

SCENARIOECO

SG Études économiques et sectorielles

Seuil critique pour les politiques économiques

- L'expansion aux Etats-Unis est la plus longue enregistrée, s'étendant sur plus d'une décennie. Toutefois, elle repose aujourd'hui majoritairement sur la consommation et fera face à des obstacles en 2020 dont (1) une impulsion budgétaire moins favorable, (2) une pression sur les marges des entreprises ralentissant le recrutement, (3) un basculement vers un bilatéralisme commercial marquant un changement structurel et, (4) une incertitude élevée à l'approche des élections présidentielles. Si la Réserve fédérale dispose d'une marge de manœuvre pour assouplir la politique monétaire, celle-ci devrait être moins efficace au vu des faibles taux d'intérêt actuels.
- La marge de manœuvre de la politique monétaire est plus réduite au Japon et en zone euro, d'où les appels à une intensification des mesures de relance budgétaire. Le premier ministre Abe a fait le grand saut en annonçant un nouveau plan pour contenir la récession. La zone euro devrait bénéficier de mesures de relance budgétaire modérées, mais sans consensus en faveur d'un effort plus déterminé sur le plan de la coordination des politiques budgétaires.
- Le débat sur le rééquilibrage des politiques monétaire et budgétaire n'est pas le seul à l'horizon. Le bilatéralisme en matière commerciale, par opposition au multilatéralisme, se répand. Par ailleurs, le changement climatique et la numérisation posent des défis politiques, notamment en termes d'inégalités sociales.
- Pour les marchés émergents, ces tournants représentent d'importants défis, alors que la Chine doit par ailleurs répondre à la maturation de sa classe moyenne. La recherche de rendement continue de soutenir les valorisations, mais ces marchés sont exposées à un retournement de l'appétit pour le risque, notamment en raison des volumes élevés de refinancement de la dette des entreprises.

Table des matières

SYNTHESE CONJONCTURELLE.....	3
LE RALENTISSEMENT DE LA MONDIALISATION FINANCIERE.....	8
PREVISIONS ECONOMIQUES	12
ZONE EURO.....	14
ALLEMAGNE	16
FRANCE.....	18
ITALIE	20
ESPAGNE.....	22
ROYAUME-UNI	24
ÉTATS-UNIS.....	26
JAPON.....	28
CHINE.....	30
INDE	32
BRESIL.....	34
RUSSIE	36
AFRIQUE.....	38
AMERIQUE LATINE	40
ASIE ÉMERGENTE	42
PAYS DU GOLFE	44
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	46
DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES.....	48
CONTACTS.....	52
DISCLAIMER	53

SYNTHESE CONJONCTURELLE

ÉCONOMIE MONDIALE

L'activité économique mondiale continue de ralentir, reflétant la stagnation du commerce mondial et un ralentissement généralisé de l'investissement, surtout dans le secteur manufacturier. Le PMI manufacturier mondial a progressé lors des trois derniers mois mais il reste modeste à 50.3 (50 marquant la limite entre expansion et contraction). Ces améliorations pourraient signaler que le secteur se redresse, après un affaiblissement constant depuis début 2018, mais nous ne nous attendons pas à un fort rebond. Au contraire, le secteur des services, qui avait fait preuve de résilience, commence désormais à se dégrader. À l'avenir, nous anticipons plusieurs difficultés.

D'une part, nous notons un cycle de profit à maturité aux États-Unis et dans plusieurs grandes économies de la zone euro. Les efforts de rétablissement des marges devraient peser sur l'investissement et l'emploi, avec des conséquences négatives sur la demande intérieure.

Les perspectives seront fortement influencées par les réponses des gouvernements à plusieurs défis politiques majeurs. Il s'agit notamment de définir un policy mix approprié pour faire face à une faible croissance structurelle et à un endettement élevé. Une nouvelle approche de la gouvernance mondiale est également nécessaire : accords commerciaux, accords politiques pour faire face au changement climatique, et relever les défis de la transformation numérique, notamment la formation des travailleurs.

Les banques centrales continueront de soutenir l'activité, mais la politique monétaire accommodante devient moins efficace. Le consensus quant à la capacité d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire pour stimuler la croissance nous paraît trop optimiste ; d'autant plus que la capacité d'endettement est limitée et la perspective d'un nouveau resserrement par les autorités macro prudentielles est tangible, notamment en Europe. Cette réalité a déclenché des appels à une utilisation plus agressive de la politique budgétaire. Le Japon a annoncé un plan de relance qui apportera une nouvelle impulsion budgétaire de 0,4% du PIB afin d'éviter une récession. La zone euro devrait également bénéficier d'une certaine marge de manœuvre politique, mais la recherche d'un consensus politique pour un effort plus déterminé devrait rester difficile. De l'autre côté de l'Atlantique, la politique budgétaire devrait rester neutre compte tenu de la faible probabilité qu'un accord politique pour un nouveau plan de relance soit trouvé avant les élections de novembre. Enfin, en Chine, les autorités mènent un exercice d'équilibre délicat qui ne permettra qu'un modeste assouplissement. En somme, nous nous attendons à ce que la contribution de l'impulsion budgétaire à la croissance du PIB du G5 soit juste inférieure à 0,2% du PIB en 2020 et qu'elle soit même négative en 2021, enlevant plus de 0.1 point de PIB à la croissance.

Alors que l'accord commercial sino-américain élimine le risque à court terme de tarifs supplémentaires, le passage au bilatéralisme dans les négociations commerciales constitue un obstacle structurel. L'administration Trump a retardé le recrutement de nouveaux juges pour l'organe de règlement des différends commerciaux de l'OMC, bloquant ainsi le fonctionnement de l'OMC. Elle s'est aussi servie des politiques commerciales comme d'une menace dans les relations internationales avec ses partenaires (Chine, Turquie, Brésil, Argentine, etc.). Le risque d'une économie mondiale moins intégrée est bien réel (voir focus ci-dessous). Hormis le commerce, les tensions accrues en 2019 dans les secteurs high-techs entre les États-Unis et la Chine sont sans aucun doute les plus préoccupantes. De plus, un nombre croissant de pays utilisent des arguments de sécurité nationale pour filtrer et parfois bloquer les opérations transfrontalières.

Le Royaume-Uni devrait quitter l'Union européenne fin janvier 2020, une séparation qui indique également une baisse de la coopération économique. Les négociations visent désormais à forger les futures relations économiques entre le Royaume-Uni et l'UE27 qui entreront en vigueur à la fin de la période de transition, le 31 décembre 2020. Pendant la transition, les relations entre le Royaume-Uni et l'UE27 fonctionneront toujours comme auparavant, mais les risques d'un Brexit dur à la fin de la période de transition restent présents, même si un « backstop » irlandais est désormais en place.

L'économie mondiale est également confrontée à des défis liés au changement climatique et à la transformation de l'industrie pour s'adapter aux nouvelles technologies numériques et à l'automatisation, avec le risque d'accentuer encore plus l'écart entre travailleurs hautement qualifiés et peu qualifiés ou « uberisés ». Le changement climatique a déjà eu un impact majeur sur l'industrie automobile, qui s'adapte aux nouvelles réglementations nationales et à l'évolution des préférences des consommateurs. Nous considérons la réponse des entreprises à la lutte contre le changement climatique comme une bonne nouvelle à moyen et à long terme, mais ce sera probablement une contrainte à court terme, en particulier si les autorités ne parviennent pas à adopter des politiques de requalification de la main-d'œuvre et d'investissement dans les infrastructures.

En résumé, nous constatons une incertitude persistante concernant les principaux défis politiques et industriels et nous prévoyons que la croissance dans les pays avancés ralentira à 1,2% en 2020 et 0,8% en 2021, contre 1,7% en 2019. L'activité mondiale restera globalement stable en 2020 et 2021, plusieurs grands pays émergents enregistrant une croissance plus rapide, dont l'Inde et d'autres pays sortant de la stagnation, comme la Turquie ou le Brésil. La Chine conserve un mode « d'atterrissage en douceur », mais continuera d'augmenter sa part du PIB mondial au cours de l'horizon de prévision. L'évolution socio-politique dans de nombreux pays est source de risques. Plusieurs pays font face ou ont récemment fait face à des troubles civils, notamment la Bolivie, le Chili, Hong Kong et le Liban, où une crise budgétaire semble inévitable. Les tensions au Moyen-Orient se sont intensifiées. Les

grèves en France et les manifestations des « gilets jaunes » peuvent également nuire au commerce intérieur. Les tensions sociales dans la zone euro constituent un risque supplémentaire.

ÉCONOMIES DEVELOPPEES

Aux États-Unis, la croissance est restée forte en 2019, mais le soutien fiscal diminue et, avec une faible probabilité de relance avant les élections de novembre, nous nous attendons à ce que la politique budgétaire donne moins d'impulsion à l'économie américaine en 2020. Le chômage est à son plus bas niveau depuis près de cinq décennies. Pourtant, le cycle des profits des entreprises arrive à maturité, et nous nous attendons à ce que les efforts de rétablissement des marges pèsent sur l'investissement et l'emploi dans le futur. La procédure de destitution aura un impact sur le débat politique jusqu'en 2020 et l'incertitude politique restera grande. Nous prévoyons une croissance de l'économie américaine de 2,3% en 2019, qui ralentira à 1,5% en 2020 et à 0,8% en 2021.

L'activité dans la zone euro ralentit, en partie en raison de la décélération simultanée des exportations et du secteur industriel. Jusqu'à présent, la demande privée est restée résiliente, mais divers indicateurs montrent que la croissance du secteur des services devient plus modeste. Le risque des politiques protectionnistes américaines devrait se répercuter sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, pesant sur les sociétés multinationales, y compris celles situées dans la zone euro. La croissance devrait ralentir vers 0,7% en 2020 et 0,4% en 2021, contre 1,1% cette année. L'économie française reste relativement résiliente et devrait surperformer par rapport à l'économie allemande, mais avec des finances publiques nettement plus faibles et le défi permanent de s'attaquer aux rigidités structurelles. La dynamique des élections locales en Italie pourrait susciter de nouvelles inquiétudes quant à la stabilité de la coalition actuelle.

Le Royaume-Uni devrait quitter officiellement l'UE d'ici le 31 janvier 2020 et entrer dans la période de transition qui doit se terminer le 31 décembre 2020. Le « Brexain » est désormais écarté et le risque est désormais d'atteindre le 31 décembre 2020 sans accord. L'investissement des entreprises devrait rester modéré en raison des incertitudes sur la future relation commerciale avec l'UE. Nous prévoyons une croissance du PIB du Royaume-Uni à 1,2% en 2019 et seulement 0,2% en 2020 et 0,5% en 2021.

Au Japon, le gouvernement a annoncé un nouveau plan de relance budgétaire pour contrer un ralentissement de l'activité, reflétant la baisse de la consommation des ménages suite à l'augmentation de la taxe à la consommation, entre autres facteurs. L'activité devrait néanmoins ralentir au cours des deux prochaines années.

ÉCONOMIES EMERGENTES

En Chine, les tensions commerciales avec les États-Unis ont eu un impact négatif sur la croissance. De plus, compte tenu de l'endettement croissant, les autorités

chinoises mettent en place une approche prudente de l'assouplissement des politiques pour soutenir l'activité (et éviter un atterrissage brutal), mais en gardant un œil sur la stabilité future. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB de 6,1% en 2019 à 5,8% et 5,5% en 2020 et 2021.

Les vents contraires dus au ralentissement du commerce ont aussi affaibli la dynamique de croissance des pays émergents d'Asie, bien que la région affiche toujours le plus fort taux de croissance régionale. L'expansion devrait se modérer dans les pays émergents d'Europe, sauf en Turquie, où la croissance rebondira après la récession de 2018/19. S'agissant de l'Amérique latine, l'activité au Brésil s'accélère et elle devrait également connaître une expansion régulière en Afrique subsaharienne, bien qu'à un rythme morose. Le Moyen-Orient et l'Afrique du Nord afficheront une croissance plus élevée en 2020 qu'en 2019, mais la stagnation des revenus pétroliers couplée aux incertitudes géopolitiques limitera la possibilité d'une expansion rapide.

Alors que les conditions financières restent accommodantes, en particulier après le cycle de baisse de taux de la Fed, les marchés émergents sont confrontés à d'importants remboursements de dette des entreprises en 2019-2021 et sont toujours vulnérables à l'évolution du sentiment du marché. L'Argentine a fait face à une volatilité financière importante au T4 2019 et a introduit des restrictions sur les sorties de capitaux, qui devraient être maintenues tout au long du processus de restructuration de la dette publique qui sera lancé par la nouvelle administration.

BANQUES CENTRALES

Les grandes banques centrales sont devenues plus accommodantes dans un contexte d'inflation mondiale faible et de détérioration des perspectives de croissance. La Réserve fédérale a abaissé ses taux à trois reprises depuis juillet 2019 pour atteindre une fourchette de 1,50 à 1,75% et a mis fin à sa réduction de bilan. Nous prévoyons un abaissement progressif des taux à 0% -0,25% en 2021. La Fed a injecté des liquidités sur le marché monétaire à court terme pour éviter un resserrement des liquidités, dû à une rigidité croissante des réserves et une réduction de ces dernières dans le système.

La BCE fera prochainement l'objet d'une révision stratégique qui pourrait éventuellement modifier la manière dont l'institution mène sa politique monétaire, notamment avec l'addition d'une dimension verte. Dans l'ensemble, la BCE reste accommodante et, tandis que la Fed poursuit son assouplissement, nous prévoyons une réduction supplémentaire de 10 points de base du taux de dépôt visant principalement à compenser toute pression à la hausse sur l'euro. Les modalités du système de taux progressifs pour la rémunération des réserves des banques seront adaptées pour contrer les potentiels effets secondaires des taux négatifs sur la transmission de la politique monétaire à l'économie.

La Banque du Japon devrait garder des taux d'intérêt très bas et maintenir son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'en 2021 au moins, étant donné la priorité plus élevée accordée à la stimulation de la croissance plutôt qu'à la « normalisation » de la politique monétaire.

MARCHES FINANCIERS

L'appétit pour le risque des marchés est en hausse depuis octobre, comme le montre l'augmentation à la fois des prix des actions et des obligations. La récente flambée des valorisations des actions semble être due à la liquidité plutôt qu'aux fondamentaux économiques.

Plusieurs obstacles structurels persistent avec la remise en cause de l'ordre multilatéral dans le commerce international (États-Unis et Royaume-Uni), des coûts de transition digitale et environnementale élevés, une faible productivité et des niveaux d'endettement élevés. La faible marge de manœuvre des politiques économiques est une préoccupation. Au Japon comme dans la zone euro, on craint de plus en plus que les taux d'intérêt négatifs ne commencent à nuire à l'épargne et à l'intermédiation bancaire, et qu'ils aggravent les risques pesant sur la stabilité financière, notamment dans les secteurs non bancaires.

Tout en soutenant certaines parties de l'économie à court terme, les conditions financières favorables encourageront également davantage la prise de risques et/ou le soutien d'actifs risqués par les investisseurs institutionnels. Cela pourrait entraîner une accumulation supplémentaire de vulnérabilités, notamment dans les économies de marché émergentes empruntant en USD. L'environnement de taux bas crée également des défis pour l'intermédiation bancaire, les fonds de pensions et assurances dans les marchés développés.

LE RALENTISSEMENT DE LA MONDIALISATION FINANCIERE

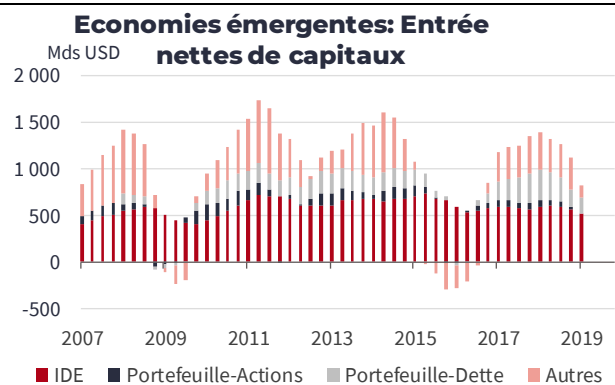
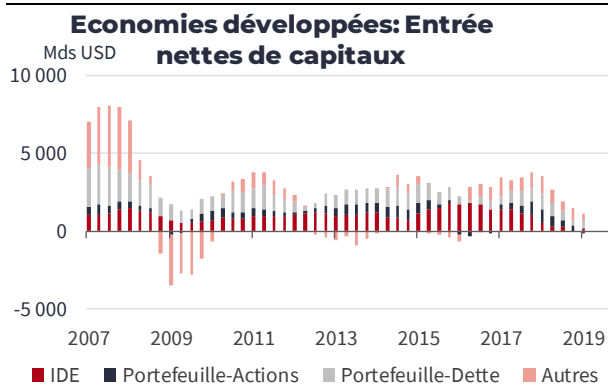
- Les flux de capitaux ont nettement diminué depuis la grande crise financière de 2009. Les tensions protectionnistes contribuent à ce repli, parmi d'autres facteurs.
- Les IDE vers les pays émergents ralentissent pour des raisons structurelles.
- Il est trop tôt pour affirmer que nous avons atteint un « pic de globalisation », mais le risque d'une « désintégration » progressive est bien réel.

L'activité mondiale ralentit, avec une nouvelle perte de vitesse prévue à l'horizon 2020-21. La baisse des taux d'intérêt devrait favoriser les flux financiers vers les marchés émergents, mais des tendances structurelles les freinent.

LE RALENTISSEMENT DE LA MONDIALISATION FINANCIERE

La mondialisation financière a nettement ralenti depuis 2008. Les flux annuels de capitaux transfrontaliers ont diminué de plus de 60% par rapport au pic atteint en 2007 (cf. graphique). Une grande partie de cet ajustement a résulté de la réduction des expositions transfrontalières des banques européennes lors la crise de la zone euro. Les flux d'Investissement direct étranger (IDE) sont moins volatils et ils ont dans l'ensemble plutôt bien résisté jusqu'en 2017, mais se sont effondrés depuis.

