande extérieure très dynamique, qui stimule l'investissement productif.



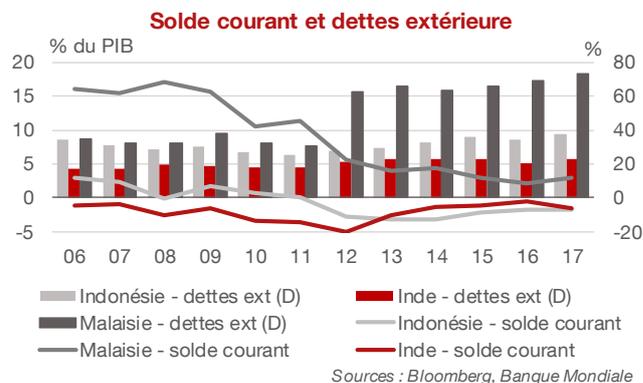
Malgré l'accélération de la croissance en 2017, l'inflation est largement restée modérée, ce qui est dû à une combinaison de facteurs qui incluent entre autres la chute du prix des matières premières depuis 2013 et les effets du progrès technologique y compris l'automatisation des processus de production.



Cependant, l'inflation est orientée à la hausse depuis fin 2017, un phénomène largement expliqué par le rebond partiel du prix des matières premières. En réponse à cette évolution, plusieurs banques centrales pourraient procéder en 2018 à un resserrement des conditions monétaires, qui restent pour l'instant très accommodantes.

Les principales incertitudes concernent un possible resserrement des conditions financières mondiales et le risque d'une montée du protectionnisme.

En termes de liquidité externe, les pays d'Asie émergente se sont dotés d'un coussin de sécurité externe -un volume considérable de réserves de change- qui devrait faciliter l'amortissement des chocs externes, même durables. Sur le plan de la vulnérabilité externe, nous notons que l'Inde et l'Indonésie présentent des fragilités du fait de leurs déficits courants. La dette extérieure en Malaisie est fortement orientée à la hausse, ce qui fait également apparaître une fragilité en cas d'augmentation de l'aversion pour le risque sur les marchés internationaux.



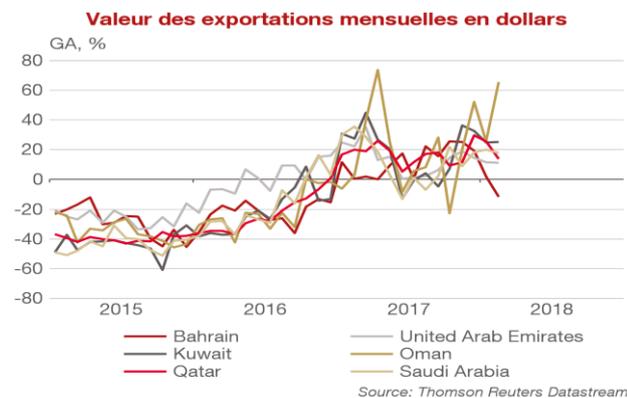
Un protectionnisme accru pourrait fortement perturber les chaînes globales de valeur et, compte tenu de l'intégration internationale de l'Asie, peser lourdement sur la croissance.

PAYS DU GOLFE

- La hausse des recettes pétrolières a diminué le besoin immédiat d'ajustement budgétaire
- L'accumulation rapide de dette publique reste toutefois une source de préoccupation
- L'amélioration des soldes courants réduit mais n'élimine pas le risque de change

Les perspectives pour les pays du GCC se sont améliorées grâce à la reprise partielle des cours du pétrole. Le rebond des recettes provenant des exportations d'hydrocarbures rend en effet le besoin d'ajustement budgétaire moins urgent que lorsque les cours du pétrole s'étaient effondrés en 2015-2016. La demande intérieure bénéficie à l'heure actuelle de l'assouplissement de la consolidation fiscale, et tire la croissance des secteurs non-pétroliers. Celle-ci devrait accélérer en 2018, mais demeurera bien en deçà de la moyenne de 7,5 % pour la période 2003-2014.

L'accord OPEP + a permis de soutenir des prix du pétrole plus élevés : USD 73/b en mai 2018, soit 35 % au-dessus de la moyenne de 2017 (et +70 % par rapport à 2016). Or, l'Arabie Saoudite et la Russie seraient prêts à relever progressivement leurs plafonds de production au S2-18. Un prix du pétrole au-delà de USD 80/b pourrait notamment inciter des entreprises américaines à injecter des ressources supplémentaires dans l'exploitation du pétrole de schiste et faire à nouveau perdre la maîtrise des prix aux monarchies pétrolières.



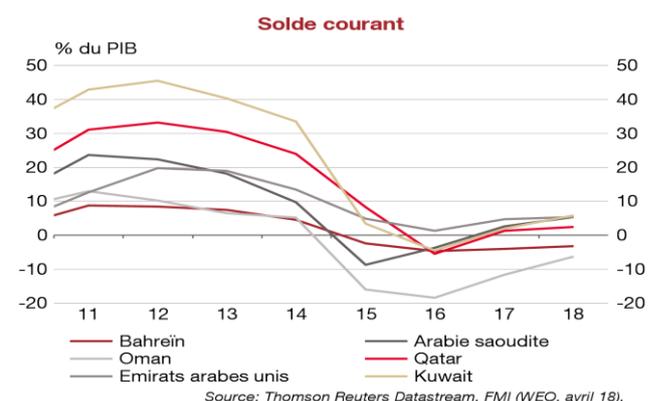
Grâce à la hausse des recettes, le déficit budgétaire des pays du Golfe devrait progressivement se réduire de 9 % du PIB en moyenne en 2017 à 5 % du PIB d'ici à 2020. Or, l'émission d'obligations souveraines sur les marchés internationaux reste très élevée : USD 37 mds en 2016, USD 37 mds en 2017 et USD 29 mds entre janvier et mai 2018.

Les investisseurs souhaitent toujours renforcer leur exposition au GCC, en raison des faibles ratio dette sur PIB et des importants coussins financiers (fonds souverains) qui donnent de la visibilité. Même les

émetteurs « *non-investment grade* » avec des fondamentaux fragiles, comme le Bahreïn ont réussi leurs placements d'eurobonds souverains, mais les rendements de cette dette (7,1 % fin mai) sont très élevés au sein du groupe des pays émergents. Le risque est qu'à terme, le refinancement de cette dette doive s'effectuer à des conditions de marché internationales moins favorables.

