

SCENARIOECO

SG Études économiques et sectorielles

Les politiques de soutien à l'épreuve

- Les retombées de la crise Covid-19 perturbent gravement l'économie mondiale. Les mesures de verrouillage préventif mises en place dans le monde entier ont un impact marqué sur les services aux consommateurs, les chaînes d'approvisionnement mondiales et les marchés financiers.
- La marge de manœuvre politique va maintenant être mise à l'épreuve, car des mesures monétaires, prudentielles et fiscales rapides et de grande envergure seront nécessaires pour compenser les chocs négatifs et empêcher la crise de se transformer en une récession mondiale profonde et prolongée, contrairement à la récession courte et peu profonde escomptée dans notre scénario économique de base.
- L'exercice de prévision est aujourd'hui plus complexe que d'habitude. Notre scénario repose sur l'hypothèse de travail selon laquelle la pandémie de Covid-19 s'atténuera après le deuxième trimestre de 2020, et que des mesures politiques suffisantes seront adoptées pour éviter que le resserrement actuel des liquidités dans le secteur non financier ne se transforme en un cycle de défaillance généralisée.
- Nous avons abaissé les perspectives de croissance mondiale et prévoyons maintenant une récession dans les principales économies avancées pour 2020, ainsi qu'un ralentissement important en Chine. Malgré l'ajustement, les risques restent orientés à la baisse.

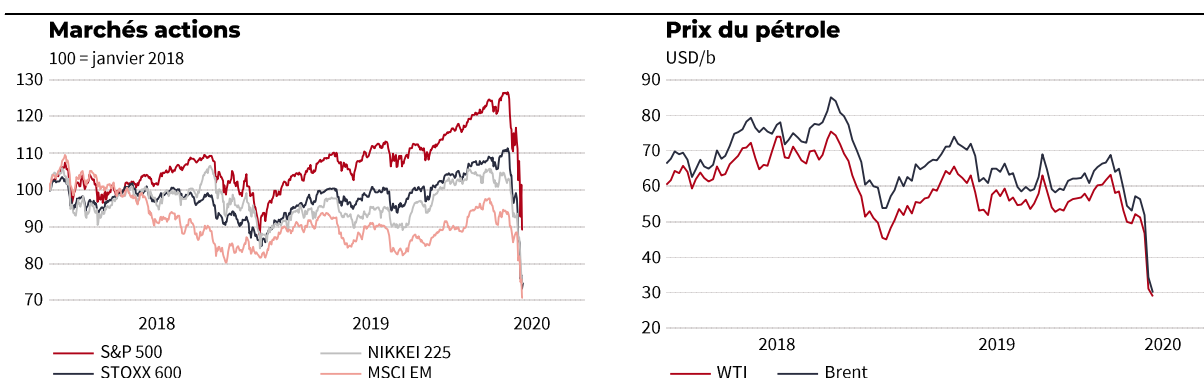
Table des matières

SYNTHESE CONJONCTURELLE.....	3
PREVISIONS ECONOMIQUES	8
ZONE EURO	10
ALLEMAGNE	12
FRANCE.....	14
ITALIE	16
ESPAGNE.....	18
ROYAUME-UNI	20
ÉTATS-UNIS.....	22
JAPON.....	24
CHINE.....	26
INDE	28
BRESIL.....	30
RUSSIE	32
AFRIQUE.....	34
AMERIQUE LATINE	36
ASIE ÉMERGENTE	38
PAYS DU GOLFE	40
EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	42
DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES.....	44
CONTACTS.....	48
DISCLAIMER	49

SYNTHESE CONJONCTURELLE

ÉCONOMIE MONDIALE

La situation entourant la pandémie de Covid-19 reste à l'heure actuelle très incertaine. Les flux commerciaux mondiaux, les services aux consommateurs et les marchés financiers sont fortement perturbés. Le facteur critique est maintenant la durée des diverses mesures de confinement et la mise en place d'une action politique suffisante pour empêcher que la crise de liquidité monétaire ne se traduise par une spirale de défaillances. Partout dans le monde, une série de mesures ont été mises en place pour endiguer l'impact économique de la crise. Le fait que les rendements obligataires aient augmenté ces dernières semaines peut toutefois servir d'avertissement, car la marge de manœuvre politique n'est pas illimitée.