Ralentissement de la mondialisation financière



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

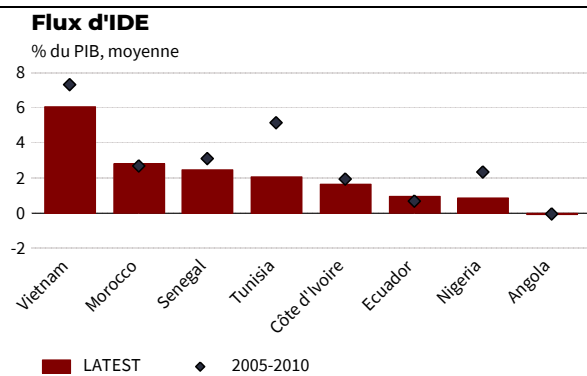
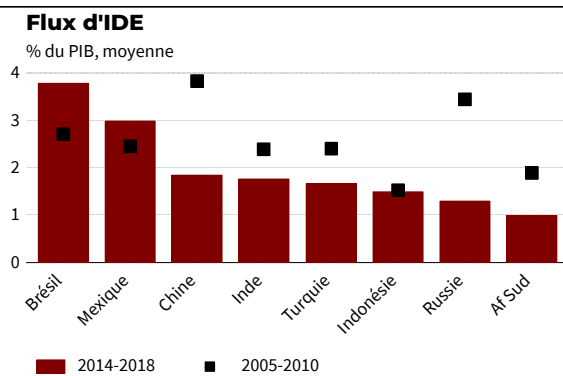
Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

La principale raison de cette chute récente est la taxation par l'administration américaine, à partir de 2018, des revenus stockés à l'étranger par les multinationales américaines. Elle a entraîné un mouvement de ratriation des dividendes vers les Etats-Unis, accompagné d'un dégonflement des montages financiers sous forme de

SPV, domiciliés principalement au Luxembourg et aux Pays-Bas. Le FMI estime que ce dégonflement explique l'essentiel de l'effondrement des IDE des pays développés en 2018¹. La bonne nouvelle est que ces mouvements comptables dans les livres des multinationales n'affectent pas directement l'économie réelle des pays récipiendaires. En revanche le fait que 38% du stock d'IDE mondial serait constitué de ces «IDE fantômes» dont l'objet est l'optimisation fiscale, laisse penser que ce mouvement est loin d'être terminé. L'étude du FMI plaide pour une diminution de cette optimisation fiscale, rappelant que le Luxembourg était en 2017 le premier pays récipiendaire d'IDE au monde, avec un stock de USD 5,1tn, devant les Etats-Unis et loin devant la Chine.

Toutefois on note aussi une légère tendance à l'effritement du FDI vers les pays émergents après un pic en 2011(cf. graphique). C'est sur cette même tendance dans l'ensemble des pays que nous nous interrogeons.

Une situation mitigée de la rentabilité des IDE



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

LE RALENTISSEMENT STRUCTUREL DES IDE VERS LES PAYS EMERGENTS

Cet effritement est tenu en valeur nominale, mais il est plus net lorsqu'il est exprimé en pourcentage du PIB des pays concernés (cf. graphique). Plusieurs facteurs contribuent : la baisse des perspectives de croissance dans les grands pays émergents ; la chute du prix des matières premières par rapport au début de la décennie ; la baisse des incitations à la fragmentation des chaînes de valeur. Enfin, on note que les nouvelles politiques nationales d'investissement deviennent plus critiques à l'égard de l'investissement étranger.

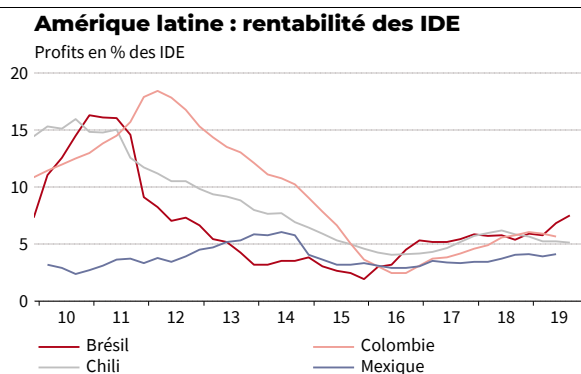
Les IDE les plus mobiles sont ceux qui visent les marchés d'exportation mondiaux et sont principalement à la recherche d'efficacité. Ils sont affectés non seulement par le ralentissement du commerce international et la montée des politiques

¹ FMI (2019), « The rise of phantom investments », *Finance and Development*, Septembre 2019.

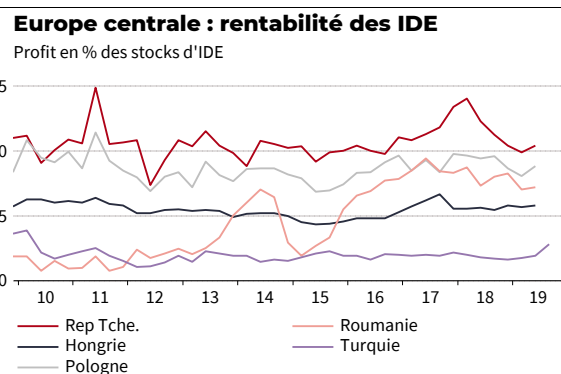
protectionnistes, mais aussi par la baisse des incitations à la fragmentation des processus de production. La montée des risques associés à cette fragmentation, de type géopolitique ou climatique, l'adoption accrue de politiques sur les exigences en matière de contenu local, incitent à un recentrage voire une contraction des chaînes de valeurs. Les coûts de main-d'œuvre semblent ainsi avoir moins d'influence sur les décisions en matière de localisation. Parallèlement, il existe des incitations nouvelles à la localisation dans des unités de production plus petites, plus flexibles et plus proches des marchés finaux, en raison aussi de l'évolution vers des modes de consommation durables. Par conséquent, les multinationales repensent leurs stratégies de localisation pour s'adapter à cette évolution de l'économie mondiale.

Il est toutefois difficile, faute de statistiques, de faire la distinction entre les IDE visant les marchés d'exportations mondiaux, par nature sensibles à la croissance du commerce international, aux coûts de productions locaux et exposés aux mesures protectionnistes, des IDE visant les marchés domestiques, davantage sensibles à la croissance des marchés locaux et dont la rentabilité peut au contraire bénéficier de mesures protectionnistes.

Rentabilité résiliente en Amérique latine



Rentabilité élevée dans les Pécos



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

Pour cette seconde catégorie d'IDE visant les marchés domestiques, l'environnement devient également plus complexe. La croissance moyenne de la demande interne des grands pays émergents a décéléré au long de la dernière décennie. C'est particulièrement le cas en Amérique Latine, mais la rentabilité des IDE y semble résiliente (cf. graphique). Elle est même élevée au Brésil malgré plusieurs années de récession ou de croissance très faible depuis cinq ans. C'est d'ailleurs le grand pays émergent qui attire le plus d'IDE en proportion de son PIB. Paradoxalement, le niveau élevé de barrières à l'entrée protège la rentabilité des IDE au Brésil. Mais l'environnement devient également plus complexe en Europe centrale, cette fois-ci pour des raisons opposées : la croissance y est élevée mais la place importante prise par les IDE dans les économies de ces pays à la fin des années de transition a incité plusieurs gouvernements de la région (surtout Hongrie et Pologne), à les taxer indirectement davantage ou à tenter de diminuer leurs parts de

marché. Le souci de réduire ce qui était perçu une forme de dépendance économique vis-à-vis de l'étranger a affecté surtout les secteurs les plus sédentaires, énergie et services financiers.

LE RISQUE D'UNE ECONOMIE MONDIALE MOINS INTEGREE EST REEL

Parmi les développements récents, la montée en 2019 des tensions dans les secteurs de haute technologie entre les Etats-Unis et la Chine est sans doute le plus inquiétant. Il est porteur, s'il se confirme, d'un découplage durable dans ces secteurs et sans doute au-delà. Par ailleurs, l'adoption de nouvelles mesures tarifaires par l'administration Trump et l'affirmation par plusieurs pays de politiques plus nationalistes nourrissent des incertitudes. Un nombre croissant de pays utilise ainsi des arguments de sécurité nationale pour filtrer et parfois bloquer des opérations transfrontalières. Enfin, la Chine soutient avec la nouvelle route de la soie des projets d'investissements massifs dans les infrastructures dont la gouvernance restera hybride, combinant à la logique des IDE celle des accords bilatéraux entre Etats. Dans cet environnement, les pays qui soutiennent le multilatéralisme commercial sont devenus moins nombreux. Par ailleurs, les marchés financiers tiennent davantage compte de l'environnement, des questions sociales et de la gouvernance, ce qui implique plus de vigilance de la part des entreprises multinationales. Il existe ainsi une possibilité de stagnation et même de repli lent des liens de production entre les économies. Le découplage en matière de normes technologiques entre grandes zones pourrait accentuer. La composition des flux d'IDE serait aussi affectée par les doutes sur les avantages des IDE orientés vers l'exportation.

PREVISIONS ECONOMIQUES

Croissance réelle du PIB (%)	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
Marchés développés	2,2	1,7	1,2	0,8	1,3
Etats-Unis	2,9	2,3	1,5	0,8	1,4
Japon	0,3	1,0	0,7	0,5	0,7
Royaume-Uni	1,4	1,2	0,2	0,5	1,5
Euro zone	1,9	1,2	0,7	0,4	1,0
Allemagne	1,5	0,6	0,5	0,2	0,9
France	1,7	1,4	0,8	0,7	1,1
Italie	0,7	0,2	-0,1	0,0	0,7
Espagne	2,4	2,0	1,1	0,7	1,2
Marchés émergents	4,4	3,9	4,3	4,3	4,4
Asie	6,0	5,4	5,4	5,3	5,3
Chine	6,6	6,1	5,8	5,5	5,2
Inde	6,8	6,0	6,4	6,3	6,6
Europe Centrale & Orientale	3,1	2,0	2,3	2,2	2,2
Russie	2,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Turquie	2,8	0,2	3,0	3,0	3,0
Amérique Latine	1,0	1,1	2,0	2,5	2,6
Brésil	1,1	1,3	2,0	2,2	2,1
Moyen-Orient & Asie Centrale	0,5	-0,5	2,4	2,7	2,3
Afrique	3,4	3,2	3,8	3,8	4,1
Monde	3,6	3,1	3,2	3,1	3,3

Toutes les moyennes (régionales, classification économique) sont calculées en utilisant des PIB exprimés en parités de pouvoir d'achat (PPA), qui sont les taux de conversion monétaires qui égalisent le coût d'un panier de biens normalisé dans les différents pays.

Indice des prix à la consommation (%)	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
Etats-Unis	2,5	1,9	2,0	1,7	2,1
Japon	1,0	0,4	0,5	0,6	0,5
Royaume-Uni	2,5	1,8	1,3	1,7	2,1
Euro zone	1,8	1,2	1,5	1,1	1,2
Allemagne	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2
France	2,1	1,3	1,4	1,1	1,1
Italie	1,2	0,7	0,9	0,8	1,0
Espagne	1,7	0,8	1,4	1,1	1,3
Chine	2,1	2,9	3,1	1,4	2,1

<i>fin de période</i>	13/12/19	2020p	2021p	2022p
Taux d'intérêt, %				
<i>États-Unis</i>				
Taux objectif des Fed funds (borne haute)	1,75	1,00	0,25	0,25
Emprunts d'État à 10 ans	1,82	1,15	1,30	1,90
<i>Zone euro</i>				
Taux de refinancement	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de dépôt	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60
Emprunts d'État à 10 ans				
Allemagne	-0,29	-0,60	-0,40	0,20
France	0,00	-0,20	0,05	0,60
Italie	1,26	1,90	2,10	2,70
Espagne	0,42	0,35	0,60	1,10
<i>Royaume-Uni</i>				
Bank rate	0,75	0,50	0,50	0,50
Emprunts d'État à 10 ans	0,79	0,80	0,95	1,50
<i>Japon</i>				
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0,10	-0,07	-0,07	-0,07
Emprunts d'État à 10 ans	-0,02	0,00	0,00	0,00
Taux de change				
EUR / USD	1,11	1,10	1,10	1,15
EUR / GBP	0,83	0,90	0,90	0,90
GBP / USD	1,34	1,22	1,22	1,28
EUR / JPY	121	121	121	127
USD / JPY	109	110	110	110
USD / CNY	6,98	7,20	7,30	7,30
Prix du pétrole (Brent), USD/baril	65,0	65,0	65,0	65,0

ZONE EURO

- **La croissance a fléchi à 1,2 % en 2019 et baissera de nouveau en 2020-2021 avant de repartir en 2022.**
- **L'orientation de la politique monétaire restera très accommodante et les taux d'intérêt bas sur l'horizon de prévision.**
- **Les risques restent majoritairement baissiers. L'éventualité d'une relance budgétaire coordonnée est hautement incertaine.**

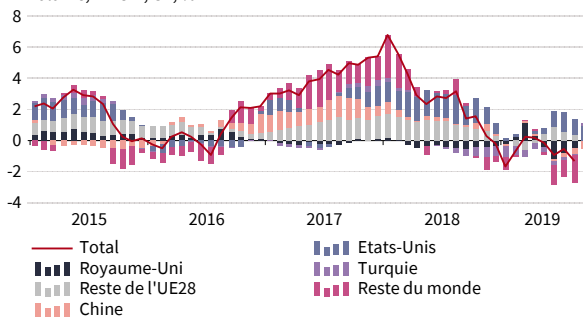
La croissance aura continué de diminuer en 2019, à 1,2 %, grevée par la décélération synchrone des exportations et de l'industrie. Les effets de bords sur l'économie domestique sont encore limités, mais seront plus mordants en 2020-2021, entraînant un nouvel affaiblissement de la croissance (qui tombera à 0,4 % en 2021) et une remontée du taux de chômage.

Le freinage des exportations continuera en 2020-2021 avec la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, une croissance plus modérée de l'économie chinoise et le retournement cyclique attendu aux Etats-Unis. Les exportations repartiront en 2022 grâce à la dissipation de l'incertitude liée au Brexit et au soutien des politiques économiques.

Le fléchissement des exportations et de l'industrie aura des effets de bord sur le reste de l'économie en 2020-2021

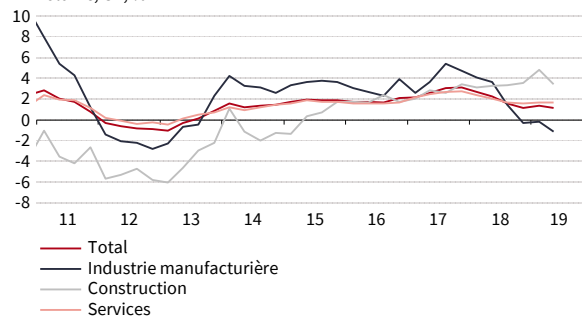
Exportations de la zone euro

Volume, MM3m, GA, %



Zone euro : croissance par secteur

Volume, GA, %



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Résiliente en 2019 grâce au dynamisme du marché du travail, une politique budgétaire légèrement expansionniste et la vive croissance du crédit, la demande intérieure marquera le pas en 2020-2021. Elle ne repartira que légèrement en 2022. Affectés par le fléchissement de leurs revenus et l'incertitude persistante, entreprises et ménages reporteront leurs dépenses d'investissement. L'investissement, qui a été exceptionnellement élevée en 2019 du fait de la relocalisation par une firme multinationale d'un montant substantiel d'actifs en Irlande, ralentira sur l'horizon de prévisions.

La hausse du chômage pèsera sur la consommation qui poursuivra en 2020-2021 le ralentissement entamé en 2019. La demande publique restera globalement stable

sur l'horizon de prévision, reflétant l'orientation globalement expansionniste de la politique budgétaire.

Avec le freinage de la demande globale, les entreprises répercuteront la modération des coûts salariaux unitaires sur leurs prix. Par conséquent, l'inflation sous-jacente ralentira sur l'horizon de prévision.

L'orientation de la politique monétaire restera très accommodante. La BCE entamera d'ici une peu une revue de sa stratégie qui pourrait à terme altérer la manière dont l'institution conduit sa politique monétaire. En attendant, l'environnement de croissance faible et d'inflation très modérée l'amènera à baisser de nouveau son principal taux directeur de 10 points de base à -0,6 % en 2020. Les achats d'actifs se poursuivront aussi longtemps que nécessaire, quitte à en revoir les modalités techniques et la composition si besoin. En parallèle, les modalités du système par paliers pour le taux de rémunération des réserves seront adaptées pour limiter les effets indésirables de cette politique de taux négatifs sur la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.

Dans ce contexte, les taux d'intérêt resteront très bas sur l'horizon de prévision.

Les risques entourant notre scénario sont majoritairement baissiers. En tête de liste, l'incertitude autour du Brexit constitue un risque significatif. En Italie, la tenue d'élections anticipées en 2020 raviverait les craintes des investisseurs quant à la soutenabilité de la dette publique. L'industrie (allemande notamment) souffrirait d'un rehaussement des tarifs douaniers sur les importations américaines de véhicules. A l'inverse, une relance budgétaire coordonnée au sein de l'Union monétaire et un progrès de l'architecture de la zone euro améliorerait les perspectives de croissance. L'éventualité d'un tel scénario reste toutefois incertaine.

Zone Euro	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1,9	1,2	0,7	0,4	1,0
Consommation des ménages	1,4	1,3	1,1	0,7	0,8
Consommation publique	1,1	1,6	1,2	1,2	1,2
Investissement	2,4	7,0	1,9	0,1	0,9
Exportations de biens & services	3,3	2,4	1,3	0,3	2,1
Importations de biens & services	2,7	4,6	2,5	0,9	2,0
Inflation, %	1,8	1,2	1,5	1,1	1,2
Inflation sous-jacente	1,0	1,1	1,2	0,8	0,7
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	1,7	2,4	1,5	1,1	1,1
Épargne des ménages, % du RDB	12,2	13,4	13,8	14,1	14,3
Chômage, % de la population active	8,2	7,6	7,7	8,0	8,1
Solde budgétaire, % du PIB	-0,5	-0,3	-0,6	-1,0	-1,1
Dette publique, % du PIB	86,1	85,0	84,5	85,0	85,3
Solde courant, % du PIB	3,1	2,7	2,5	2,2	2,2

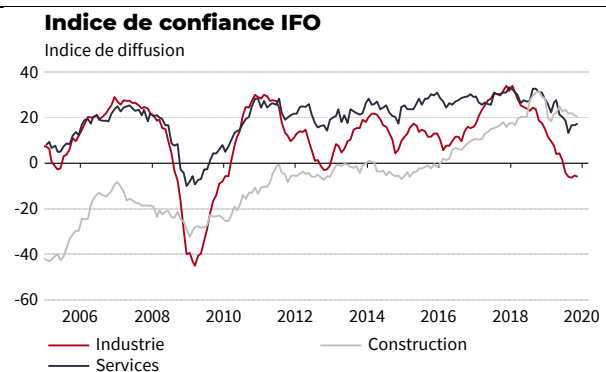
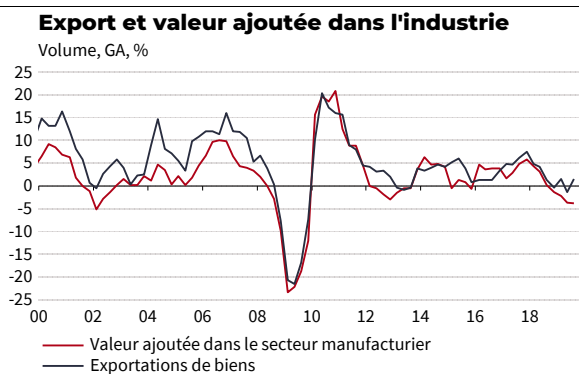
ALLEMAGNE

- **La croissance restera très modeste en 2020-2021, avant de repartir en 2022.**
- **Avec l'affaiblissement de la demande globale, l'inflation sous-jacente décélérera sur l'horizon de prévision.**
- **Une relance budgétaire d'ampleur améliorerait les perspectives de croissance, mais semble aujourd'hui peu probable.**

L'économie a poursuivi son ralentissement en 2019. Attendue à 0,6 % sur l'ensemble de l'année, la croissance a glissé sous son potentiel, grevée par une nouvelle décélération des exportations et le déstockage des constructeurs automobiles. Malgré la stabilisation du secteur manufacturier, la transmission progressive du ralentissement global à la demande intérieure entretiendra un environnement de croissance très modeste accompagnée d'une remontée du taux de chômage en 2020-2021.