L'amélioration générale des comptes courants est favorable au maintien des régimes de change fixe vis-à-vis du dollar. Toutefois, Bahreïn fait encore face à d'importantes vulnérabilités et sa stabilité monétaire dépendra du maintien du soutien financier des alliés, l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis. À Oman, l'État est engagé dans des projets d'infrastructure et de soutien de l'emploi des nationaux, ce qui maintiendra des déséquilibres budgétaires et externes considérables. En cas de tensions sur la liquidité, Oman pourrait dans un premier temps mobiliser ses fonds souverains mais sa situation pourrait devenir fragile.

Pour préparer l'après pétrole et diversifier son économie, l'Arabie saoudite a lancé un vaste programme de réformes (ouverture aux investisseurs étrangers, privatisations, introduction d'une TVA à 5 %) en vue d'améliorer l'environnement des affaires et de promouvoir une croissance plus créatrice d'emplois. Le succès n'est toutefois pas assuré. Le Qatar a résisté au blocus par d'autres États de la région à l'aide de nouvelles routes commerciales. La richesse financière du pays, ses fondamentaux solides (excédent courant élevé) créent des conditions propices pour une expansion soutenue. La crise politique régionale n'est pourtant pas finie et demeure un facteur d'incertitude.



EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

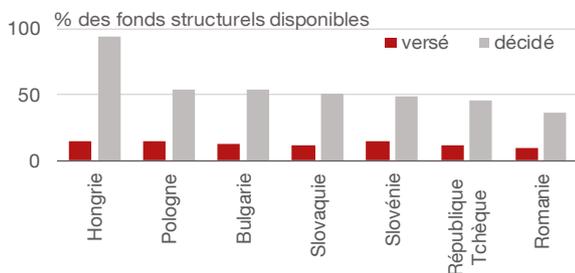
- La croissance reste robuste, soutenue par une demande domestique et externe dynamique
- La nette progression des salaires devrait entraîner une remontée de l'inflation dans la région
- Les pressions sur la livre turque ont conduit à un resserrement monétaire qui pèsera sur l'activité

Après l'accélération de 2017, l'activité est restée dynamique dans la région au T1 2018. Pour l'ensemble de l'année, la croissance du PIB devrait rester robuste, soutenue par les exportations vers la zone euro et la demande interne. La croissance pourrait ralentir en 2019 en raison d'un environnement externe moins favorable et de politiques monétaires plus restrictives.

Initié en 2017, le renforcement de l'investissement se poursuivra en 2018 grâce aux fonds structurels de l'UE, qui dopent le secteur de la construction. Jusqu'à présent, l'absorption des fonds structurels européens s'est avérée très inégale au sein de la région.

Alors que l'inflation grignote le pouvoir d'achat des ménages, la consommation privée pourrait légèrement ralentir en 2018-2019. Elle restera cependant un moteur de croissance, soutenu par l'amélioration de l'emploi et les hausses de salaires.

Absorption des fonds structurels européens au T1-2018



Source: Commission Européenne

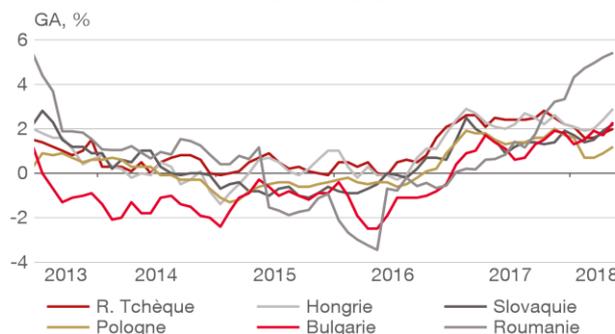
Sur le marché du travail, les contraintes du côté de l'offre s'accumulent. La part des employeurs préoccupés par des pénuries de main-d'œuvre a atteint un niveau inédit. Par ailleurs, la progression des salaires réels ne s'est pas accompagnée d'une hausse parallèle de la productivité, ce qui a provoqué une augmentation du coût unitaire du travail.

Néanmoins, la croissance rapide des salaires n'a pas entraîné de rebond significatif de l'inflation, sauf en Roumanie, où elle a atteint un point haut depuis cinq ans (5,2 % en GA en avril). Dans la plupart des pays, l'inflation sous-jacente reste inférieure aux cibles des banques centrales. Cette tendance s'explique par un faible niveau d'inflation en zone euro et par une appréciation des taux de change effectifs réels (+9% en 2017 pour le CZK et le PLN). En outre, les entreprises

ont probablement absorbé la hausse des coûts salariaux en réduisant leurs marges plutôt qu'en augmentant les prix, comme en témoigne le recul de l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB.

À terme, cette croissance supérieure au potentiel devrait se répercuter sur l'inflation dans la région. Les banques centrales tchèque et roumaine devraient continuer à relever leurs taux directeurs en 2018-2019, tandis que les banques centrales polonaise et hongroise pourraient enclencher leurs premières hausses de taux depuis la crise de la dette en zone euro en 2011/2012.

Taux d'inflation



Source: Thomson Reuters Datastream

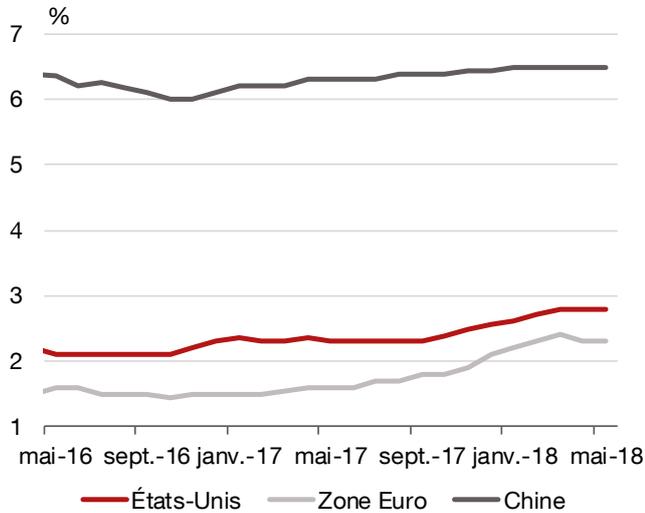
Au sein des PECO, cette dynamique de croissance robuste est bien équilibrée, avec un recul des niveaux d'endettement et des situations financières extérieures renforcées, sauf en Turquie et en Roumanie.

En Turquie, les craintes concernant la stabilité macro-économique (inflation à deux chiffres, déficit courant croissant) ont provoqué une chute de la livre. La banque centrale a relevé ses taux afin de rétablir la stabilité, mais cela risque de peser sur l'activité. En Roumanie, l'accélération de l'inflation et l'aggravation des déficits jumeaux augmentent les risques de volatilité de la devise.

À plus long terme, la réduction des fonds structurels européens constituerait un risque majeur pour les PECO. Le projet de budget de l'UE pour 2021-2027 publié en mai annonce une réduction de 7 % de ces fonds, associée à une modification des critères d'allocation. À l'avenir, l'UE pourra suspendre ou réduire l'accès aux fonds structurels si un pays ne respecte pas l'État de droit. Ces décisions pourraient avoir un impact significatif sur l'investissement dans la région, et sur son potentiel de croissance.

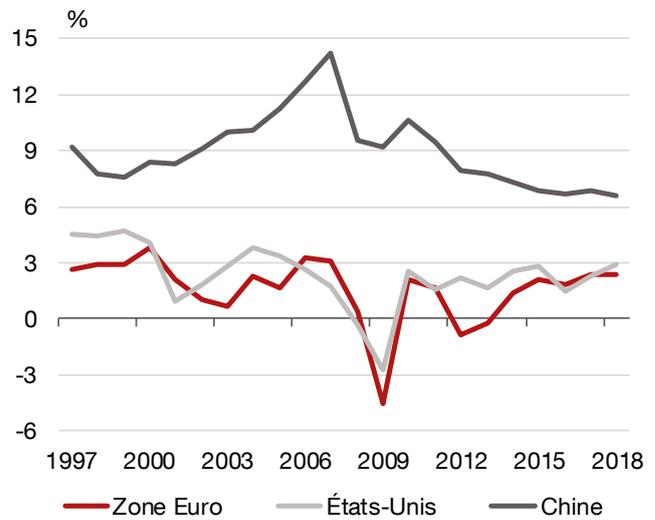
Données Économiques

Consensus Bloomberg: croissance du PIB en 2018



Source : Bloomberg

Croissance du PIB



Source : SG

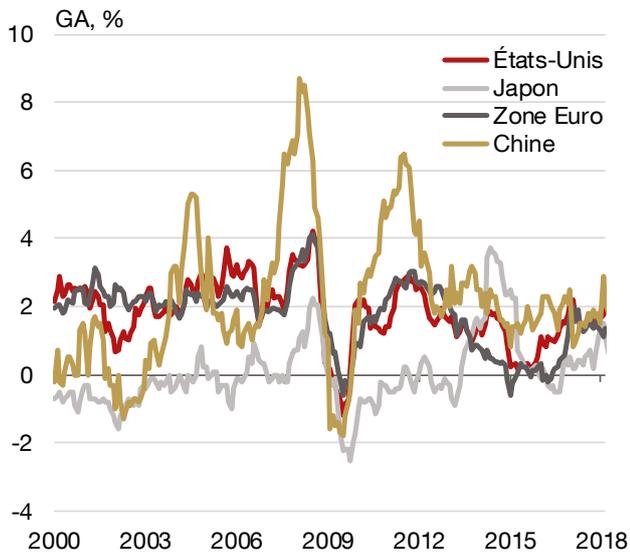
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
PIB en volume, taux de croissance en %											
Monde*	2,5	2,7	2,9	2,9	2,6	3,3	3,3	3,1	2,8	2,7	2,7
États-Unis	2,2	1,7	2,6	2,9	1,5	2,3	2,8	2,4	1,5	1,0	1,0
Japon	1,5	2,0	0,3	1,4	1,0	1,7	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7
Royaume-Uni	1,5	2,1	3,1	2,3	1,9	1,8	1,5	1,3	1,3	1,5	1,6
Zone euro	-0,8	-0,2	1,4	2,0	1,8	2,5	2,1	1,8	1,5	1,3	1,3
Allemagne	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,5	2,0	1,9	1,5	1,3	1,3
France	0,4	0,6	1,0	1,0	1,1	2,3	1,8	1,7	1,5	1,5	1,5
Italie	-2,9	-1,7	0,2	0,8	1,0	1,6	1,4	1,5	1,4	1,0	0,9
Espagne	-2,9	-1,7	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,7	1,5	1,4
Chine	7,9	7,8	7,3	6,9	6,7	6,9	6,6	6,2	5,8	5,6	5,6
Inde	5,5	6,4	7,4	8,2	7,1	6,7	7,2	7,1	7,2	7,3	7,4
Brésil	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,5	1,0	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5
Russie	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,1	1,5	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5
Investissement en volume, taux de croissance en %											
Monde*	2,8	2,6	3,3	2,7	3,3	3,4	3,5	2,8	2,4	2,2	2,2
États-Unis	2,6	1,8	3,5	3,4	2,2	3,1	3,3	2,8	1,6	1,0	1,0
Japon	3,5	5,0	2,9	1,8	1,1	3,8	2,1	1,0	0,2	0,6	0,4
Royaume-Uni	2,1	3,4	7,1	2,8	1,8	4,0	2,3	0,5	2,1	2,8	1,7
Zone euro	-3,3	-2,4	1,9	3,0	4,5	3,1	2,7	2,4	2,0	1,7	1,6
Allemagne	-0,1	-1,2	3,7	1,0	2,9	4,0	3,2	2,1	1,9	1,4	1,2
France	0,4	-0,7	0,0	0,9	2,7	4,7	2,7	2,2	1,8	1,7	1,7
Italie	-9,4	-6,6	-2,2	1,9	3,3	3,9	2,7	2,4	1,9	1,4	1,2
Espagne	-8,6	-3,4	4,7	6,5	3,3	5,0	3,5	3,3	2,2	1,8	1,7
Chine	7,2	6,2	6,4	6,1	6,2	4,8	4,6	4,0	3,9	3,7	3,8
Inde	2,4	2,5	1,9	5,2	10,1	7,6	12,3	8,1	7,4	7,5	7,6
Brésil	0,8	5,8	-4,2	-13,9	-10,3	-1,8	4,7	6,0	3,5	4,0	4,0
Russie	5,9	1,3	-2,7	-13,4	-0,8	4,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0