La sortie du Royaume-Uni de l'UE en 2020, la modération de la croissance chinoise et le retournement cyclique attendu aux Etats-Unis en 2021 empêcheront tout rebond notable du commerce mondial. Les exportations, en fort ralentissement en 2019, se contracteront à cet horizon avant de repartir en 2022.

Les difficultés de l'industrie, très orientée à l'export, se transmettent à l'économie



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La demande intérieure restera vigoureuse en 2019, avant de marquer le pas en 2020-2021. L'économie est au plein-emploi et le partage du revenu se fait dorénavant en faveur des ménages. La consommation privée sera ainsi restée dynamique en 2019. Toutefois, le recul des exportations et les difficultés de l'industrie se répercuteront progressivement sur l'économie domestique, notamment par le canal de l'emploi. Avec la hausse du chômage et le tassement du revenu des ménages, la consommation privée perdrait ainsi en vigueur en 2020-2021.

Stable en 2019, la croissance de l'investissement baissera fortement en 2020 avant de se contracter en 2021. Le recul de la profitabilité et de la demande, dans un contexte d'incertitude forte, conduira les entreprises à reporter leurs dépenses. Du

côté des ménages, l'ajustement sur le marché du travail devrait modérer l'investissement résidentiel. Enfin, même s'il restera dynamique, l'investissement public ne compensera qu'en partie le recul de l'investissement privé, qui ne repartira pas avant 2022. En effet, l'impulsion budgétaire prévue en 2020-2021 par le gouvernement restera limitée.

Avec le ralentissement de la demande globale, il sera difficile pour les entreprises d'augmenter leurs prix, même si les pressions salariales resteront vives en 2019-2020. Par conséquent, l'inflation sous-jacente baissera sur l'horizon de prévision et les entreprises chercheront à reconstituer les marges du côté des coûts.

Les risques entourant notre scénario sont nombreux. A court terme, la matérialisation du Brexit et le rehaussement par les Etats-Unis des tarifs douaniers sur leurs importations de véhicules pèseraient lourdement sur la filière automobile, déjà en difficulté depuis 2018. A l'inverse, une relance budgétaire d'ampleur améliorerait les perspectives de croissance. Mais son avènement reste néanmoins hautement incertain.

Allemagne	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1,5	0,6	0,5	0,2	0,9
Consommation des ménages	1,2	1,6	1,0	0,4	0,7
Consommation publique	1,4	2,1	1,7	1,3	1,2
Investissement	3,5	2,8	0,2	0,0	1,0
Exportations de biens & services	2,3	0,9	-0,1	-0,1	1,8
Importations de biens & services	3,7	2,2	0,2	0,5	1,9
Inflation, %	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2
Inflation sous-jacente	1,3	1,3	1,2	0,9	0,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	1,9	1,6	1,3	-0,1	0,2
Epargne des ménages, % du RDB	11,0	11,0	11,2	10,7	10,4
Chômage, % de la population active	5,2	5,1	5,6	6,2	6,6
Solde budgétaire, % du PIB	1,5	1,0	0,5	-0,4	-0,6
Dettes publiques, % du PIB	61,9	59,5	58,1	58,1	58,0
Solde courant, % du PIB	7,6	7,2	6,3	5,7	5,2

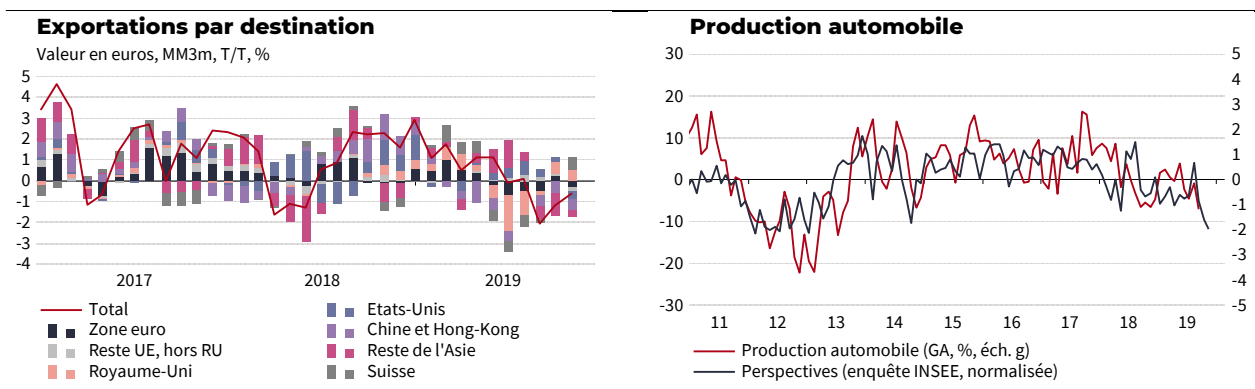
FRANCE

- **La croissance se tassera en 2020-2021 et devrait réaccélérer légèrement en 2022.**
- **L'inflation sous-jacente fléchira sur l'horizon de prévision, reflétant la décélération des coûts salariaux unitaires.**
- **Le regain de tensions sociales en réaction aux réformes risque de ralentir la demande intérieure à court terme.**

La croissance aura poursuivi sa baisse en 2019, à 1,4 %, sous l'effet d'exportations moins vigoureuses et du freinage de l'investissement des ménages. En 2020-2021, les effets de bord du ralentissement mondial sur l'économie française et les délocalisations dans le secteur automobile grèveront davantage la croissance, qui tombera à 0,7 % en 2021. Le redémarrage des Etats-Unis permettra à l'activité de légèrement repartir en 2022, tirée par le rebond des exportations et de l'investissement.

La dynamique du commerce extérieur se dégradera jusqu'en 2021. Un freinage des exportations est attendu en 2020-2021, dans le sillage de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, de l'affaiblissement de l'économie allemande et du retournement cyclique aux Etats-Unis. En parallèle, l'arrêt de la production par les constructeurs français de plusieurs modèles automobiles dopera les importations de véhicules en 2020. Ce n'est qu'en 2022 que les exportations repartiraient, soutenues par le stimulus budgétaire attendu aux Etats-Unis.

Le fléchissement de la demande extérieure et de la production automobile pèsera sur la croissance en 2020-2021



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Le fléchissement de la demande extérieure aura des effets de bord sur l'économie domestique dès 2020, via l'emploi et l'investissement. Ce dernier marquera assez rapidement le pas, notamment celui des entreprises, qui se contractera en 2021. L'investissement en logement des ménages restera atone, particulièrement si le recentrage des mécanismes de soutien public (Pinel, prêts à taux zéro...) se poursuit.

L'emploi freinera également dès 2020, contribuant à la remontée du taux de chômage. Toutefois, la consommation des ménages se montrera résiliente dans un premier temps, soutenue par les mesures socio-fiscales adoptées dans le sillage du mouvement des gilets jaunes. Mais avec la dégradation des conditions sur le marché du travail (le chômage avoisinera 9,5 % en 2022), les ménages ralentiront leurs dépenses en 2021-2022. Néanmoins, la consommation publique compensera en partie ce tassement, le gouvernement exploitant des conditions de financement très favorables pour soutenir l'activité en 2021-2022.

Avec l'affaiblissement de la demande globale, les entreprises chercheront à reconstituer les marges du côté des coûts. L'inflation sous-jacente restera faible sur l'horizon de prévision.

Avec la relance budgétaire attendue en 2021-2022 et la baisse des perspectives de croissance, le déficit public se creusera pour atteindre 3,5 % en creux de cycle. Le ratio de dette publique passerait ainsi au-dessus du seuil des 100 % sur l'horizon de prévision.

Les risques sur notre scénario restent majoritairement baissiers. Notamment, la demande intérieure pourrait de nouveau pâtir d'un regain de tensions sociales en réaction à la réforme des retraites et de l'assurance-chômage. Par ailleurs, la filière automobile souffrirait certainement de mesures protectionnistes américaines à l'égard du secteur. En revanche, la consommation pourrait surprendre à la hausse, les ménages ayant jusqu'à présent épargné une partie du revenu libéré par les mesures socio-fiscales du gouvernement.

France	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1,7	1,4	0,8	0,7	1,1
Consommation des ménages	0,9	1,3	1,2	0,9	1,0
Consommation publique	0,8	1,3	1,1	1,7	1,9
Investissement	2,8	3,6	1,8	0,4	1,0
Exportations de biens & services	3,5	2,0	1,1	0,6	2,8
Importations de biens & services	1,2	2,4	1,9	1,4	2,9
Inflation, %	2,1	1,3	1,4	1,1	1,1
Inflation sous-jacente	0,9	0,6	1,0	0,8	0,8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	1,2	2,2	1,3	0,2	0,4
Épargne des ménages, % du RDB	14,2	14,9	15,0	14,5	14,0
Chômage, % de la population active	8,7	8,3	8,6	9,1	9,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-3,2	-2,5	-3,0	-3,5
Dette publique, % du PIB	98,4	98,9	99,4	100,8	102,3
Solde courant, % du PIB	-0,7	-1,0	-1,3	-1,4	-1,3

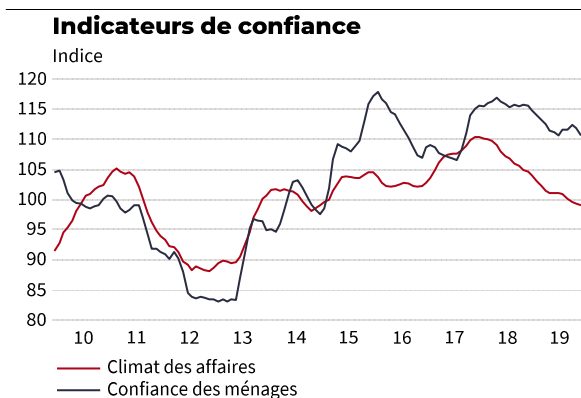
ITALIE

- **Le PIB se contracterait légèrement en 2020 et stagnerait 2021, affecté par l'incertitude politique et le ralentissement mondial.**
- **Le déficit budgétaire, stable en 2019, se dégraderait en 2020 du fait de mesures fiscales expansionnistes et de la faiblesse de la croissance.**
- **La situation politique reste très instable et de nouvelles élections sont probables en 2020.**

L'économie italienne stagne depuis le T1-2018 et devrait se contracter légèrement l'an prochain. Conformément aux tendances mondiales, le secteur manufacturier se contracte et les stocks ont fortement chuté, tandis que le commerce extérieur a bien résisté. En 2020 et 2021, la demande extérieure devrait être plus faible en raison de l'impact du Brexit et le ralentissement mondial. Le PIB devrait augmenter de 0,7% en 2022 grâce à la reprise du cycle européen.

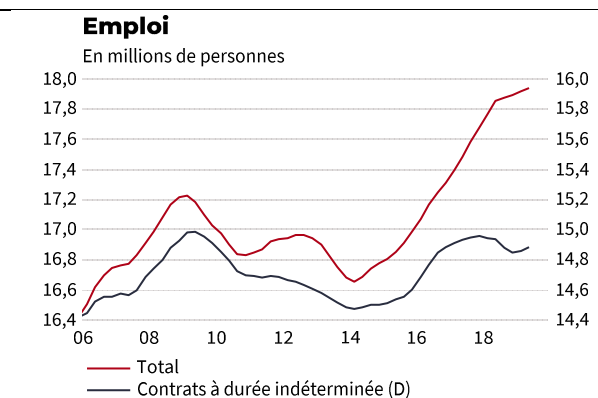
La demande intérieure resterait atone au cours des deux prochaines années. Le cycle d'investissement prendrait fin à la fois pour des raisons d'offre et de demande. Côté offre, les entreprises ont pâti d'une baisse du taux de marge du fait de la baisse de la productivité et de la hausse des salaires. Et côté demande, le climat des affaires resterait dégradé du fait de l'instabilité politique, avec un risque élevé de nouvelles élections en 2020. L'investissement en biens d'équipement se contracterait sur les deux prochaines années tandis que l'activité serait atone dans le secteur de la construction. Le taux de marge devrait se redresser légèrement grâce aux incitations fiscales et à la contraction de l'emploi à partir de l'année prochaine, mais l'investissement ne devrait pas augmenter avant 2022.

Confiance en berne



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Créations d'emploi principalement en CDD



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

En 2020 et 2021, la consommation des ménages resterait positive mais ne soutiendrait que très faiblement la croissance. Les ménages pâtiraient d'une hausse du chômage (de 10 % en 2019 à 11,8 % en 2022), mais le revenu disponible continuerait de progresser grâce à une légère hausse des salaires. En raison de

l'incertitude persistante concernant la situation économique et politique, les ménages devraient rester prudents et le taux d'épargne augmenter légèrement.

Côté finances publiques, le déficit budgétaire pour 2019 serait moins dégradé qu'anticipé, bénéficiant notamment de meilleures rentrées fiscales suite au passage à la facturation électronique pour la TVA au 1^{er} janvier et la détente des taux longs au S2-2019. De 2,3 % du PIB en 2019, le déficit se creuserait à 2,8 % en 2020 et serait proche de 3 % en 2021 et 2022 du fait de la dégradation de la situation économique. La politique budgétaire garderait un caractère expansionniste en 2020, avec une impulsion légèrement moindre que celle anticipée précédemment. La dette publique poursuivrait sa tendance haussière et atteindrait 140 % du PIB en 2021 contre 135 % en 2018. L'Italie reste en risque de non-respect des règles européennes selon l'évaluation de la Commission en novembre, qui recommande d'allouer les ressources budgétaires disponibles à la réduction de la dette publique.

Le débat sur la réforme du MES a créé de nouvelles tensions au sein de la coalition et des élections régionales en 2020 pourraient accélérer la fin de la coalition italienne. Les tensions pourraient également résulter de la dégradation des perspectives de croissance qui pèsera sur les recettes publiques et compliquera la tâche du gouvernement. Si le *spread* italien est tombé sous la barre des 150pb en septembre, nous anticipons un retour à 250bp au cours de l'année 2020 du fait de la détérioration des finances publiques et de l'instabilité politique. En effet, le risque d'avoir aux prochaines élections (au plus tard en 2023) un gouvernement d'extrême droite avec une forte composante eurosceptique reste élevé.

Italie	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	0,7	0,2	-0,1	0,0	0,7
Consommation des ménages	0,8	0,6	0,5	0,3	0,5
Consommation publique	0,4	0,5	0,4	0,1	0,1
Investissement	3,0	2,2	-2,1	-0,9	0,7
Exportations de biens & services	1,3	1,7	1,4	0,1	1,6
Importations de biens & services	2,4	1,0	2,1	0,3	1,0
Inflation, %	1,2	0,7	0,9	0,8	1,0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	0,9	0,6	0,9	0,3	0,6
Epargne des ménages, % du RDB	9,8	9,8	10,1	10,1	10,2
Chômage, % de la population active	10,6	10,0	10,9	11,6	11,8
Solde budgétaire, % du PIB	-2,2	-2,3	-2,8	-3,0	-3,0
Dette publique, % du PIB	134,8	136,2	137,9	140,0	140,9
Solde courant, % du PIB	2,6	3,3	3,4	3,3	3,5

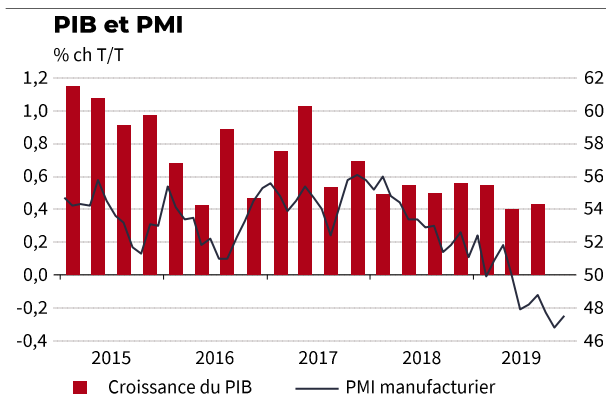
ESPAGNE

- **Après cinq ans de fort dynamisme, la croissance ralentirait à 1,1 % en 2020 et 0,7 % en 2021.**
- **L'inflation serait contenue en 2019 et 2020 malgré la hausse du salaire minimum et le chômage augmenterait dès 2020.**
- **Sans le soutien de *Podemos* et un accord avec les Catalans, le PSOE ne pourra pas gouverner et devra appeler à de nouvelles élections.**

L'économie espagnole est restée très dynamique jusqu'au T3 grâce à une demande intérieure solide, soutenue à la fois par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Le PIB devrait néanmoins ralentir à 2,1 % cette année, puis 1,1 % en 2020 et 0,7 % en 2021. L'économie espagnole pâtirait du ralentissement de la croissance en zone euro et des conséquences du Brexit, notamment sur le secteur touristique, avant de rebondir en 2022 à 1,2 %.

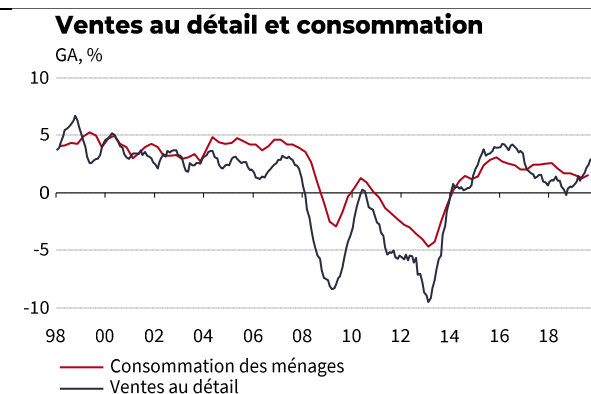
La demande interne serait toujours le moteur principal de l'économie alors que les tensions commerciales pèseraient sur les exportations. La consommation des ménages ralentirait dès 2020 après plusieurs années de forte croissance, et ce malgré la hausse du salaire minimum. Les ménages espagnols ont largement puisé dans leur épargne ces dernières années – notamment pour financer l'achat de voitures et de biens durables – et profiteraient d'un regain de pouvoir d'achat en 2019 pour redresser leur taux d'épargne. Le taux de chômage toucherait son point bas à 14,2 % en 2019, proche de son niveau structurel, puis progresserait à partir de 2020 avec le retournement du cycle de croissance. Il dépasserait 15 % en 2022.