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

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

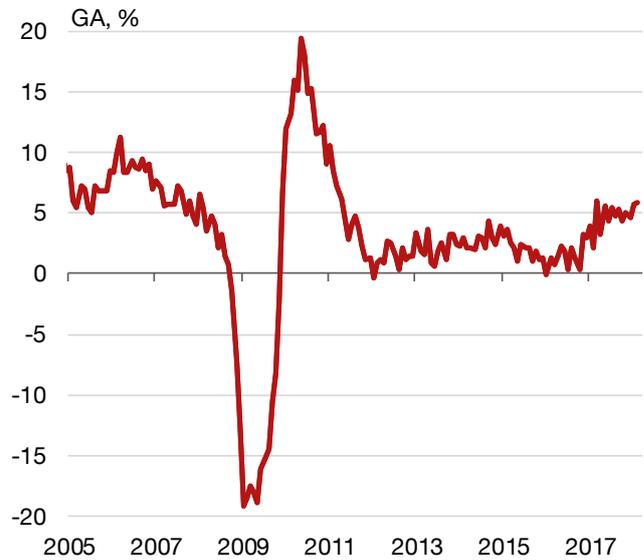
Données Économiques

Indices des prix à la consommation



Sources : Instituts statistiques nationaux. SG

Commerce international en volume



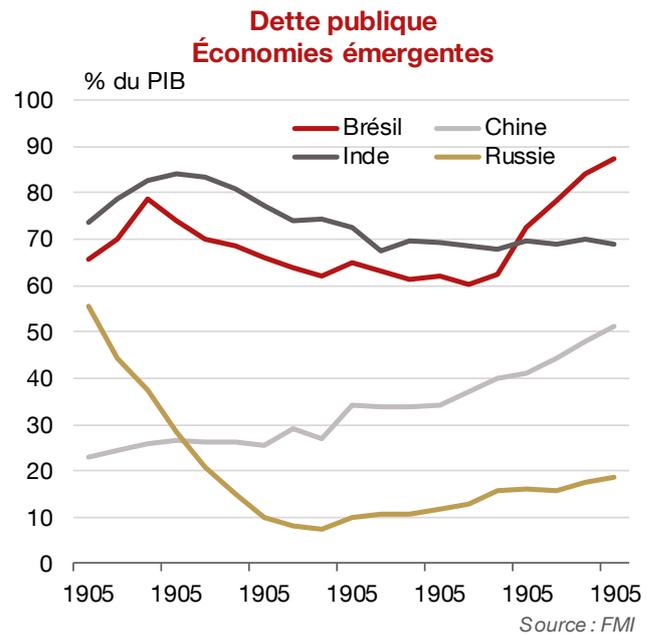
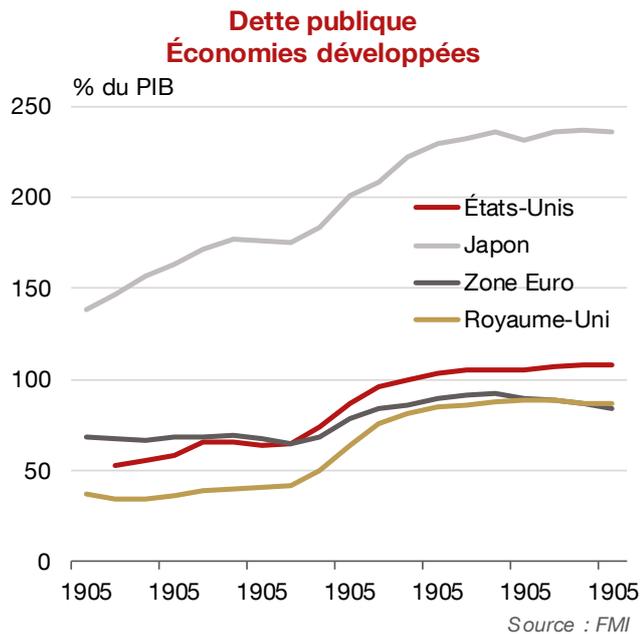
Sources : CPB, SG

	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	2,4	2,2	2,0	2,0
États-Unis	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,4	2,2	1,9	1,3	1,2
Japon	-0,1	0,3	2,8	0,8	-0,1	0,5	1,4	1,7	2,1	1,1	0,9
Royaume-Uni	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,6	2,4	2,3	1,8	2,0	1,8
Zone euro	2,5	1,4	0,4	0,0	0,2	1,5	1,4	1,6	1,7	1,7	1,6
Allemagne	2,0	1,5	0,9	0,2	0,5	1,7	2,0	1,9	1,7	1,7	1,7
France	2,0	0,9	0,5	0,0	0,2	1,0	1,8	1,5	1,8	1,9	1,9
Italie	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,0	0,9	1,5	1,6	1,5
Espagne	2,5	0,4	-0,5	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,3	1,8	1,7	1,7
Chine	2,6	2,6	2,0	1,4	2,0	1,5	2,1	2,1	1,8	2,0	2,3
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	15,5	7,0	3,7	2,5	3,5	4,0	4,0	4,0
Solde courant, % du PIB											
États-Unis	-2,6	-2,1	-2,1	-2,4	-2,4	-2,4	-2,7	-3,5	-4,2	-3,9	-3,4
Japon	1,0	0,9	0,8	3,1	3,8	4,0	3,1	3,0	2,9	2,9	2,8
Royaume-Uni	-4,3	-5,6	-5,4	-5,2	-5,7	-4,1	-4,1	-3,8	-4,2	-4,0	-4,2
Zone euro	1,4	2,2	2,4	3,2	3,4	3,5	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0
Allemagne	7,1	6,8	7,5	9,0	8,5	8,1	8,0	7,9	7,7	7,7	7,6
France	-1,0	-0,5	-1,0	-0,4	-0,8	-0,6	-1,2	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3
Italie	-0,3	1,0	1,9	1,5	2,6	2,8	2,5	2,3	2,1	2,0	1,9
Espagne	-0,2	1,5	1,1	1,1	1,9	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
Chine	2,5	1,5	2,2	2,8	1,8	1,3	1,0	0,9	1,2	1,1	1,0
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	5,0	2,0	2,8	3,2	3,6	3,8	3,9	4,0