Le PMI manufacturier en zone de contraction



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Les ventes au détail bien orientées



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

L'investissement ralentirait sensiblement dès 2020 après six années de forte progression, sur fond d'incertitude liée au Brexit. Enfin, la hausse des salaires proches du salaire minimum va continuer à éroder les marges des entreprises et peser sur leurs capacités d'autofinancement. L'activité dans le secteur de la construction serait également moins dynamique, après trois années de forte

croissance de l'investissement. La délivrance de nouveaux permis de construire stagne déjà depuis un an.

Le Brexit aurait un impact non négligeable sur l'économie de la péninsule. Le Royaume-Uni est le quatrième marché d'exportation pour les produits espagnols, principalement dans le secteur des transports (automobile, trains et aéronautique) et de l'alimentaire (fruits et légumes). L'enjeu est de taille également pour le secteur touristique puisque le pays a accueilli l'an dernier 16 millions de visiteurs britanniques (premier marché). Enfin, il pourrait y avoir un impact migratoire important : on estime entre 800,000 et un million le nombre de britanniques qui vivent au moins une partie de l'année en Espagne. Ce sont principalement des personnes retraitées sensibles à la question de l'accès aux soins médicaux qui pourrait être rendu plus difficile après le Brexit.

Les élections du 10 novembre ont donné lieu à un parlement fragmenté, avec un sérieux revers pour *Ciudadanos* (de 57 à 10 sièges) et une montée en puissance des partis de droite (*Vox* et *Partido Popular*). Le PSOE reste la première force parlementaire avec 120 sièges sur 350 mais il lui manque 55 sièges pour atteindre la majorité absolue. Même avec le soutien de *Podemos* (35 sièges) et de certains partis régionalistes, il sera difficile pour Pedro Sanchez de former un gouvernement car il a besoin de l'approbation des Catalans de l'ERC. A défaut d'un accord avec l'ERC, les électeurs seraient appelés aux urnes au printemps 2020, pour la cinquième fois en quatre ans.

Le déficit public est revenu sous la barre des 3 % du PIB en 2018, alors qu'il était encore à 10,5 % en 2012. La politique budgétaire resterait globalement neutre en l'absence de mesures de relance majeures et le déficit se stabiliserait autour de 2,5 % du PIB à l'horizon de notre prévision. La dette publique baisserait légèrement en 2019 et 2020 à 96 % du PIB et retrouverait en 2022 son niveau de 2018 (97 % du PIB).

Espagne	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2,4	2,0	1,1	0,7	1,2
Consommation des ménages	1,8	1,2	1,5	0,9	1,1
Consommation publique	1,9	2,3	1,7	1,2	1,2
Investissement	5,3	2,6	1,0	0,2	1,0
Exportations de biens & services	2,2	1,7	1,1	0,3	1,9
Importations de biens & services	3,3	1,0	2,2	0,5	1,5
Inflation, %	1,7	0,8	1,4	1,1	1,3
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	1,9	2,4	1,7	1,0	1,3
Epargne des ménages, % du RDB	6,3	7,4	7,5	7,6	7,9
Chômage, % de la population active	15,3	14,2	14,5	15,2	15,5
Solde budgétaire, % du PIB	-2,5	-2,2	-2,2	-2,5	-2,6
Dette publique, % du PIB	97,6	96,5	96,4	97,2	97,4
Solde courant, % du PIB	1,9	1,6	1,4	1,3	1,5

ROYAUME-UNI

- **Le Royaume-Uni devrait quitter l'UE d'ici le 31 janvier 2020.**
- **Cela ouvre une période de transition durant laquelle la relation future entre le Royaume-Uni et l'UE27 sera négociée.**
- **Du fait des incertitudes quant à l'issue de ces discussions et du caractère désormais inéluctable du Brexit, l'investissement des entreprises devrait rester en berne en 2020.**

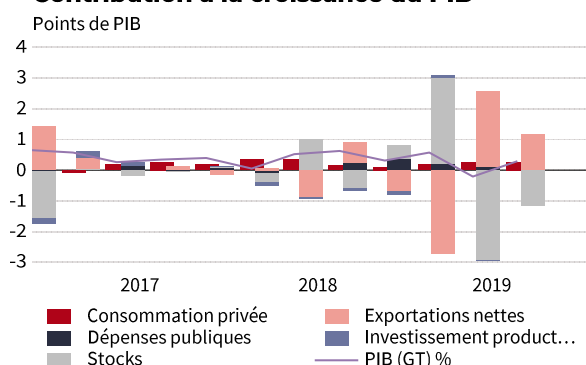
Le Parlement nouvellement élu devrait approuver l'accord de retrait et la déclaration politique précisant le cadre de la relation future entre le Royaume-Uni et l'UE27. Si cette déclaration politique prévoit un accord de libre-échange ambitieux, semblable à celui liant le Canada et l'UE (CETA), applicable à l'issue de la période de transition (actuellement fixée au 31 décembre 2020), les négociations à venir sont de nature à proroger un climat d'incertitude qui devrait largement peser sur l'investissement et la confiance des ménages en 2020. Le caractère désormais largement inéluctable du Brexit pourrait en outre déclencher la relocalisation d'activités qui avaient jusqu'à présent attendu une clarification de la situation.

Dans le cadre de l'accord d'octobre, la Commission européenne doit présenter début février 2020 un projet de mandat permettant un début rapide des négociations. Les experts s'accordent cependant sur le fait que les 11 mois impartis pour aboutir à un accord ne suffiront probablement pas ; les accords de libre-échange nécessitant en moyenne 48 mois de négociation. Les discussions pourraient en outre achopper sur les velléités de divergences réglementaires marquées vis-à-vis de l'UE revendiquées par la majorité conservatrice. L'accord de retrait négocié par Boris Johnson prévoit que le Royaume-Uni peut effectuer une demande de prorogation de la période de transition (jusqu'à la fin de 2022) avant le 1 juillet 2020. Boris Johnson a d'ores et déjà affirmé qu'il ne voyait "absolument pas la nécessité de le faire". Cette phase de transition est en effet particulièrement inconfortable pour le Royaume-Uni dans la mesure où, durant cette période, le pays est lié par les réglementations et les décisions de Bruxelles sans avoir voix au chapitre et où elle engendre une contribution financière du Royaume-Uni au budget de l'UE. Cependant, en l'absence d'accord à l'issue de la période de transition, les relations commerciales liant le Royaume-Uni et l'UE seront régies par les règles de l'Organisation mondiale du commerce.

Au T3 2019, en dépit du ralentissement mondial et du dynamisme des imports dans la perspective du Brexit, la demande extérieure a eu une contribution positive (+1,2%) sur le PIB du Royaume-Uni qui croît de 0,3% en séquentiel, après -0,2% au T2. Cette contribution doit être mise en relation avec la faiblesse de la livre. Le taux de change effectif réel de la livre était en moyenne inférieur de 3% au T3 par rapport au T2. La hausse de la livre consécutive au report du Brexit en octobre devrait

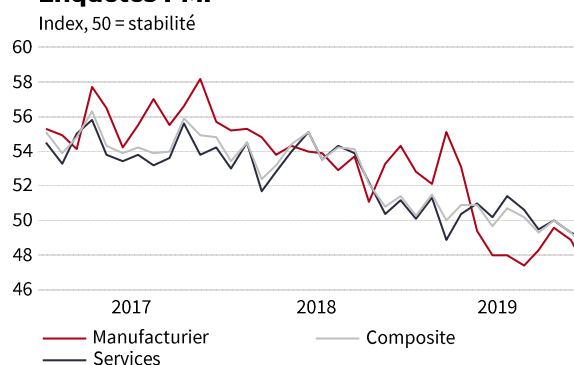
atténuer, voire inverser, cet effet au T4 2019. Les indicateurs avancés de conjoncture dans le secteur des services et de la construction pointent par ailleurs vers une dégradation de l'activité au T4 2019.

Contribution à la croissance du PIB



Source : ONS, SG Études économiques et sectorielles

Enquêtes PMI



Source : IHS Markit, SG Études économiques et sectorielles

Dans ce contexte, les autorités politiques et monétaires devraient utiliser leurs marges de manœuvre. Nous introduisons pour l'heure dans notre scénario central un soutien de la politique budgétaire en 2020 et 2021 correspondant aux annonces de septembre de Sajid Javid, + 13,4 Mds£ pour l'année fiscale 2020-21 par rapport à la précédente version du budget, dans le cadre de la *spending review*. Nous anticipons également une baisse du taux principal de la Banque d'Angleterre à 0,5% (-0,25 point) au T1 2020.

Royaume-Uni	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1,4	1,2	0,2	0,5	1,5
Consommation des ménages	1,6	1,2	1,2	0,6	0,8
Consommation publique	0,6	3,2	2,2	2,0	1,6
Investissement	-0,1	0,1	0,4	1,2	3,9
Exportations de biens & services	-0,9	-0,1	-6,2	-0,5	-0,6
Importations de biens & services	0,7	2,6	-6,6	1,2	-0,5
Inflation, %	2,5	1,8	1,3	1,7	2,1
Inflation sous-jacente	2,1	1,6	0,7	1,4	1,9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	5,1	3,2	1,9	2,0	3,4
Épargne des ménages, % du RDB	6,1	6,5	6,1	5,7	6,0
Chômage, % de la population active	4,0	4,0	4,7	4,7	4,3
Solde budgétaire, % du PIB	-2,2	-1,6	-2,3	-2,8	-2,2
Dette publique, % du PIB	85,9	85,2	85,8	86,4	85,1
Solde courant, % du PIB	-4,3	-4,6	-5,0	-5,5	-5,1

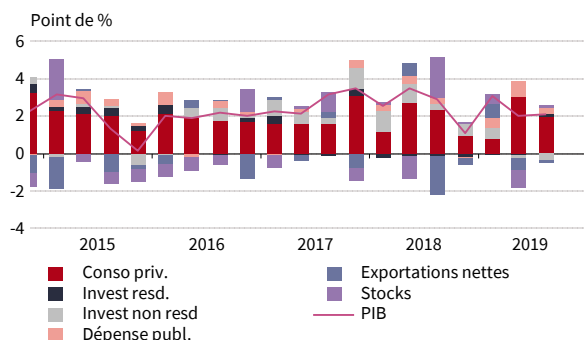
ÉTATS-UNIS

- **La croissance économique devrait progressivement ralentir en raison d'une politique budgétaire neutre et une érosion des marges.**
- **La Fed a continué de diminuer son taux en raison des incertitudes commerciales et par un ralentissement de la croissance mondiale.**
- **Les risques principaux sont une nouvelle intensification des tensions commerciales et un durcissement des conditions financières.**

L'activité économique continue de ralentir. La croissance du PIB a atteint 2.1 % en T/T annualisé, avec un investissement fixe non résidentiel qui continue à sous-performer. Ce dernier a en effet reculé pour le deuxième trimestre consécutif (-0,4 % en T/T annualisé), notamment en raison de la grève prolongée dans le secteur automobile et des incertitudes liées aux tensions commerciales. La consommation des ménages reste solide (1,9 %), soutenue par un marché du travail solide et par une croissance modérée des bénéfices. Enfin, les dépenses publiques continuent de soutenir la croissance menée par les dépenses fédérales courantes.

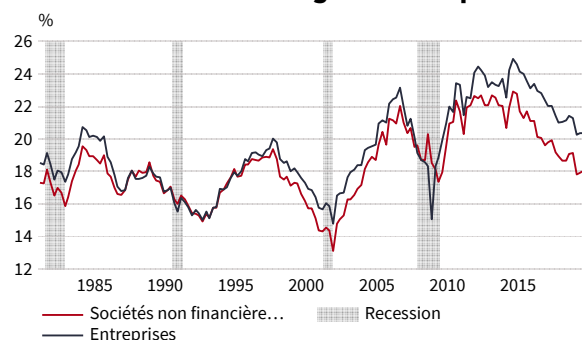
L'économie devrait continuer à ralentir au cours des prochains trimestres du fait d'une baisse des bénéfices des entreprises. Ces derniers devraient en effet pâtir de la hausse des coûts de production, ce qui devrait peser sur les perspectives d'investissements. Les incertitudes durables autour des tensions commerciales et les élections de novembre risquent également de peser sur les perspectives d'investissements. La politique budgétaire devrait rester neutre au cours des deux prochaines années. Les dépenses discrétionnaires vont rester stables en termes réels et la fiscalité va rester aussi stable, privant la croissance d'un facteur de soutien. La consommation des ménages devrait rester solide dans les trimestres à venir, soutenue par la politique d'assouplissement de la Fed, mais elle devrait progressivement ralentir sur fond de dégradation des conditions du marché du travail. L'activité économique devrait continuer à ralentir en 2021.

Etats-Unis: Croissance du PIB et contributions



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Etats-Unis: taux de marge des entreprises



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les prévisions d'inflation restent favorables. En dépit des tensions sur le marché du travail et de la hausse des taxes à l'importation, l'indice des prix à la consommation des ménages sous-jacent a augmenté de 1,6 % en octobre, sous l'objectif de 2 % des autorités monétaires. L'inflation de base devrait rester inférieure à l'objectif de la Fed dans les trimestres à venir, car la pression de la demande reste limitée et la vigueur du dollar US pourrait contrebalancer la hausse des taxes à l'importation.

Dans ce contexte de croissance modérée et de faible inflation, la Fed a poursuivi le cycle d'assouplissement de sa politique monétaire en réduisant son objectif de taux de 25 pb en octobre, à 1,50 -1,75 %. La Fed a également décidé de maintenir ses achats de bons du Trésor au moins jusqu'au deuxième trimestre 2020 afin de réduire les tensions sur le marché du repo. Enfin, elle a confirmé sa volonté de modifier la composition du bilan en réinvestissant chaque mois jusqu'à 20 milliards de dollars de MBS arrivant à échéance dans des titres du Trésor. Lorsqu'il a annoncé ces mesures, le FOMC a déclaré qu'il considérait « la politique actuelle comme appropriée », ce qui écarte toute nouvelle baisse de taux dans les mois à venir. Au final, nous prévoyons trois nouvelles baisses de taux en 2020 en cas de nouvel affaiblissement économique.

Une nouvelle escalade des tensions commerciales reste le principal risque pour l'économie. L'imposition de nouveaux droits de douane ou l'augmentation des taxes existantes pourraient peser encore davantage sur les bénéfices des entreprises, en particulier sur celles qui reposent sur les chaînes de valeur, et ainsi réduire les dépenses en capital. Une hausse des tensions commerciales pourrait durcir les conditions financières, or la dette des entreprises a déjà fortement augmenté ces dernières années.

États-Unis	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2,9	2,3	1,5	0,7	1,4
Consommation des ménages	3,0	2,4	1,7	0,9	1,5
Consommation publique	1,7	3,3	1,5	1,8	2,1
Investissement	4,6	2,1	1,2	-1,3	2,1
Exportations de biens & services	3,0	0,5	0,8	-2,0	2,3
Importations de biens & services	4,4	2,5	1,5	-1,0	3,0
Inflation, %	2,5	1,9	2,0	1,7	2,1
Inflation sous-jacente	2,2	2,4	1,6	1,6	2,1
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	3,6	2,5	1,0	-0,6	0,9
Épargne des ménages, % du RDB	8,9	9,1	8,4	7,3	6,9
Chômage, % de la population active	3,8	3,6	4,3	5,0	5,4
Solde budgétaire, % du PIB	-6,6	-7,3	-7,4	-7,7	-7,8
Dette publique, % du PIB	78,4	77,9	80,0	82,9	85,3
Solde courant, % du PIB	-2,4	-2,5	-2,6	-2,4	-2,8

JAPON

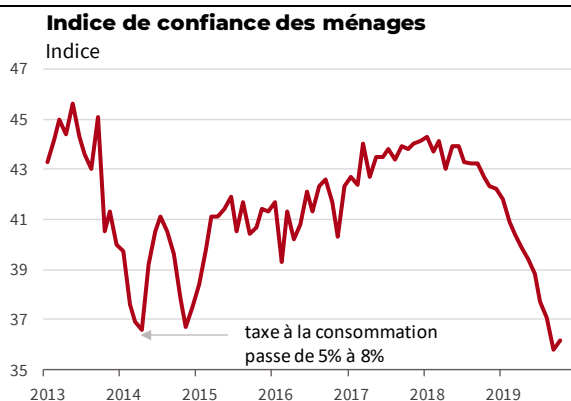
- **Le risque de ralentissement économique s'accumule...**
- **... et sera partiellement contrecarré par un plan stimulus imminent.**

La croissance risque de perdre son *momentum* dès le dernier trimestre 2019, les obstacles se multipliant pour peser sur la demande intérieure et extérieure. Face à un tel risque, le gouvernement Abe a annoncé un programme stimulus qui pourrait contrecarrer ce risque baissier en 2020.

La confiance des ménages reste encore basse malgré une très légère remontée récente. La taxe sur la consommation a été relevée en octobre 2019, de 8% à 10%. Des mesures compensatoires ont été prévues pour atténuer son effet négatif sur le pouvoir d'achat et les produits alimentaires ont été exemptés. Et cela, afin d'éviter un choc trop négatif sur la demande des ménages. En effet, la consommation des ménages avait chuté de 0,9% en 2014 lorsque la taxe était passée de 5% à 8% en avril 2014. Malgré ces mesures compensatoires, les dépenses des ménages devraient être affectées compte tenu de la faiblesse de confiance, mais moins qu'en 2014.

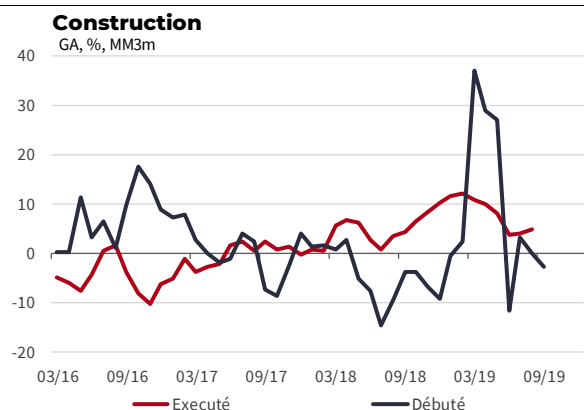
Le ralentissement de l'investissement qui devrait intervenir après la préparation des jeux olympiques de Tokyo constitue un autre facteur domestique qui pèsera sur la croissance. Rappelons que les activités de construction ont pris un essor depuis 2018 mais cette dynamique devrait s'estomper après l'été 2020.