Sources : FMI, Statistiques nationales, Prévisions et calculs SG

* Moyenne pondérée par le PIB des 11 pays présentés ici

Données Économiques

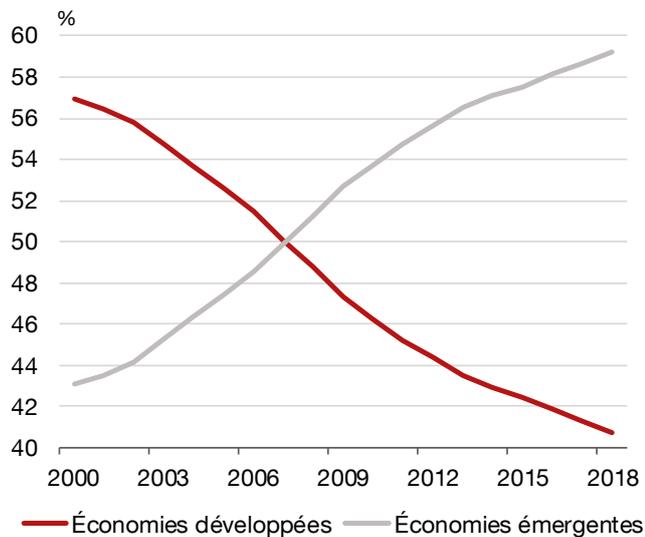


	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018(p)	2019(p)	2020(p)	2021(p)	2022(p)
Solde budgétaire, % du PIB											
États-Unis	-9,0	-5,5	-4,9	-4,3	-5,0	-3,5	-5,9	-6,6	-6,5	-6,3	-5,9
Japon	-8,3	-7,6	-5,4	-3,5	-4,2	-4,1	-3,8	-3,0	-2,8	-2,8	-2,8
Royaume-Uni	-8,2	-5,4	-5,4	-4,3	-3,0	-1,9	-1,9	-2,1	-2,3	-2,1	-1,9
Zone euro	-3,6	-3,0	-2,6	-2,1	-1,5	-1,2	-0,9	-1,2	-1,0	-0,9	-0,8
Allemagne	0,0	-0,2	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
France	-5,0	-4,1	-3,9	-3,6	-3,4	-2,6	-2,4	-2,9	-2,0	-1,8	-1,6
Italie	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	-2,5	-2,3	-2,0	-3,7	-3,5	-3,4	-3,4
Espagne	-10,5	-7,0	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,4	-1,9	-1,7	-1,5	-1,4
Chine	-0,3	-0,8	-0,9	-2,4	-3,0	-3,0	-2,6	-3,1	-3,3	-3,3	-3,0
Inde	-7,6	-7,0	-7,2	-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	-3,4	-3,7	-2,1	-1,5	-1,0	-0,5	0,3	0,5
Dette publique, % du PIB											
États-Unis	99	101	102	101	105	104	106	108	110	114	117
Japon	206	210	215	215	218	221	223	224	223	222	222
Royaume-Uni	85	86	87	88	88	88	87	87	88	88	87
Zone euro	90	92	92	90	89	87	85	83	82	80	78
Allemagne	80	78	75	71	68	65	61	58	55	53	50
France	91	93	95	96	97	97	97	96	95	94	93
Italie	123	129	132	132	132	131	130	130	130	130	131
Espagne	86	96	100	99	99	98	97	96	94	93	92
Chine	34	37	40	41	44	48	51	54	57	60	62
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	17	18	18	18	18	18

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

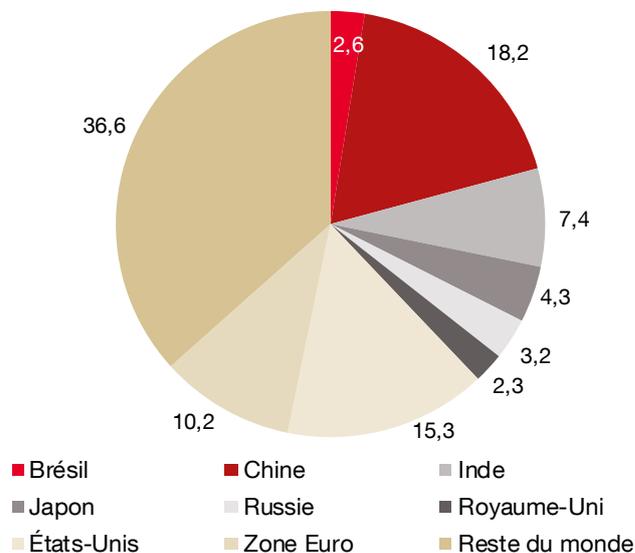
Données Structurelles

Poids dans le PIB mondial en PPA



Sources : FMI, SG

Poids dans le PIB mondial en PPA



Source : FMI

En 2016	PIB en \$ (Mds \$)	PIB par hab. (\$, PPA)	Population (Millions)	Crédit (% PIB)*	Position exterieure globale** (% PIB)	Taux d'ouverture***
États-Unis	18 624	57 559	324	152	-42	20
Zone euro	11 940	37 071	341	160	-2	67
Allemagne	3 479	48 532	82	107	66	69
France	2 466	42 367	65	192	-22	44
Italie	1 860	36 877	61	112	-7	47
Espagne	1 238	36 444	46	158	-91	49
Pays-Bas	778	51 249	17	221	79	139
Chine	11 222	15 397	1 383	209	16	33
Japon	4 949	41 297	127	161	59	25
Royaume-Uni	2 661	42 839	66	171	-13	39
Inde	2 274	6 697	1 300	56	-19	28
Brésil	1 793	15 295	206	69	-38	18
Canada	1 536	46 606	36	214	21	53
Corée du Sud	1 411	37 730	51	193	18	64
Russie	1 281	26 930	144	66	21	37
Australie	1 265	49 096	24	197	-61	32
Mexique	1 077	19 356	122	43	-49	74
Indonésie	932	11 719	259	39	-37	30
Turquie	863	24 986	80	85	-53	40
Suisse	669	60 365	8	241	130	86
Arabie Saoudite	645	55 292	32	60	93	49