La confiance des ménages au plus bas



Source : Cabinet Office, SG Etudes économiques et sectorielles

Les activités de construction ont atteint un pic



Source : Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, SG Etudes économiques et sectorielles

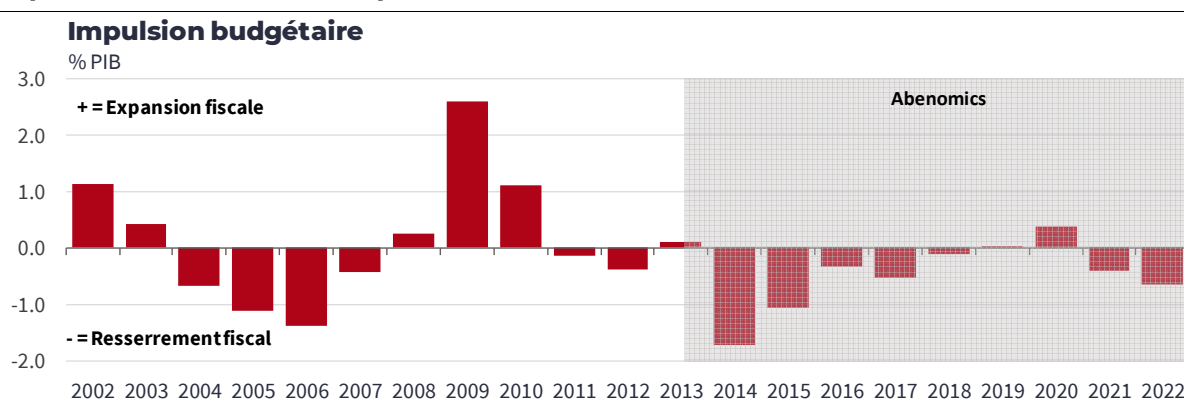
L'inflation reste obstinément basse, et ce malgré la hausse de la taxe à la consommation en octobre. L'inflation non-alimentaire a seulement progressé de 0,4% sur le mois en GA.

Dans un tel contexte, le premier ministre Abe a annoncé un nouveau stimulus de 13200 milliards de yen, soit 2,4% du PIB nominal dont 9400 milliards de dépenses budgétaires soit 1,7% du PIB nominal. Les dépenses des gouvernements (central et locaux) visent à se prémunir contre un risque de ralentissement économique et notamment par la reconstruction des zones sinistrées. Elles devraient débuter au

premier trimestre 2020 pour finir au premier trimestre 2021. Cependant, le risque d'exécution des dépenses budgétaires risque de compromettre l'ampleur du stimulus. Le manque de main d'œuvre en constitue une cause importante. Ainsi le stimulus permettrait de contrecarrer le risque de ralentissement en 2020, mais l'année 2021 fera face de nouveau à une impulsion budgétaire négative et connaîtra de ce fait un ralentissement de croissance.

Parallèlement, la banque centrale (BoJ) a renforcé le *forward guidance* en prolongeant la politique monétaire actuelle pour une durée indéterminée. Pour la première fois sous l'*Abenomics*, la politique monétaire et la politique budgétaire seraient coordonnées, laissant derrière le risque lié à l'augmentation des dettes publiques.

L'impulsion fiscale deviendrait positive en 2020



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

Japon	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	0,3	1,0	0,7	0,5	0,7
Consommation des ménages	0,0	0,5	-0,1	0,5	0,4
Consommation publique	0,9	2,0	2,0	0,6	0,7
Investissement	1,1	2,7	2,2	0,6	0,7
Exportations de biens & services	3,4	-1,8	1,1	0,4	1,5
Importations de biens & services	3,3	0,0	1,6	0,5	0,4
Inflation, %	1,0	0,4	0,5	0,6	0,5
Inflation sous-jacente	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
Revenu disponible brut (RDB) en volume, %	1,1	0,8	-0,1	0,7	0,7
Épargne des ménages, % du RDB	3,9	4,2	4,2	4,4	4,7
Chômage, % de la population active	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4
Solde budgétaire, % du PIB	-3,2	-3,0	-3,1	-2,2	-1,8
Dettes publiques, % du PIB	237,1	237,7	237,6	238,4	238,1
Solde courant, % du PIB	3,5	3,0	2,9	2,9	2,8

CHINE

- **Le rythme du ralentissement devrait se stabiliser en 2020, notamment du côté de la demande domestique.**
- **L'inflation, en hausse à la suite de celle du prix du porc, devrait baisser en deuxième moitié 2020.**
- **Le risque financier reste sous le contrôle malgré quelques zones de tension.**

Le ralentissement devrait continuer mais son rythme tend à se stabiliser en 2020, avant que la résilience de l'économie soit de nouveau testée par la décélération américaine attendue en 2021. Plusieurs facteurs plaident en effet pour une amélioration modérée de la conjoncture chinoise. D'abord, le secteur des semi-conducteurs devrait reprendre en début 2020 ; le secteur d'automobile a sans doute touché le point bas du cycle en 2018/2019 ; enfin, la possibilité à la hausse des tarifs sur les exportations chinoises imposés par les Etats-Unis semble limitée en comparaison avec l'augmentation de 20 points de pourcentage déjà intervenue depuis le début des tensions commerciales.

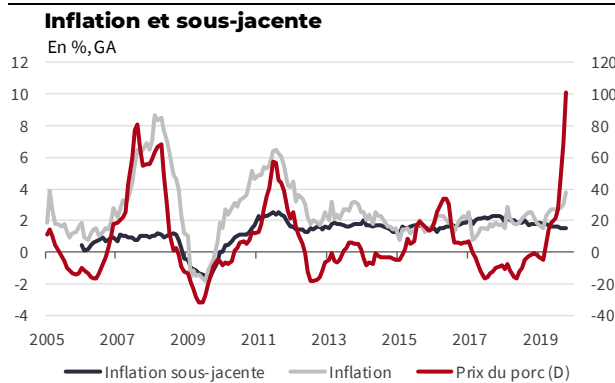
De plus, la politique économique, surtout du côté monétaire, est devenue plus accommodante en novembre. Le taux d'intérêt des MLF (*medium-term lending facility*) a été baissé de 5 points de base (pb), ainsi le LPR (*loan prime rate*) -sensé refléter la baisse du taux MLF- est descendu également de 5 pb pour la maturité 1 an et 5 ans ; la PBoC a aussi réduit le taux de repo inversé à 7 jours de 5 pb pour la première fois depuis 4 ans. Ces actions multiples d'assouplissement en un seul mois constituent un soutien à la demande, elles restent néanmoins inscrites dans l'esprit prudent du *policy-mix*, à savoir éviter le stimulus massif. En effet, la baisse de taux à 5 pb, qu'il s'agisse du coût de financement des banques ou de l'économie, reste modérée. La baisse du taux de réserves obligatoires semble en préparation pour venir compléter cette phase d'assouplissement.

Le soutien budgétaire devrait être basé davantage sur des mesures hors-bilan notamment via l'émission d'obligations spéciales des gouvernements locaux. Le quota d'émission en 2020 sera vraisemblablement revu à la hausse.

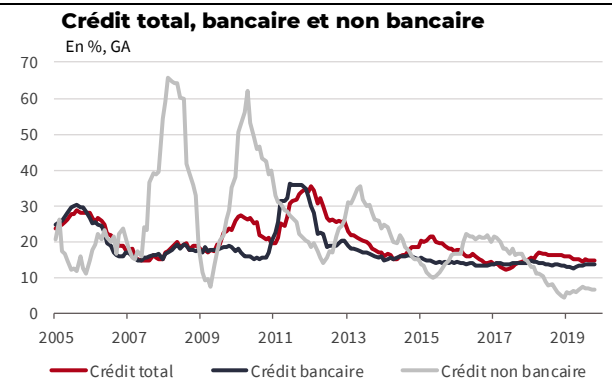
L'inflation, en forte hausse due au surgissement du prix du porc, est attendue à la baisse une fois le pic atteint au S1 2020. L'absence de montée de l'inflation sous-jacente permet une marge de manœuvre à l'assouplissement monétaire contrairement aux précédents épisodes de l'inflation liée au prix du porc.

En conséquence, la dynamique de l'investissement devrait s'améliorer légèrement et la consommation devrait continuer de jouer le rôle de soutien principal à la croissance. Cependant, la contribution de la demande extérieure deviendra moins positive en raison du besoin d'importations en augmentation.

Montée de l'inflation due à celle du prix du porc et faiblesse de l'inflation sous-jacente



Source : NBS, PBoC, SG Etudes économiques et sectorielles



Source : PBoC, SG Etudes économiques et sectorielles

Le risque de stabilité financière, quant à lui, est relativement sous contrôle malgré quelques zones de tension. Les défauts obligataires se poursuivent, mais ils ne représentent que 0,5% de l'encours total du marché ; le financement non-bancaire (surtout celui du *shadow banking*) est en perte de vitesse au profit du financement bancaire. Même si les petites banques rurales doivent faire face à la détérioration de la qualité d'actifs, l'impact systémique est faible compte tenu de leur petite taille et leur caractère très régional.

La tension commerciale, ou plus largement la rivalité avec les Etats-Unis, demeurera quel que soit l'aboutissement de la négociation entre les deux plus grandes économies mondiales. Le RMB devrait subir moins de pression à la dépréciation qu'en 2019 (où son taux de change a atteint 7.2 contre dollar suite à des hausses consécutives des tarifs). En effet, le surplus courant tend à se stabiliser autour de 1%-2% du PIB après avoir flirté avec 0% au T4 2018 et T1 2019. Les mesures d'ouverture des marchés financiers domestiques sont favorables aux entrées de capitaux. De plus, le contrôle sur diverses sorties de capitaux reste toujours en place.

Chine	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	6,6	6,1	5,8	5,5	5,2
Consommation des ménages	9,6	7,1	6,9	6,7	6,3
Consommation publique	9,8	7,4	7,7	7,0	6,4
Investissement	4,7	3,0	4,5	4,4	4,0
Exportations de biens & services	3,8	2,0	1,3	1,0	2,4
Importations de biens & services	8,2	-4,1	0,4	0,5	1,4
Inflation, %	2,1	2,9	3,1	1,4	2,1
Solde budgétaire, % du PIB	-2,6	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0
Dette publique, % du PIB	36,5	36,8	37,0	37,2	37,5
Dette externe, % du PIB	14,6	14,0	14,0	14,1	14,2
Solde courant, % du PIB	0,4	1,5	1,4	1,2	1,1

INDE

- **La croissance a atteint un point bas au T3 2019 et ne devrait reprendre que très progressivement.**
- **La marge de manœuvre du policy-mix devient limitée.**
- **A surveiller : le risque inflationniste, la faiblesse du système financier et l'état de santé des finances publiques.**

La croissance du PIB devrait reprendre à partir de 4.5% en GA enregistré au T3 2019, un point bas depuis 2012. Les réponses en matière de politiques monétaire et fiscale ont été très réactives mais leur efficacité peine à se prouver entièrement. Cela limitera l'ampleur de la reprise.

La banque centrale a procédé à une série de cinq baisses de taux en 2019, marquée par son ampleur et sa rapidité. Le taux de politique monétaire est passé de 6,5% à 5,15%. Cependant, ces baisses de taux ne se sont pas complètement transmises dans le coût de financement de l'économie. L'écart entre le taux de la RBI et celui des banques commerciales auprès de leurs meilleurs clients s'est élargi dès le début 2019 – début de l'assouplissement monétaire. En conséquence, la progression du crédit bancaire auprès du secteur non gouvernemental ne cesse de décélérer.

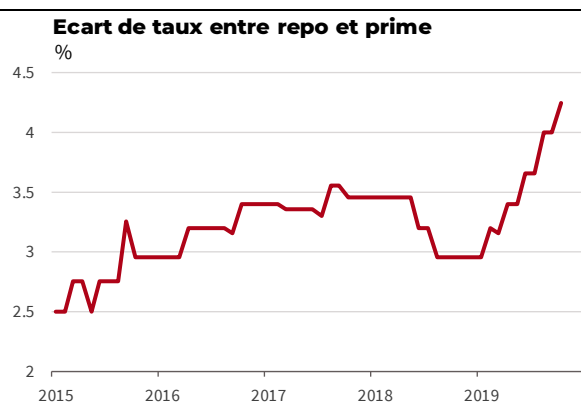
Du côté de la politique budgétaire, l'Inde est parmi les pays de la région ayant le plus les mains liées pour lancer un stimulus fiscal. En effet, les dettes publiques représentent plus de 65% du PIB et le besoin de financement du gouvernement plus de 6,5%. Le ministère de finance a pourtant annoncé un plan stimulus qui consiste essentiellement à retirer certaines taxes, augmenter la flotte de véhicules des administrations publiques, donner davantage de fluidité dans le remboursement de la GST (taxe à la consommation) et des facilités d'investissement d'infrastructure. Ces mesures de relance ne seront pas sans conséquence sur l'équilibre budgétaire.

La poussée récente de l'inflation en raison de celle des prix alimentaires constitue une contrainte supplémentaire à l'assouplissement du policy-mix. Même si l'inflation non alimentaire reste très faible à 2,5%, dans un pays avec un passé inflationniste et une inflation sensible aux récoltes et au prix du pétrole importé (qui sont tous des facteurs exogènes), le risque que l'inflation s'approche de la cible haute de la RBI (+/- 2% autour de 4%) augmente. De plus, les prix alimentaires représentant 40% du panier du prix à la consommation, leur augmentation détériorerait le pouvoir d'achat des ménages et accentuerait la détresse de demande rurale.

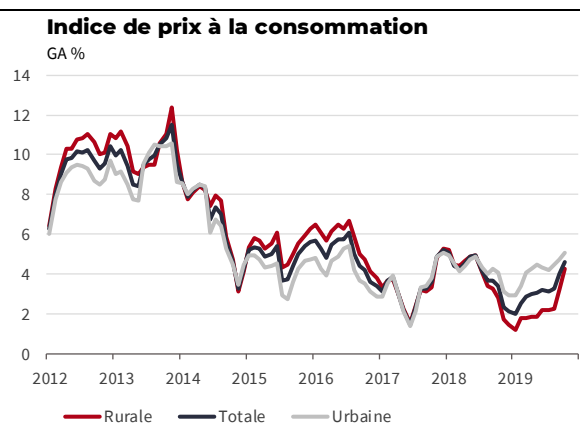
Le système financier est également vulnérable. Les banques publiques affichent un ratio de prêts non-performants supérieur à 14% alors qu'il est inférieur à 5% chez les banques privées. Le besoin de recapitalisation est en effet l'objet d'une partie du transfert de la RBI au gouvernement. De même, la défaillance d'IL&FS ainsi que

d'autres institutions non bancaires illustre le manque de liquidités du secteur. Les banques étatiques sont encouragées à financer ces institutions non bancaires. Cette vulnérabilité interconnectée entre le système bancaire étatique et le shadow banking compromet en partie les efforts d'assouplissement monétaire et continuerait de peser sur le financement de l'économie, et donc la croissance économique.

Transmission (très partielle) de la baisse de taux de politique monétaire Inflation en hausse rapide, surtout en zone rurale



Source : RBI, SG Etudes économiques et sectorielles



Source : Central Statistics Office, SG Etudes économiques et sectorielles

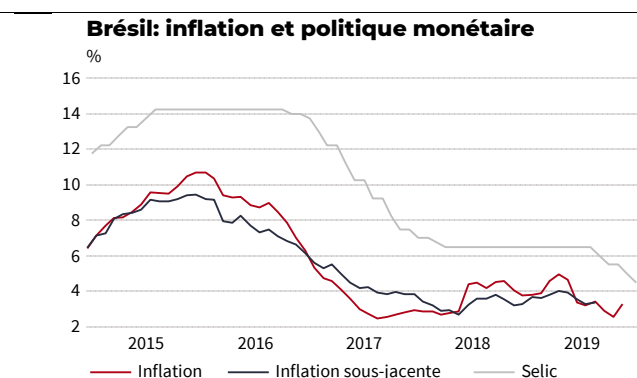
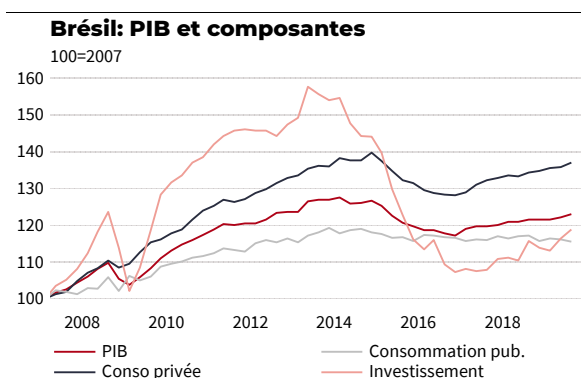
Inde	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	6,8	6,0	6,4	6,3	6,6
Consommation des ménages	8,1	5,6	6,2	5,7	6,1
Consommation publique	9,2	7,6	11,1	9,5	9,6
Investissement	10,0	4,9	5,4	6,2	6,1
Exportations de biens & services	12,5	3,5	2,7	3,7	5,1
Importations de biens & services	15,4	6,4	4,2	2,8	4,8
Inflation, %	3,4	3,4	4,1	4,1	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	-6,4	-7,5	-7,2	-7,0	-6,9
Dette publique, % du PIB	68,1	69,0	68,5	67,7	66,9
Dette externe, % du PIB	19,6	20,3	19,8	18,3	17,6
Solde courant, % du PIB	-2,1	-2,0	-2,3	-2,3	-2,4

BRESIL

- **La croissance économique reste modérée.**
- **La faible inflation donne aux pouvoirs publics l'occasion d'assouplir les conditions de prêt.**
- **Le risque principal pesant sur la croissance est la dégradation du commerce extérieur.**

Dans l'ensemble, la croissance économique reste modérée. Le PIB réel a progressé de 0,6 % en GT au deuxième trimestre 2019 (1.1 % GA). L'investissement continue de progresser de façon modérée (2% GT). La consommation privé croit aussi de façon modeste (1.8% GT), du fait d'un marché du travail atone (le taux de chômage a atteint 11 % en juillet).

Le PIB ne devrait progresser que de 2 % en 2020 après deux années consécutives de croissance à 1 %. Cette faible croissance s'explique avant tout par une dynamique d'investissement en demi-teinte depuis la récession de 2015-2016. Cette dynamique pâtit des conditions de financement restrictives pour les entreprises (la BNDES continue de réduire son bilan, et les taux d'intérêt pour les entreprises restent élevés), de la forte sous-utilisation des capacités actuelles, des ajustements budgétaires en cours et de l'agitation politique persistante. La consommation reprend progressivement des couleurs, car le marché du travail enregistre une lente amélioration (bien qu'une partie concerne le marché informel) et les ménages bénéficient de meilleures conditions de financement. Enfin, la demande extérieure devrait s'essouffler, car l'Argentine – premier partenaire commercial du pays pour les produits manufacturés – devrait rester en récession en 2020.



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les perspectives d'inflation restent favorables et bien en dessous de l'objectif de 4,25 % de la Banque centrale pour 2019. En effet, l'inflation a atteint 2,5 % en octobre, car l'inflation des prix réglementés a ralenti (2 %) et l'inflation des prix des services reste stable (3,5 %). Pour 2020, les prévisions d'inflation sont également en

baisse, à 3,6 %, soit un niveau inférieur à l'objectif de 4 %. Dans l'ensemble, le risque de pression inflationniste est faible pour les trimestres à venir, car la demande domestique reste modérée et les variations de taux de change sont peu répercutées. Au vu de ces faibles niveaux de croissance et d'inflation, la BCB a réduit son taux directeur à 5 % en novembre, soit son plus bas niveau historique.

La réforme des retraites a finalement été approuvée par le Congrès (Chambre des députés et Sénat) en octobre. Cette réforme prévoit un relèvement de l'âge de départ à la retraite et une baisse de l'indexation des pensions de retraite, ce qui devrait permettre d'économiser 8 points de PIB sur les dix prochaines années. Il était indispensable de voter cette réforme pour, d'une part, assurer la viabilité budgétaire du pays et, d'autre part, réduire les incertitudes pesant sur la politique économique. Les dépenses de retraite représentent actuellement 8 % du PIB et 44 % des dépenses primaires, et ce sont les principales responsables du déficit budgétaire primaire. La réforme va créer un espace budgétaire, car le gouvernement va plus facilement respecter la règle budgétaire limitant la croissance des dépenses publiques à l'inflation de l'année précédente. L'approbation de cette réforme, qui nécessitait une large majorité au Congrès, est le signe que le gouvernement a su réformer l'économie du pays et ainsi réduire les incertitudes politiques. Les principaux risques restent une dégradation de l'environnement international, un ralentissement plus marqué de l'économie chinoise ou une intensification de la crise en Argentine et, à l'échelle nationale, un retour de l'impasse politique.

Brésil	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1,1	1,3	2,0	2,2	2,1
Consommation des ménages	1,9	1,3	2,2	2,7	2,5
Consommation publique	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Investissement	4,1	1,8	3,5	3,8	3,8
Exportations de biens & services	4,1	4,0	2,8	2,5	2,5
Importations de biens & services	8,5	3,0	3,0	3,8	3,8
Inflation, %	3,7	3,6	3,7	3,8	3,5
Solde budgétaire, % du PIB	-7,3	-6,7	-6,7	-6,4	-6,3
Dettes publique, % du PIB	77,2	79,0	81,0	82,0	81,0
Dettes externe, % du PIB	22,6	24,0	25,0	25,0	25,0
Solde courant, % du PIB	-2,2	-2,6	-3,0	-3,2	-3,2

RUSSIE

- **Malgré l'assouplissement de la politique budgétaire, la croissance restera atone en raison de la faiblesse de l'investissement et de la demande extérieure.**
- **Le pic d'inflation a été atteint en avril et la Banque centrale a commencé à baisser son taux directeur depuis juin 2019.**
- **L'incertitude autour des sanctions occidentales pèse sur l'accès au financement et sur le potentiel de croissance.**

La croissance du PIB est restée atone en 2019 et devrait rester faible en 2020-2021 du fait d'un environnement externe moins favorable, des goulets d'étranglement, de l'atonie de l'investissement et de la productivité. Le PIB a légèrement accéléré de 0,7 % au S1-19 à 1,7 % au T3-19 en GA. Cette accélération s'explique principalement par la hausse des stocks et par les dépenses publiques (+13 % en GA au T3-19 pour le budget consolidé). En revanche, la hausse de la TVA, de 18 % à 20 % en janvier 2019, a affecté la consommation des ménages. Par ailleurs, l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier publié en novembre indique la poursuite du ralentissement de l'activité.

Malgré le léger assouplissement de la politique budgétaire entamé fin 2019, la croissance du PIB devrait rester faible dans les années à venir. Les investissements devraient rester modestes du fait des faibles marges des entreprises, de l'accès limité aux capitaux étrangers et des incertitudes durables autour des sanctions occidentales. La demande extérieure devrait pâtir des incertitudes autour des sanctions commerciales, du ralentissement du commerce international et de la stabilité des prix du pétrole (65 USD/baril attendu en 2020-2021). La consommation des ménages devrait continuer de pâtir de la décélération des salaires et du revenu disponible. De plus, la réforme des retraites (relèvement de l'âge de départ à la retraite) devrait avoir un impact négatif sur le revenu disponible des ménages en repoussant le versement des premières pensions (les retraités continuent généralement à travailler et touchent à la fois leur salaire et leur retraite).

L'inflation a atteint un point haut en avril 2019 (5,2 %) et décélère depuis (3,5% en GA en nov. 2019). La faiblesse de la consommation des ménages n'a pas permis aux entreprises de répercuter pleinement la hausse de la TVA sur leurs prix. Dans ce contexte, la Banque centrale russe a entamé un assouplissement de sa politique monétaire depuis juin, avec une nouvelle baisse de 50 pb, à 6,25 %, en décembre.

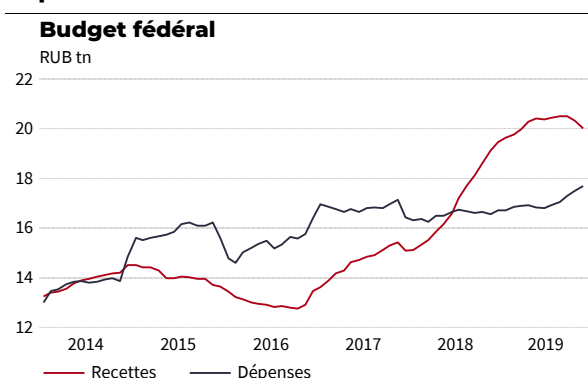
La situation externe et budgétaire du pays s'est améliorée ces dernières années.

Les finances publiques ont affiché de bonnes performances : le budget fédéral a atteint un surplus en 2019 (pour la première fois depuis 2014) et le CDS à 5 ans a atteint un plancher historique de 69 pdb en novembre 2019.

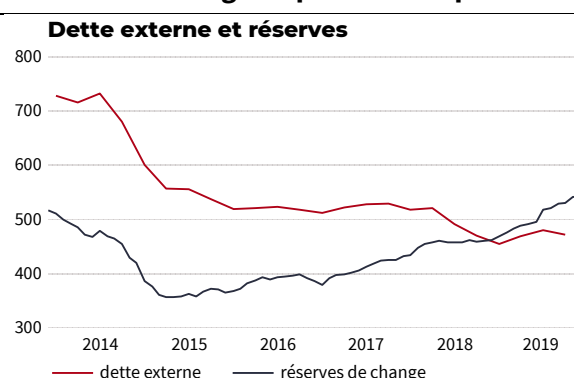
La situation extérieure est également plus solide. Le taux de change flexible constitue un amortisseur à la volatilité des marchés des matières premières. La sensibilité du taux de change à la dynamique des prix du pétrole a fortement diminué avec la règle budgétaire. La dette extérieure a fortement baissé, de 732 Mds USD en 2014 à 471 Mds en oct. 2019 (environ 30 % du PIB). Les réserves de change ont augmenté pour atteindre 541 Mds USD en octobre, le plus haut niveau depuis 2014.

De plus, les banques ont réussi à réduire leur dette extérieure et conservent une position extérieure nette positive. La dynamique des prêts aux ménages a légèrement ralenti suite aux mesures macroprudentielles mises en œuvre par la Banque centrale russe en sept. 2018 et mars 2019.

Les finances publiques se sont améliorées depuis 2018 La dette extérieure a diminué, avec des réserves de change au plus haut depuis 2008



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les sanctions restent un facteur de risque persistant. Une deuxième vague de sanctions pour violation suspectée de Chemical and Biological Weapons Control and Warfare Elimination Act of 1991 a été mise en place en août 2019. Par ailleurs, plusieurs projets de lois incluant des sanctions sévères ont été proposées au Congrès américain et pourraient revenir sur le devant de la scène.

Si l'impact des sanctions semble assez faible à court terme, elles pourraient avoir un impact plus important sur le potentiel de croissance à long terme en sapant la confiance et en réduisant l'accès au financement externe.

Russie	2018	2019p	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Consommation des ménages	2,3	1,0	1,5	1,5	1,5
Consommation publique	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3
Investissement	2,5	0,2	0,5	1,0	1,2
Exportations de biens & services	6,0	1,0	0,6	3,0	3,4
Importations de biens & services	4,0	-0,3	-1,0	2,8	3,5
Inflation, %	2,9	5,0	4,0	4,0	4,0
Solde budgétaire, % du PIB	2,9	1,0	0,1	-0,3	-0,6
Dette publique, % du PIB	14,6	16,5	17,7	18,3	19,0
Dette externe, % du PIB	27,5	27,2	26,8	27,0	27,4
Solde courant, % du PIB	6,8	5,7	3,9	3,4	3,3

AFRIQUE

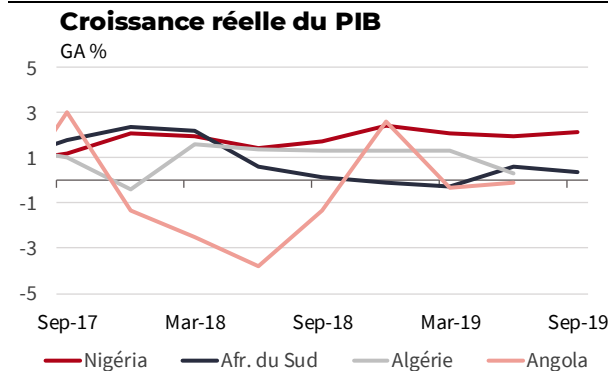
- **La croissance régionale pour 2019 continue d'être révisée à la baisse, désormais attendue en-dessous du niveau de 2018.**
- **Ceci s'explique principalement par des performances économiques décevantes au Nigéria, en Afrique du Sud, en Algérie et en Angola.**
- **Malgré une réaccélération prévue pour 2020, la croissance régionale reste insuffisante pour réduire les fragilités socio-économiques.**

La croissance régionale pour 2019 est désormais attendue en léger ralentissement par rapport à 2018 (3,2 % contre 3,4 % l'année précédente), suite à la révision à la baisse des estimations de croissance dans plusieurs pays. Malgré quelques révisions globalement marginales et « peu impactantes » (**Ghana**, **Sénégal** et **Maroc** notamment), les économies diversifiées et pauvres en matières premières industrielles (pétrole ou métaux) restent dynamiques, avec des taux de croissance souvent supérieurs à 5 % ou 6 %.

En revanche, ces révisions à la baisse sont plus problématiques lorsqu'elles concernent les principales économies de la région (Nigéria, Afrique du Sud, Algérie et Angola, qui comptent respectivement pour environ 17 %, 16 %, 8 % et 5 % du PIB de l'Afrique). Au **Nigéria**, le rebond attendu ne se matérialise pas et la croissance stagne à un niveau sensiblement inférieur aux performances historiques (environ 2 % GA depuis début 2018, vs. près de 7 % en moyenne entre 2005 et 2014), toujours freinée par les mêmes problèmes structurels : investissement domestique et investissements directs étrangers faibles ; qualité des politiques publiques et environnement des affaires défaillants ; situation sécuritaire toujours difficile ; et (dans une moindre mesure) vulnérabilité et faible efficacité du secteur bancaire. En **Afrique du Sud**, les indicateurs de confiance (entreprises et ménages) continuent de se dégrader, reflétant la persistance des problèmes structurels (faiblesse de l'investissement, manque d'efficacité des entreprises publiques – en particulier du fournisseur d'électricité ESKOM) et conjoncturels (mouvements sociaux importants, dégradation des termes de l'échange, etc.). Au total, malgré un rebond – limité – depuis le T2-19, la croissance reste inférieure à 1 % GA. En **Algérie**, la décélération engagée depuis la chute des cours pétroliers mi-2014 s'est renforcée au T2-19, avec une croissance à 0,3 % (vs. 1,3 % au T1-18) : alors que la production d'hydrocarbure continue de se contracter du fait de contraintes structurelles fortes (champs vieillissants, manque d'investissement, etc.), les autres secteurs continuent de pâtir de l'instabilité politique et sociale actuelle. En **Angola**, le PIB s'est contracté au T1 puis au T2-19 : les réformes engagées dans le cadre du programme FMI signé en décembre 2018 tardent à redynamiser les secteurs non pétroliers (les effets de la forte contraction de la demande publique l'emportant pour l'instant sur la libéralisation économique en cours), alors que des problèmes techniques récurrents

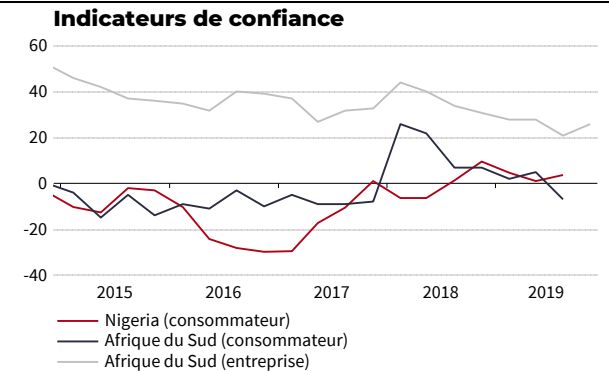
continuent d'affecter la production de pétrole (1,4 million de barils/jour actuellement, vs. 1,6 à fin 2018).

Des taux de croissance décevants dans plusieurs pays importants de la région



Source : SG Études économiques et sectorielles

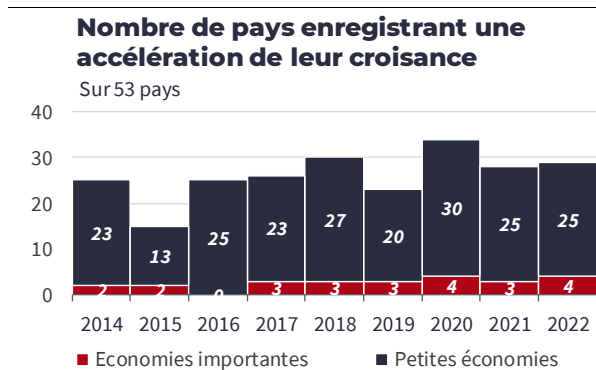
Nigeria et Afrique du Sud : des indicateurs de confiance en berne



Source : SG Études économiques et sectorielles

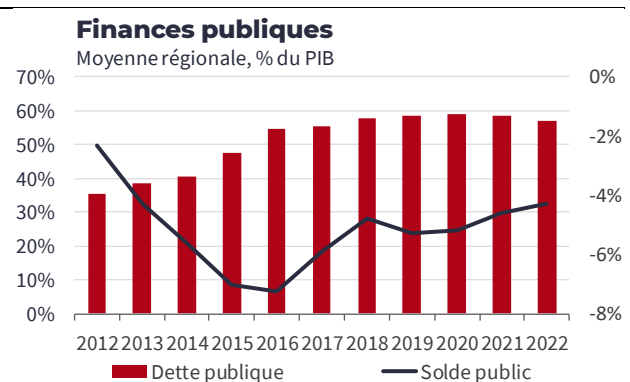
En 2020, la croissance régionale devrait légèrement réaccélérer, désormais prévue sous les 4 %. Trente-quatre pays sur 53 devraient ainsi enregistrer une croissance 2020 supérieure à celle de 2019. Alors que les moteurs externes de la croissance sont désormais moins porteurs (en ligne avec le ralentissement de l'économie mondiale), les moteurs internes accélèrent progressivement, comme l'illustrent i) une reprise du crédit au secteur privé (grâce à un assainissement – très lent – des bilans bancaires) facilitant le rebond de la demande privée ; et ii) une demande publique toujours dynamique (alors que le déficit public moyen de l'Afrique devrait rester stable en 2020). La croissance Africaine en 2020 restera très hétérogène, et insuffisante pour réduire des fragilités économiques (notamment une crainte grandissante sur la soutenabilité les dettes publiques de la région) et sociales (mouvements populaires en Afrique du Nord, en Afrique du Sud, en Guinée, en Éthiopie ; problèmes sécuritaires en Afrique Centrale et dans le Sahel).

Afrique : réaccélération de la croissance dans la majorité des pays



Source : SG Études économiques et sectorielles. Les « économies importantes » sont celles dont le PIB représente plus de 5% du PIB régional : Algérie, Égypte, Maroc, Nigéria, Afrique du Sud).

Afrique : une augmentation significative des ratios de dette publique

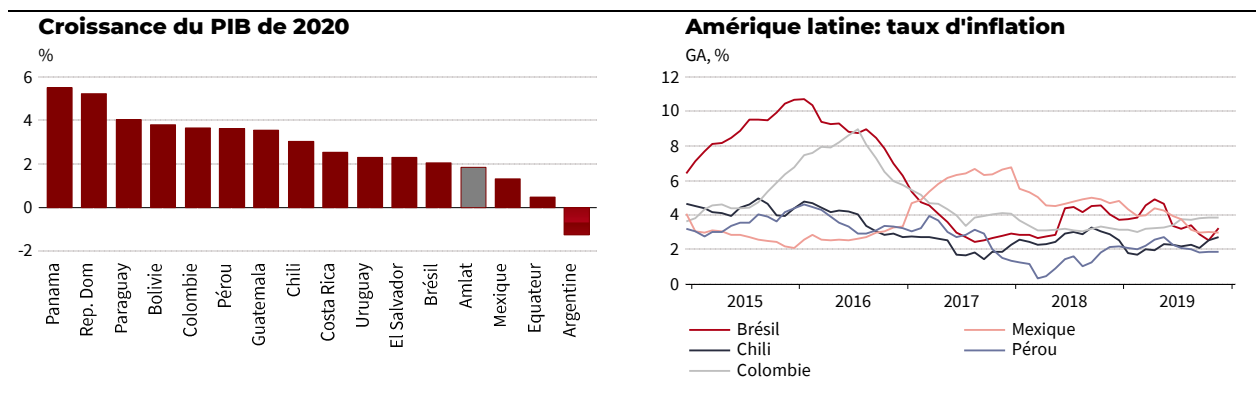


Source : SG Études économiques et sectorielles

AMERIQUE LATINE

- **La croissance atone des grandes économies continue de peser sur le dynamisme de la région.**
- **A l'exception de l'Argentine, l'inflation reste maîtrisée, facilitant une baisse des taux par les banques centrales.**
- **La stagnation de la croissance depuis trois ans a contribué à la montée des tensions sociales dans plusieurs pays de la région.**

Dans les principales économies de la région, l'activité reste au mieux morose en raison de divers ajustements internes et d'un contexte externe peu favorable.



Au Brésil, l'activité reste faible, reflétant une dynamique d'investissement toujours languissante. L'adoption de la réforme des retraites en octobre, censée permettre une économie de 8% du PIB sur les dix prochaines années, pourrait toutefois relancer l'investissement

Au Mexique, la faible progression de la production manufacturière et la contraction des secteurs pétrolier et de la construction continuent de peser sur la croissance. De plus, une grève de six semaines dans le secteur automobile aux Etats-Unis au T3 2019 a eu un impact sur l'économie mexicaine, fortement intégrée dans la chaîne de valeur américaine de ce secteur. Cet événement a contribué à la détérioration de l'investissement, affaibli d'autre part par des conditions financières restrictives. Enfin, la baisse de la confiance des entreprises suggère un investissement faible dans les trimestres à venir. L'inflation reste sous contrôle à 3.6% GA en septembre, reflétant la faiblesse de la demande domestique et la stabilité du taux de change. Ainsi, la Banque Centrale diminue progressivement son taux directeur depuis juillet, qui reste cependant à un niveau très élevé (7.5% en novembre). Les incertitudes importantes quant à la politique économique du gouvernement et l'environnement externe (ratification du USMCA) empêchent la Banque Centrale de réduire son taux directeur plus rapidement.