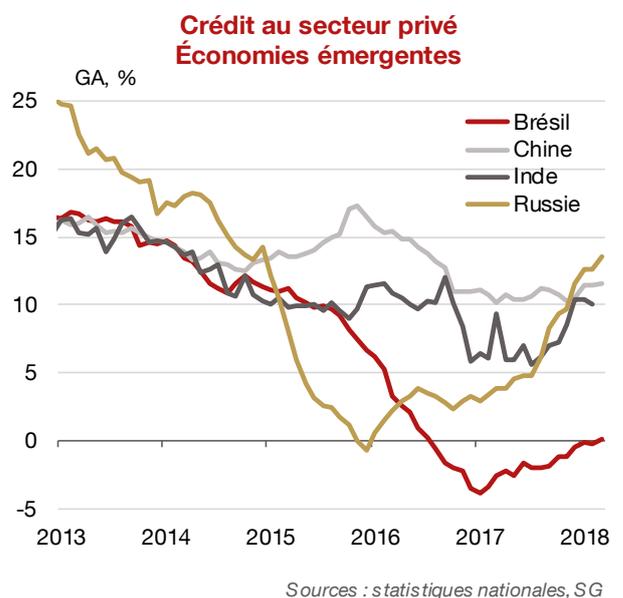
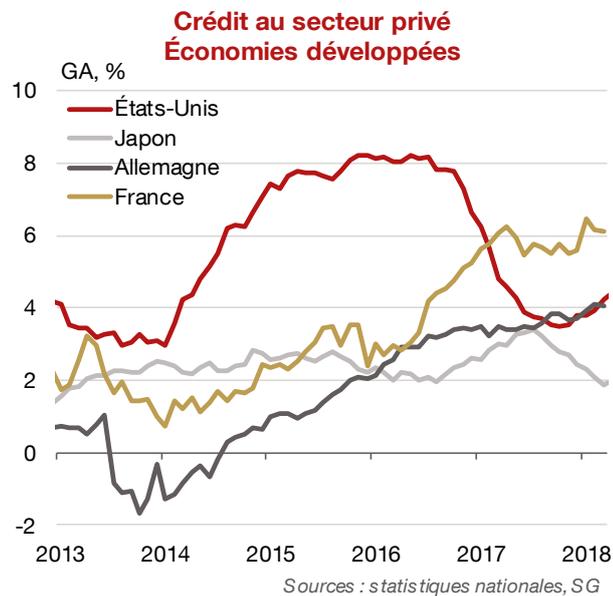
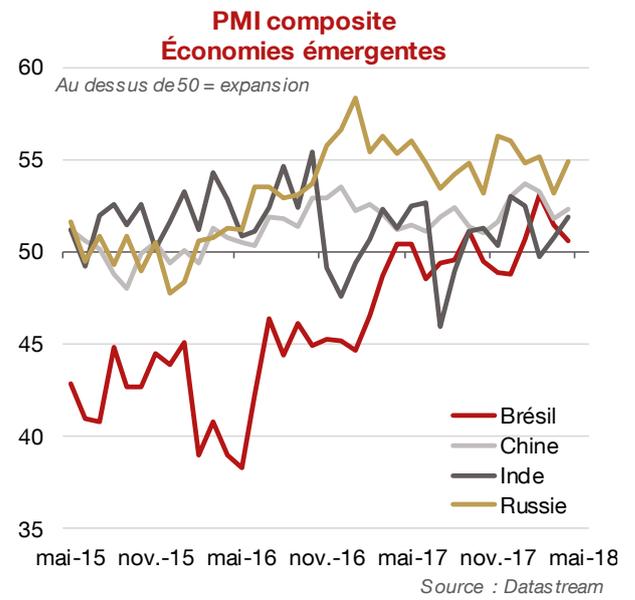
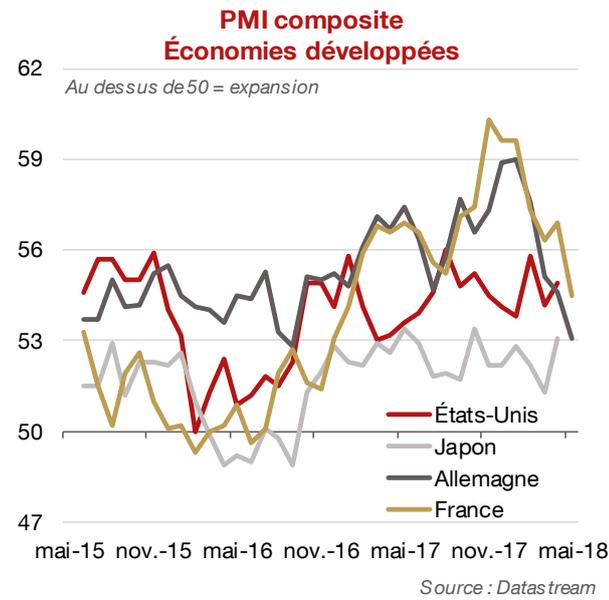
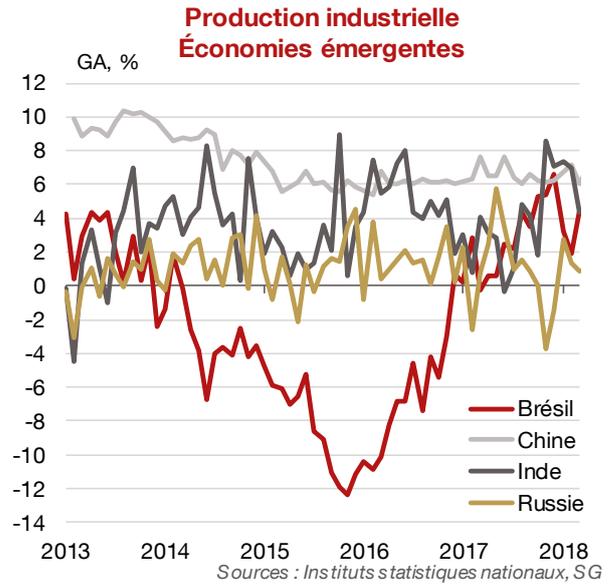
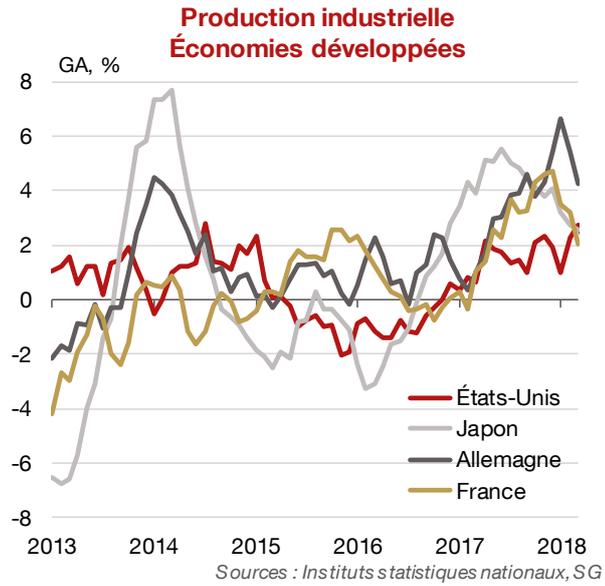
Sources : Banque mondiale, BRI, FMI

*Prêts bancaires et obligations au secteur privé non financier

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

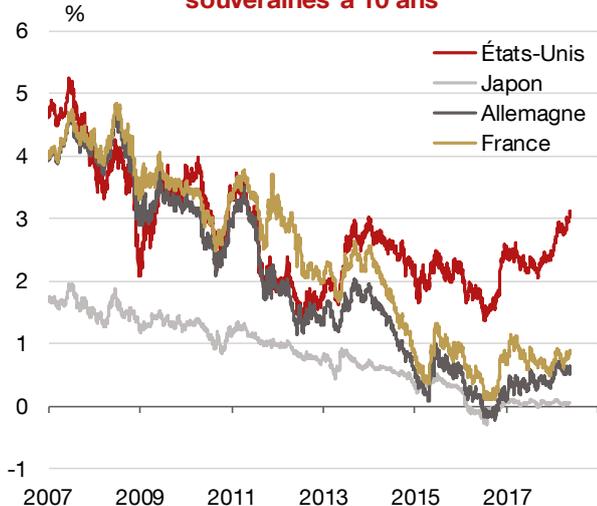
*** Somme des importations et des exportations, rapportée au PIB