En Argentine, le Président Alberto Fernandez, qui a pris ses fonctions le 10 décembre, fera face à un environnement économique récessif, une forte inflation et des pressions sur la balance de paiement. Les contrôles de capitaux (retrait maximum de 200 USD par personne par mois, s'appliquant aux résidents) restent en place. Le nouveau gouvernement devra envisager des négociations pour restructurer sa dette publique. Le service de la dette en 2020 s'élève à 50 mds USD (presque la moitié en monnaie locale) et concerne principalement des titres régis par droit local.

Les plus petites économies affichent une croissance dynamique, qui reste cependant bien inférieure à celle atteinte lors du dernier cycle haussier des prix des matières premières.

Au Chili, en Colombie et au Pérou, des tensions sociales ont éclaté sur fond de ralentissement de la croissance et arrêt des réductions des inégalités de revenus, qui restent parmi les plus élevés au monde. En effet, même si la croissance reste supérieure à 3% en GA au T3-19 dans les trois pays, celle-ci est inférieure à celle affichée entre 2003 et 2013 (5% en moyenne). Au contraire des grandes économies de la région, le Chili, la Colombie et le Pérou disposent de marges de manœuvres considérables pour mettre en place des politiques contre-cycliques. En effet, la Colombie et le Pérou ont des excédents budgétaires primaires, le Chili un déficit budgétaire primaire modéré et les trois ont de faibles ratios de dette publique. Par ailleurs, elles ont aussi des taux d'inflation faibles, ce qui a permis aux banques centrales de poursuivre leur cycle de baisse de taux.

ASIE ÉMERGENTE

- **Un environnement extérieur moins négatif en 2020.**
- **Un policy-mix réactif pour soutenir la demande domestique.**
- **Le redéploiement de la chaîne de valeur mondiale crée de la disparité dans les dynamiques d'exportation.**

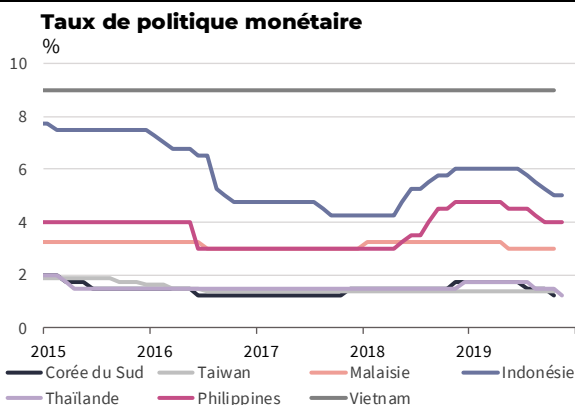
La croissance en Asie émergente hors Chine et Inde restera résiliente en 2020 - supérieure à 3% - en raison d'un environnement extérieur moins négatif et un *policy-mix* réactif.

Du côté de la demande extérieure, les facteurs négatifs devraient s'atténuer en comparaison à l'année 2019. D'abord, la marge à la hausse des tarifs des Etats-Unis sur les exportations chinoises devrait rester limitée, même si les incertitudes subsistent compte tenu de la rivalité entre les deux plus grandes économies du monde. Ensuite, le cycle baissier du secteur des semi-conducteurs devrait avoir atteint le creux au plus tard début 2020.

En effet, les données de *World Semiconductor Trade Statistics* montrent qu'en moyenne, il faut six trimestres pour que la période d'ajustement à la baisse atteigne son niveau le plus bas. L'observation du passé suggère que le cycle baissier commençant au T2 2018 pourrait durer jusqu'à la fin 2019.

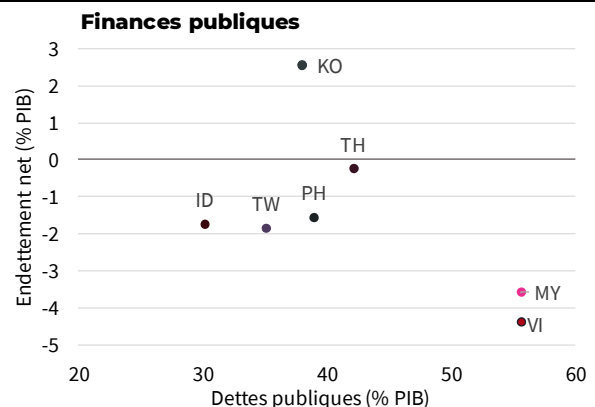
Même si un rebond fort des commandes d'exportations reste peu visible à l'horizon, le choc le plus négatif sur la demande extérieure a déjà eu lieu en 2019 même si nous ne voyons pas de rebond accéléré.

Assouplissement monétaire quasi-généralisé



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Finances publiques relativement saines



Source : FMI, SG Etudes économiques et sectorielles

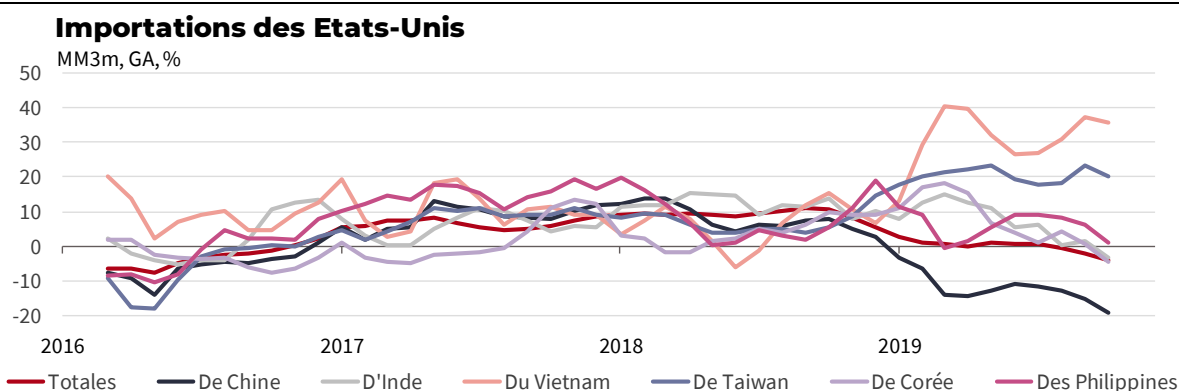
Quant au soutien de la politique économique, la plupart des pays dans la région se sont montrés très réactifs, d'autant plus qu'ils disposent d'une certaine marge de manœuvre. En 2019, les taux de politique monétaire ont été abaissés en Corée du Sud (de 1,75% à 1,25%), en Malaisie (de 3,25% à 3%), en Indonésie (de 6% à 5%), en Thaïlande (de 1,75% à 1,25%) et aux Philippines (de 4,75% à 4%). Plusieurs économies ont également annoncé des mesures de soutien budgétaire. C'est le cas

de la Thaïlande (stimulus à 10 milliards de dollars, soit 2% du PIB) et de la Corée du Sud (dépenses publiques en hausse de 8% en 2020). D'autres pays devraient voir leurs dépenses augmenter (le congrès Philippin a déjà approuvé le budget 2020 avec un rattrapage des dépenses). Rappelons que la plupart des économies asiatiques bénéficient de finances publiques relativement saines, les déficits publics et/ou la dette publique sont assez faibles. C'est notamment le cas de la Corée du Sud (en surplus budgétaire), de Taiwan, des Philippines et de la Thaïlande, avec un ratio de dettes publique sur PIB inférieur ou proche de 40% et un déficit inférieur à 2% du PIB. Même l'Indonésie, relativement plus contrainte en matière de financement externe, devrait pouvoir creuser le déficit public pour la première année du second mandat présidentiel de Joko Widodo. La résilience de la roupie indonésienne illustre l'acquisition d'une grande crédibilité par le pays vis-à-vis des investisseurs internationaux.

Sur le plan extérieur, les banques centrales de la région détiennent d'importantes réserves de change, qui peuvent amortir les effets de la volatilité des flux de capitaux. En cas de retournement de l'appétit pour le risque, l'Inde et l'Indonésie, qui ont des besoins de financement externe, restent les plus vulnérables.

Enfin, les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ont également eu pour conséquence l'accélération du redéploiement de la chaîne de valeur mondiale avec la relocalisation de production à partir de la Chine vers d'autres régions. Le Vietnam et Taiwan semblent en sortir gagnants avec une dynamique d'investissement et d'exportations nettement plus favorable. Au Vietnam, la faiblesse des coûts de production constitue une explication majeure de l'accroissement d'IDE (2,1 milliards de dollars en provenance de Chine durant les 10 premiers mois 2019, soit une hausse de 170% en GA). Taiwan, de son côté, fait preuve d'un fort volontarisme pour inciter le retour des capitaux taiwanais délocalisés, avec un plan triennal à conditions de prêts avantageuses. Un tel mouvement devrait continuer à créer de la disparité dans les dynamiques d'exportations de la région.

Les flux commerciaux sont redirigés vers Taiwan et le Vietnam



Source : US Census Bureau, SG Études économiques et sectorielles

PAYS DU GOLFE

- **La stagnation des revenus pétroliers limite les perspectives de croissance.**
- **Les déficits budgétaires sont en passe de devenir une caractéristique structurelle.**
- **Les tensions géopolitiques sont source d'incertitude.**

Les perspectives économiques de la région sont assombries par des revenus pétroliers stagnants, par les perspectives de croissance précaires de ses principaux partenaires commerciaux (Chine, Europe) et par l'incertitude géopolitique.

La croissance du PIB non lié aux hydrocarbures est toujours au ralenti, à 2,2 % en 2019 et 2,9 % en 2020, bien en dessous de la moyenne de 7,5 % sur la période 2000-2015. Les programmes de développement économique annoncés sont axés sur la modernisation de l'économie. Pourtant, les mesures prises ces dernières années ont surtout consisté à ajuster les budgets des Etats et répondre à la baisse des revenus pétroliers. Le gel des salaires des fonctionnaires et la réduction des subventions et prestations sociales ont affecté les dépenses des ménages et l'investissement public a été rationalisé. Les mesures de nationalisation des emplois sur le marché du travail ont également entraîné une vague de départ de travailleurs étrangers, ce qui a pesé sur les dépenses de consommation à l'échelle locale.

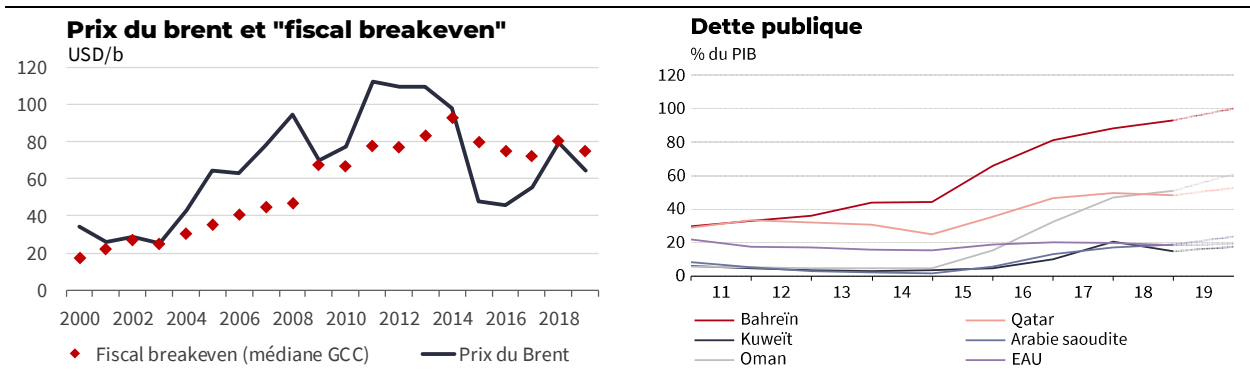
Fin 2018, l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis ont annoncé des programmes de relance de respectivement 1,7 % et 3 % de leur PIB, ouvrant ainsi la porte à une nouvelle série d'investissements en 2019-2020. Malgré cela, la rente pétrolière stagne et la croissance devrait rester modeste.

Les banques centrales de la région ont suivi la Fed et abaissé leurs taux directeurs, compte tenu de l'ancrage de leur monnaies sur le dollar. La baisse des taux devrait encourager le crédit et apporter un peu de soutien au marché de l'immobilier, qui se contracte dans la région depuis 2015.

Les déficits budgétaires sont en passe de devenir une caractéristique structurelle. Les prix du pétrole qui permet d'équilibrer le budget baisse depuis 2014, mais ils sont encore trop élevés. Les gouvernements sont très actifs sur les marchés mondiaux de la dette. Ils ont émis pour 38 milliards de dollars de titres en 2016, 49 milliards en 2017 et 34 milliards en 2018. Depuis le début de l'année, les émissions d'eurobonds s'élèvent à 41 milliards de dollars (L'Arabie saoudite a émis 13 milliards de dollars, le Qatar 12 milliards de dollars et les Émirats arabes unis 10,5 milliards de dollars).

L'Arabie saoudite a introduit en bourse 1,5 % du capital d'Aramco, le géant pétrolier, levant ainsi des fonds visant à moderniser l'économie. Les fonds levés ont totalisé 25,6 milliards de dollars, ce qui en fait la plus importante introduction en Bourse de

l'histoire. Cette dernière est toutefois en deçà des attentes initialement très ambitieuses de l'Arabie saoudite.



Source : Perspectives économiques régionales du FMI, diverses publications Source : Perspectives économiques régionales du FMI, avril 2019

Prix du pétrole qui équilibre le budget, \$/baril

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bahreïn	103	119	106	113	118	95
Koweït	54	47	43	45	54	54
Oman	94	102	101	91	99	87
Qatar	58	54	54	50	50	49
Arabie saoudite	106	94	96	84	89	86
Émirats arabes unis	91	65	51	61	66	70

Source : Perspectives économiques régionales du FMI, avril 2019

Les déficits courants d'Oman et du Bahreïn restent importants, et un ajustement de la croissance de la demande domestique sera nécessaire à moyen terme pour soutenir les régimes de change fixe. Cependant, Oman traîne des pieds lorsqu'il s'agit de mettre en œuvre des mesures de consolidation budgétaire ; or, les avoirs extérieurs du pays s'amenuisent. En conséquence, il affiche les rendements obligataires les plus élevés de la région. En octobre 2018, le Bahreïn a reçu de ses voisins (Arabie saoudite, EAU, Koweït) une aide financière de 10 milliards de dollars qui a atténué la pression sur la monnaie du pays, mais des fragilités subsistent.

Les tensions géopolitiques restent source d'incertitude. L'attaque d'Abqaiq et de Khurais visant des sites pétroliers saoudiens en septembre 2019 ajoute à l'inquiétude, dans un contexte marqué par les tensions continues entre les États-Unis et l'Iran et par de nombreuses rivalités régionales. L'augmentation des dépenses militaires, déjà élevées dans les pays du CCG, va continuer de peser sur les dépenses publiques et la viabilité budgétaire. Le blocus du Qatar par ses plus proches voisins ne semble pas entraver outre mesure les performances économiques du pays. Pourtant, le conflit diplomatique, qui dure depuis plus de deux ans, montre peu de signes d'apaisement et a pour conséquence de limiter la coopération économique au sein de la région et de réduire les perspectives commerciales des entreprises présentes dans l'ensemble des économies du CCG.

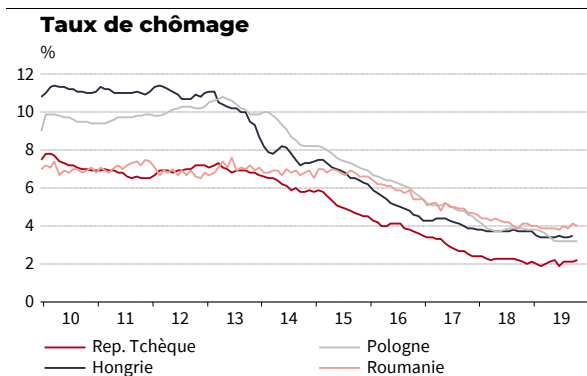
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- Alors que la croissance régionale a pour l'instant résisté au ralentissement en zone euro, elle devrait toutefois ralentir en 2020.
- L'inflation a atteint un pic mais reste alimentée par les hausses de salaires dans la région et par une demande interne résiliente.
- À plus long terme, une baisse des fonds structurels européens constituerait un risque majeur sur la période 2021-2027.

La croissance du PIB en Europe centrale et orientale s'est dissociée en 2019 du ralentissement de la zone euro grâce à une demande interne solide. Depuis quatre ans, la consommation des ménages bénéficie d'une forte croissance des salaires (entre 8 % et 14 % en GA). L'investissement public est soutenu par les fonds structurels européens. L'investissement privé est tiré par un taux d'utilisation des capacités élevé. La politique budgétaire est en outre accommodante. En Pologne, le programme 500+ a été étendu à toutes les familles, dès le premier enfant, une prime exceptionnelle pour les retraités en 2019 a été introduite et le taux d'imposition des revenus a été abaissé. La Roumanie a également mis en œuvre une politique budgétaire expansionniste depuis 2016, avec plusieurs baisses de TVA et une hausse des pensions de retraite et des salaires des fonctionnaires.

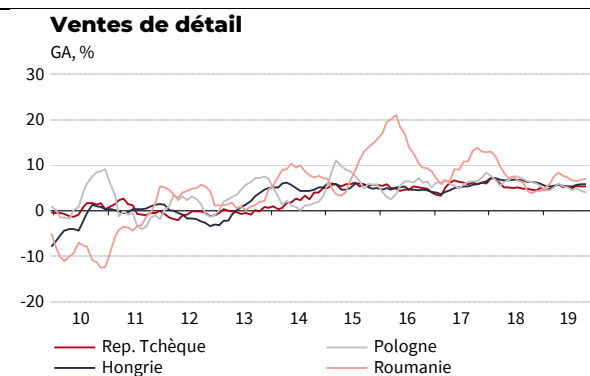
Avec des taux de croissance du PIB autour de 4 %, la Hongrie, la Pologne et la Roumanie resteront en 2019 les pays d'Europe les plus performants. La République tchèque restera sur une trajectoire dynamique, avec une croissance d'environ 2,5 %.

La forte amélioration des marchés du travail soutient la consommation des ménages



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Dans ce contexte, les ventes de détail affichent un fort dynamisme dans la région



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les perspectives pour 2020-2021 sont toutefois plus mitigées. Une nouvelle dégradation de l'environnement externe – en particulier le ralentissement de la zone euro, principal partenaire commercial de la région – associée à des contraintes de capacité croissantes devraient peser sur l'activité. Pour l'instant, les fortes tensions sur les marchés du travail soutiennent les salaires et la demande. Néanmoins, à

terme, cette situation pourrait se révéler négative puisque les taux de vacance ont atteint des points hauts historiques et les marges des entreprises sont en baisse.

La région conserve des marges budgétaires pour soutenir la croissance en cas de ralentissement plus marqué, et plusieurs pays ont déjà annoncé des mesures de stimulus pour 2020. En République tchèque, le budget 2020 intègre une augmentation des retraites, des prestations de maladie et des salaires des fonctionnaires (+10 % pour les enseignants et +7 % pour les fonctionnaires). Le nouveau gouvernement polonais vient d'annoncer des hausses du salaire minimum, qui devrait quasiment doubler d'ici 2023, et la mise en œuvre d'une prime régulière pour les retraités (un 13^e mois tous les ans).

L'inflation régionale a atteint un pic en mai 2019 et reste supérieure à 2 %, en raison de la forte croissance des salaires, de la demande interne solide et de la hausse des prix de l'alimentation. Compte tenu de la faiblesse de la demande externe et de la politique monétaire accommodante de la BCE, les banques centrales tchèque, hongroise, polonaise et roumaine n'ont pas annoncé de hausse de taux en novembre 2019, marquant ainsi une pause dans leur précédente phase de normalisation ou de durcissement monétaire. Les banques centrales auront à composer avec la faiblesse de l'environnement externe, mais les pressions inflationnistes toujours fortes devraient empêcher un assouplissement significatif des politiques monétaires.

Plusieurs risques sont à surveiller dans la région.

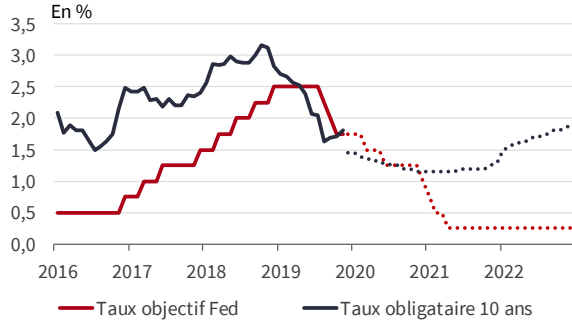
Les déséquilibres macroéconomiques s'accroissent en Roumanie. Le déficit courant dépasse 5 % du PIB en 2019, tandis que le déficit budgétaire atteindrait 3,5 % du PIB selon la Commission européenne. La nouvelle loi sur les retraites a ouvert la voie à d'importantes hausses des pensions (+15 % en sept. 2019 ; +40 % prévue en sept. 2020), qui pèsent sur les comptes publics et externes. Le risque d'une correction plus abrupte de la croissance et de plus forte volatilité du RON augmente.

La Turquie est sortie de la récession et le sentiment du marché s'est amélioré, notamment en raison des conditions favorables des marchés internationaux. Toutefois, certains problèmes demeurent. Malgré le rééquilibrage du compte courant, les besoins de financement extérieur restent élevés. Le nouveau programme économique pour 2020-2022 vise une croissance de 5 %, un objectif irréaliste dans un contexte où les grandes entreprises doivent s'adapter à la hausse du service de la dette étrangère après la forte dépréciation de la livre turque en 2018. De plus, les provisions que doivent constituer les banques pour les prêts non performants risquent de peser sur le crédit bancaire.

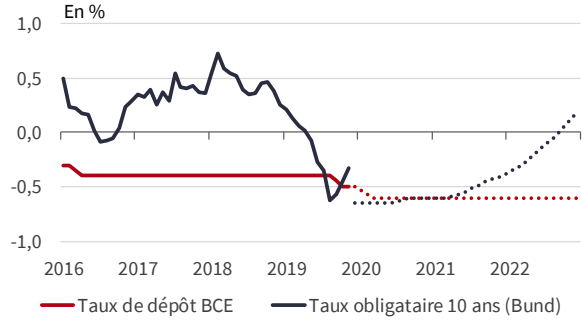
Enfin, une diminution des fonds structurels européens pour la période 2021-2027 aurait un impact négatif sur la croissance à moyen terme dans une région qui souffre d'une baisse de la population active. Dans ce contexte, plusieurs pays européens ont signé une déclaration à Prague en novembre 2019 pour demander un maintien des fonds structurels européens en 2021-2027 au même niveau qu'en 2014-2020, soulignant que les fonds structurels sont clefs pour l'investissements dans la région.

DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES

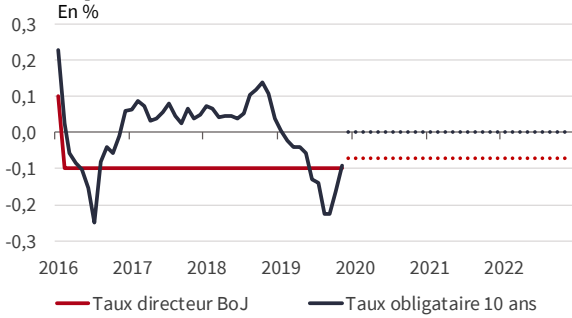
Etats-Unis : taux d'intérêt



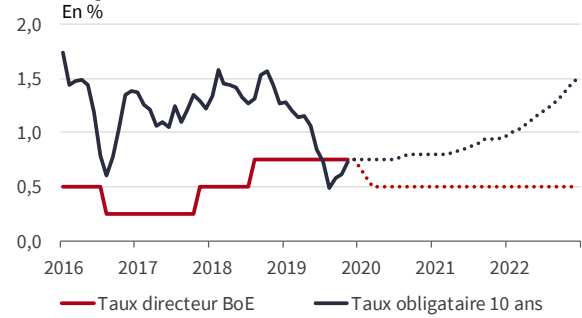
Zone euro : taux d'intérêt



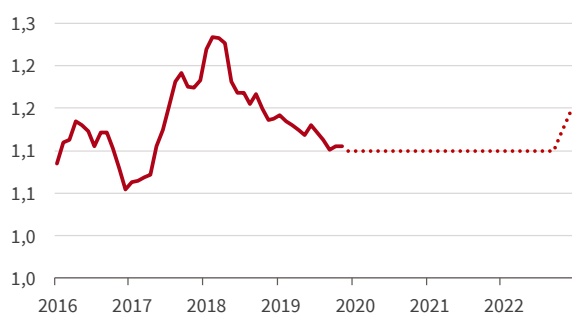
Japon : taux d'intérêt



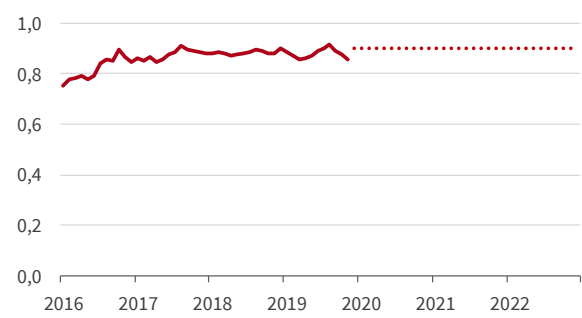
Royaume-uni : taux d'intérêt



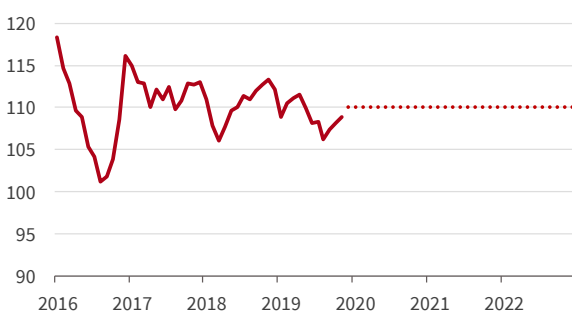
EUR/USD : taux de change



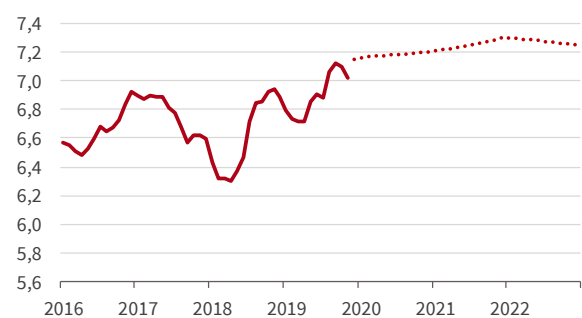
EUR/GBP : taux de change



USD/JPY : taux de change



USD/RMB : taux de change



PIB en volume,	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	1.5	0.8	1.4
Japon	0.3	1.3	0.5	2.2	0.3	1.0	0.7	0.5	0.7
Royaume-Uni	2.6	2.4	1.9	1.9	1.4	1.2	0.2	0.5	1.5
Zone euro	1.4	2.0	1.9	2.7	1.9	1.2	0.7	0.4	1.0
Allemagne	2.2	1.5	2.1	2.8	1.5	0.6	0.5	0.2	0.9
France	1.0	1.0	1.0	2.4	1.7	1.4	0.8	0.7	1.1
Italie	0.1	0.7	1.4	1.8	0.7	0.2	-0.1	0.0	0.7
Espagne	1.4	3.8	3.0	2.9	2.4	2.0	1.1	0.7	1.2
Chine	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1	5.8	5.5	5.2
Inde	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	6.0	6.4	6.3	6.6
Brésil	0.5	-3.5	-3.3	1.1	1.1	1.3	2.0	2.2	2.1
Russie	-0.2	-2.3	0.3	1.6	2.2	1.5	1.5	1.5	1.5

Inflation, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	1,7	0,2	1,3	2,0	2,5	1,9	2,0	1,7	2,1
Japon	2,8	0,8	-0,1	0,5	1,0	0,4	0,5	0,6	0,5
Royaume-Uni	1,5	0,1	0,6	2,7	2,5	1,8	1,3	1,7	2,1
Zone euro	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	1,5	1,1	1,2
Allemagne	0,8	0,7	0,4	1,7	1,9	1,4	1,5	1,2	1,2
France	0,7	0,0	0,3	1,2	2,1	1,3	1,4	1,1	1,1
Italie	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,2	0,7	0,9	0,8	1,0
Espagne	-0,2	-0,6	-0,3	2,0	1,7	0,8	1,4	1,1	1,3
Chine	2,0	1,4	2,0	1,6	2,1	2,9	3,1	1,4	2,1
Inde	5,8	4,9	4,5	3,6	3,4	3,4	4,1	4,1	4,0
Brésil	6,3	9,0	8,8	3,5	3,7	3,6	3,7	3,8	3,5
Russie	7,8	15,5	7,1	3,7	2,9	5,0	4,0	4,0	4,0

Investissement, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	6,6	3,4	1,9	4,2	4,6	2,1	1,2	-1,3	2,1
Japon	2,9	1,7	-0,3	4,3	1,1	2,7	2,2	0,6	0,7
Royaume-Uni	6,6	3,7	3,6	1,6	-0,1	0,1	0,4	1,2	3,9
Zone euro	1,4	4,5	4,0	3,7	2,4	7,0	1,9	0,1	0,9
Allemagne	3,2	1,2	3,6	3,1	3,5	2,8	0,2	0,0	1,0
France	0,0	0,9	2,5	5,0	2,8	3,6	1,8	0,4	1,0
Italie	-2,1	1,6	4,2	3,5	3,0	2,2	-2,1	-0,9	0,7
Espagne	4,1	4,9	2,4	5,9	5,3	2,6	1,0	0,2	1,0
Chine	6,9	7,3	6,4	5,0	4,7	3,0	4,5	4,4	4,0
Inde	2,6	6,5	8,3	9,3	10,0	4,9	5,4	6,2	6,1
Brésil	-4,2	-13,9	-12,1	-2,5	4,1	1,8	3,5	3,8	3,8
Russie	-0,7	-10,0	1,0	5,1	2,5	0,2	0,5	1,0	1,2

Solde courant, % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-2,4	-2,8
Japon	0,8	3,1	3,9	4,2	3,5	3,0	2,9	2,9	2,8
Royaume-Uni	-4,8	-4,9	-5,2	-3,5	-4,3	-4,6	-5,0	-5,5	-5,1
Zone euro	2,4	2,8	3,2	3,1	3,1	2,7	2,5	2,2	2,2
Allemagne	7,0	8,5	8,4	7,9	7,6	7,2	6,3	5,7	5,2
France	-1,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-1,0	-1,3	-1,4	-1,3
Italie	1,9	1,4	2,6	2,6	2,6	3,3	3,4	3,3	3,5
Espagne	1,7	2,0	3,2	2,7	1,9	1,6	1,4	1,3	1,5
Chine	2,2	2,7	1,8	1,6	0,4	1,5	1,4	1,2	1,1
Inde	-1,3	-1,1	-0,6	-1,8	-2,1	-2,0	-2,3	-2,3	-2,4
Brésil	-4,1	-3,0	-1,3	-0,7	-2,2	-2,6	-3,0	-3,2	-3,2
Russie	2,8	5,0	1,9	2,1	6,8	5,7	3,9	3,4	3,3

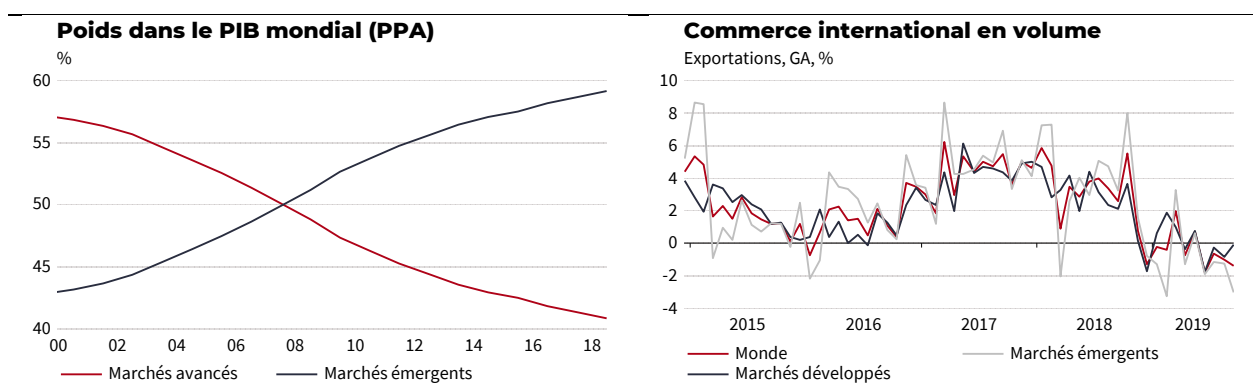
Solde public, % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	-5,3	-4,7	-5,4	-4,3	-6,6	-7,3	-7,4	-7,7	-7,8
Japon	-5,6	-3,8	-3,7	-3,2	-3,2	-3,0	-3,1	-2,2	-1,8
Royaume-Uni	-5,6	-4,5	-3,2	-2,4	-2,2	-1,6	-2,3	-2,8	-2,2
Zone euro	-2,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,5	-0,3	-0,6	-1,0	-1,1
Allemagne	0,3	0,7	0,8	1,2	1,5	1,0	0,5	-0,4	-0,6
France	-3,9	-3,6	-3,5	-2,8	-2,5	-3,2	-2,5	-3,0	-3,5
Italie	-3,0	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-2,3	-2,8	-3,0	-3,0
Espagne	-5,9	-5,2	-4,3	-3,0	-2,5	-2,2	-2,2	-2,5	-2,6
Chine	-0,9	-2,8	-3,1	-3,1	-2,6	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0
Inde	-7,1	-7,2	-7,1	-7,0	-6,4	-7,5	-7,2	-7,0	-6,9
Brésil	-6,1	-10,3	-9,1	-7,9	-7,3	-6,7	-6,7	-6,4	-6,3
Russie	-1,1	-3,4	-3,7	-1,5	2,9	1,0	0,1	-0,3	-0,6

Dettes publique, % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	74	75	77	76	78	78	80	83	85
Japon	236	232	236	235	237	238	238	238	238
Royaume-Uni	86	87	87	86	86	85	86	86	85
Zone euro	93	91	90	88	86	85	84	85	85
Allemagne	76	72	69	65	62	59	58	58	58
France	95	96	98	98	98	99	99	101	102
Italie	135	135	135	134	135	136	138	140	141
Espagne	101	99	99	99	98	96	96	97	97
Chine	40	41	37	37	37	37	37	37	38
Inde	67	69	68	68	68	69	69	68	67
Brésil	56	66	70	74	77	79	81	82	81
Russie	16	16	16	15	15	16	18	18	19

Données à fin 2018	PIB, courant	PIB par hab.	Endettement			Position extérieure globale, net
			Public	Privé, entrep. non fin.	Privé, ménages	
			Milliards USD	USD, PPA	% du PIB	
Marchés développés						
Etats-Unis	20 580	62 869	99	47	76	-46
Japon	4 972	44 246	215	91	58	62
Royaume-Uni	2 829	45 741	108	65	84	-10
Zone euro	13 639	39 614	96	61	58	-4
Allemagne	3 951	52 386	67	40	54	60
France	2 780	45 893	110	73	60	-16
Italie	2 076	39 676	142	65	41	-5
Espagne	1 428	40 172	108	65	59	-77
Marchés émergents						
Chine	13 368	18 116	51	152	53	16
Inde	2 719	7 859	68	45	11	-16
Brésil	1 868	16 146	88	42	28	-33
Russie	1 657	28 797	15	46	17	22
Turquie	771	28 044	30	69	15	-48
République Tchèque	245	37 340	33	57	32	-23
Roumanie	240	26 448	37	-	-	-43
Maroc	119	8 931	65	-	-	-65

Source : SG Etudes économiques et sectorielles, FMI, Banque de France, BRI

Position extérieure globale, net = encours nets des actifs et des passifs d'un pays vis-à-vis du reste du monde



Source : SG Etudes économiques et sectorielles, Refinitiv Datastream

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

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

François LETONDU

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

Constance BOUBLIL-GROH

Europe centrale et orientale, Russie
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Olivier DENAGISCARDE

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

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

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

Clément GILLET

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

Alan LEMANGNEN

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

Nikolina NOPHAL BANKOVA

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

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 42 13 70 80
simon.ray@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

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

Edgardo TORIJA ZANE

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

Bei XU

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

Yolande NARJOU

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

Société Générale | SG Études Économiques et Sectorielles | 75886 PARIS CEDEX 18

Abonnez-vous aux publications des économistes :

<https://www.societegenerale.com/fr/s-informer-et-nous-suivre/etudes-economiques/nos-etudes>

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 préavis. Elle est fournie 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 les informations qui y figurent, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation visant à souscrire, acheter, vendre un produit ou exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale SA ou de l'une quelconque de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Les particuliers, clients professionnels ou contreparties éligibles qui viendraient à en obtenir un exemplaire ne doivent nullement fonder leurs décisions d'investissement sur la seule base du présent document, mais doivent s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, le caractère exhaustif ou la pertinence des informations tirées de sources extérieures ne sont pas garantis, même si elles proviennent de sources jugées dignes de foi. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale SA décline toute responsabilité à cet égard. Les informations économiques citées dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et 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 également agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle britannique) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des informations détaillées concernant 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 simple demande.

Avis aux investisseurs américains : ce document est publié par des analystes économiques de SG non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques uniquement à destination des grands investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Tout ressortissant américain (U.S. Person) souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. Le siège social de SG Americas Securities LLC est situé au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

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

La présente publication ne peut en aucun cas être reproduite (en tout ou en partie) ou transmise à toute autre personne ou entité sans l'autorisation écrite préalable de Société Générale SA.

© 2020