Données Conjoncturelles



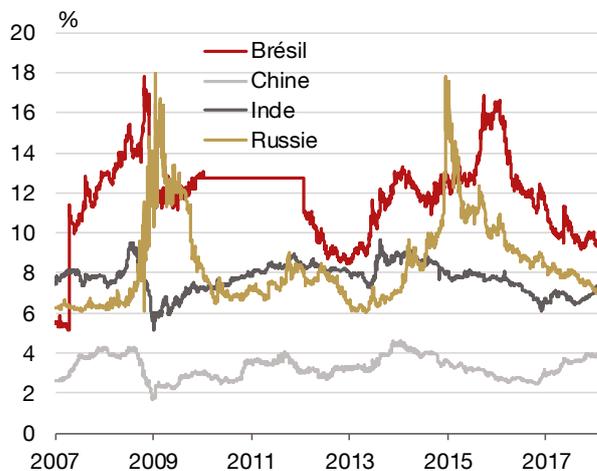
Données Financières

Rendement des obligations souveraines à 10 ans



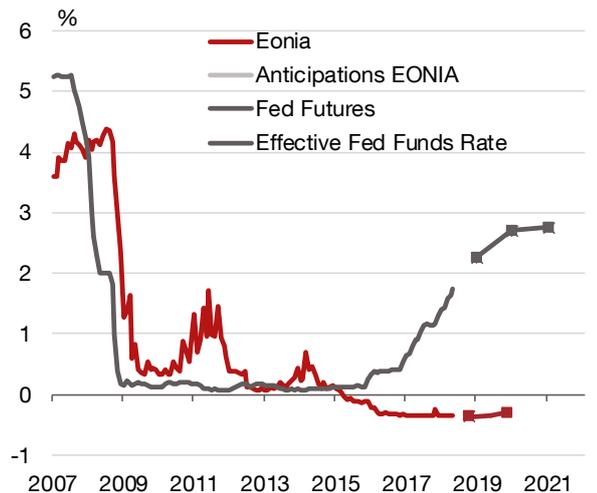
Source : Datstream

Rendement des obligations souveraines à 5 ans en monnaie locale



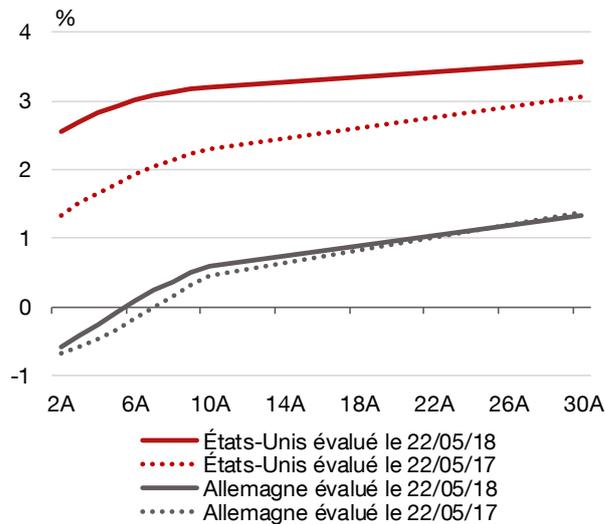
Source : Datstream

Taux d'intérêt au jour le jour



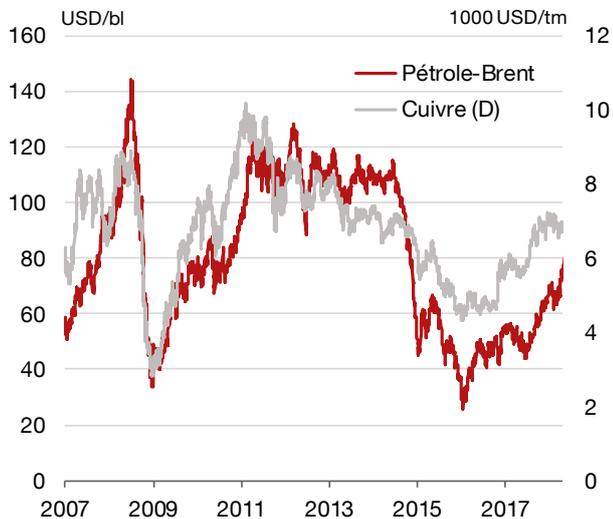
Source : Bloomberg

Courbe des taux souverains



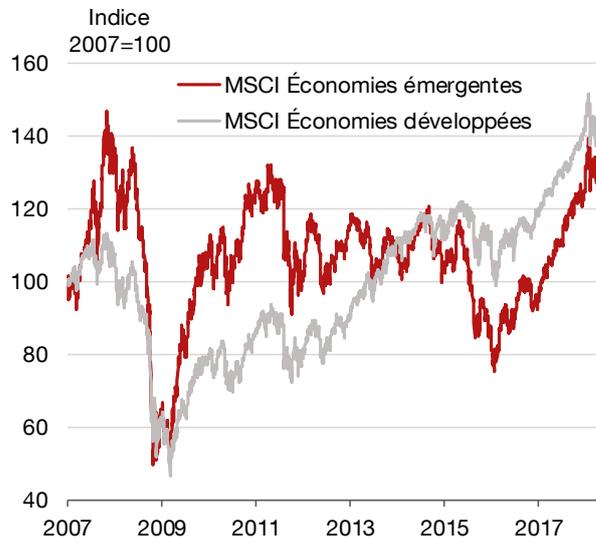
Source : Datstream

Prix des matières premières



Source : Datstream

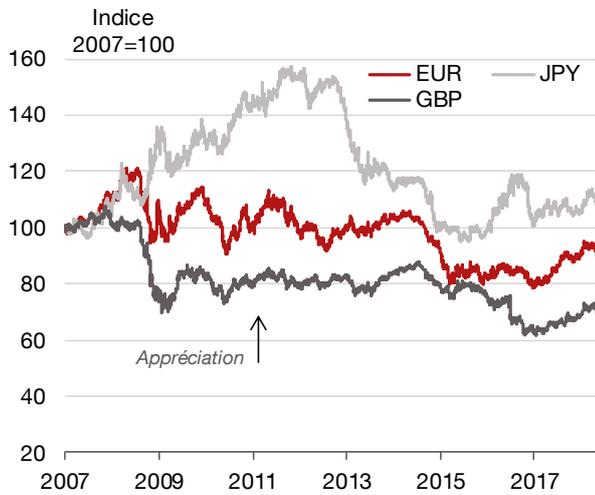
Indices boursiers



Source : Datstream

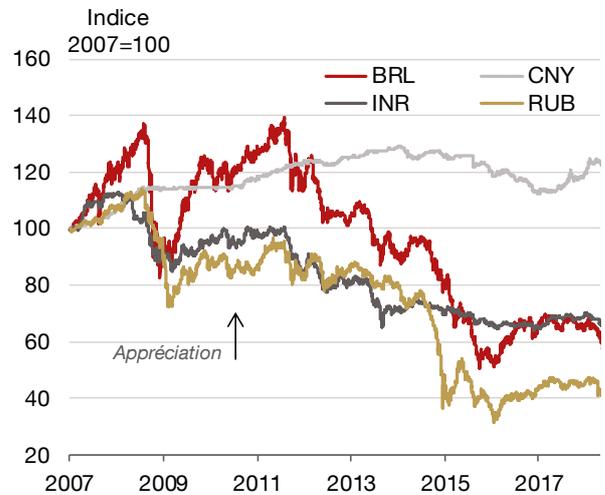
Données Financières

Taux de change contre USD



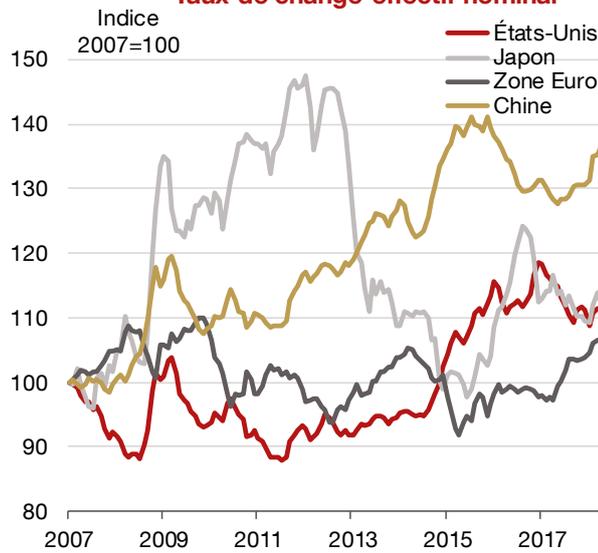
Source: Datastream

Taux de change contre USD



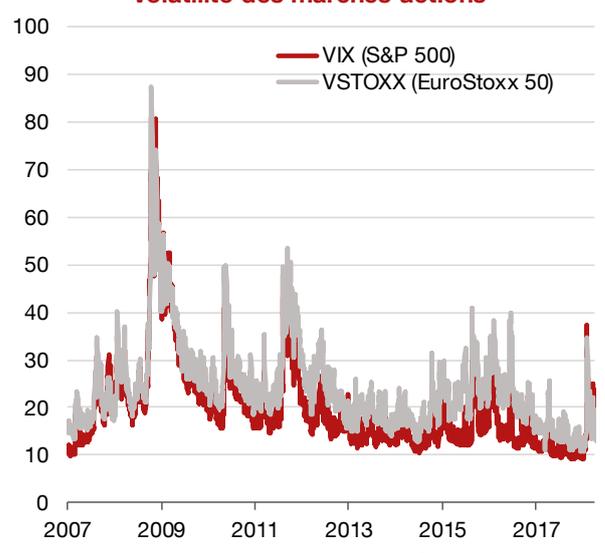
Source: Datastream

Taux de change effectif nominal



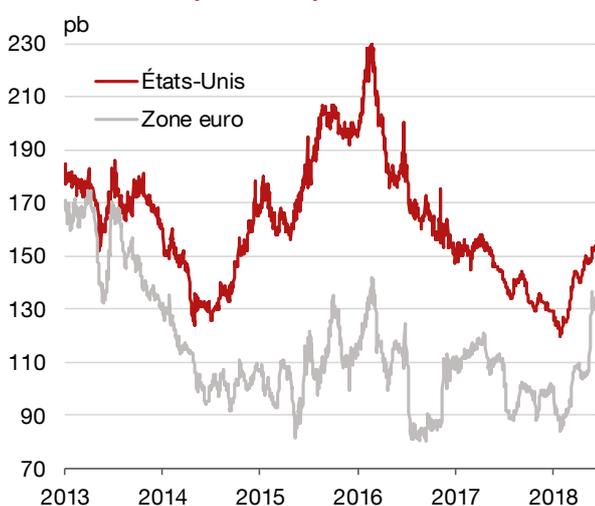
Sources: BRI, SG

Volatilité des marchés actions



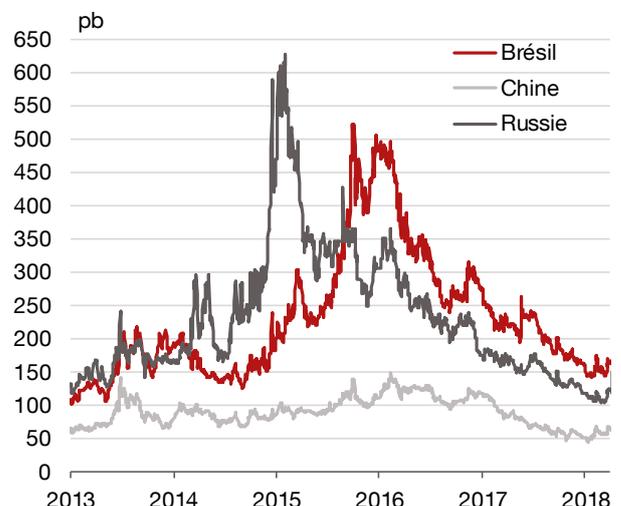
Source: Datastream

Spread corporate BBB



Sources: Bloomberg, SG

Primes de CDS à 5 ans



Sources: Datastream, SG

ÉTUDES ÉCONOMIQUES

CONTACTS

Michala MARCUSSEN

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

Olivier de BOYSSON

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

Marie-Hélène DUPRAT

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

Ariel EMIRIAN

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

François LETONDU

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

Claire ABBO

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 19 46
claire.abbo@socgen.com

Laura ATARODY

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

Constance BOUBLIL-GROH

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

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

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

Aurélien DUTHOIT

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

Elyas GALOU

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

Clément GILLET

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

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

Alice SCHWENNINGER

Analyse macrosectorielle
+33 1 41 45 95 80
alice.schwenninger@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

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

Bei XU

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

Isabelle AIT EL HOCINE

Assistante
+33 1 42 14 55 56
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

Yolande NARJOU

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

Tiphaine CAPPE de BAILLON

Statisticienne
+33 1 56 37 62 12
tiphaine.cappe-de-bailлон@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

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

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

© 2018