Source: Refinitiv, SG Economic and Sector Studies

Source: Refinitiv, SG Economic and Sector Studies

Les responsables politiques chinois ont rapidement introduit des mesures visant à atténuer l'impact de la crise sanitaire en abaissant les taux d'intérêt, en réduisant les réserves obligatoires, en augmentant les dépenses publiques, en effectuant des transferts aux gouvernements locaux et en soutenant les entreprises par une annulation partielle des cotisations sociales. Les marchés en Chine ont repris un peu de couleur, notamment parce que le pic du Covid-19 semble être passé et que les entreprises reprennent progressivement leurs activités.

Les principales banques centrales du monde entier se sont également mobilisées pour répondre à la crise. La Fed a procédé à une réduction d'urgence des taux de 50 points de base (3 mars) et a injecté des fonds sur les marchés monétaires à court terme. Par une annonce faite dimanche soir (15 mars), la Fed a ramené son taux directeur à zéro. La BCE a annoncé des injections de liquidités facilitant l'accès aux TLTRO. Elle a ensuite augmenté le programme d'achats nets d'actifs d'ici la fin d'année de €120 Mds le 12 mars et de €750 Mds le 19 mars. La Banque d'Angleterre a également procédé à une réduction de 50pb en intra-réunion (11 mars) et, comme dans la zone euro, les autorités de surveillance ont assoupli les exigences réglementaires concernant les ratios de fonds propres minimums des banques.

Sur le plan budgétaire, le Congrès américain a adopté une loi de dépenses d'urgence pour lutter contre Covid-19, en partie orientée pour débloquer des prêts à faible taux d'intérêt pour les PME. Les États membres de la zone euro ont également annoncé des mesures de santé publique pour lutter contre la propagation du Coronavirus et des efforts pour soutenir les entreprises. En France, l'État versera des indemnités aux salariés contraints de rester chez eux et reportera, sans formalité, sans pénalité le paiement tardif des cotisations et des impôts dus en mars. Plus généralement, les pays de la zone euro devraient assouplir leur politique budgétaire pour soutenir l'économie, mais il en résultera des déficits budgétaires beaucoup plus élevés.

Jusqu'à présent, les annonces budgétaires et monétaires n'ont pas totalement rassuré les marchés et la volatilité des marchés financiers reste élevée. Aux États-Unis, nous nous attendons à un accord bipartite sur l'aide d'urgence, mais les mesures de relance budgétaire à grande échelle pourraient devoir attendre l'issue de l'élection présidentielle de novembre. Dans la zone euro, beaucoup dépendra du consensus politique pour coordonner une réponse politique décisive.

Notre scénario suppose que la pandémie atteindra son point culminant au deuxième trimestre de l'année en cours et qu'elle s'atténuera par la suite. La plupart des secteurs devraient se rétablir assez rapidement, même si le tourisme devrait rester à la traîne et qu'il y aura inévitablement des pertes définitives. Nous incluons toutes les mesures politiques annoncées dans nos prévisions et supposons en outre un soutien supplémentaire, à la fois pour aider les entreprises à court de liquidités et pour soutenir la reprise de la demande. La Chine a déjà pris des mesures de relance énergiques, et les autres grandes économies annoncent également une série de mesures, qu'il s'agisse d'assouplissement monétaire, prudentiel ou budgétaire.

Nous prévoyons une récession de courte durée et assez modérée pour les principales économies avancées et un ralentissement plus important en Chine pour 2020, suivis d'une reprise modérée en 2021. Nous nous attendons à ce que le Brent atteigne en moyenne 45 dollars par baril en 2020, en raison de la baisse de la demande, de l'échec de l'OPEP à conclure un accord avec la Russie sur la réduction de la production de pétrole, et de la décision de l'Arabie saoudite d'augmenter sa production en réponse. La baisse des prix du pétrole soutiendra le revenu disponible des ménages et atténuera la pression sur les marges des entreprises en dehors du secteur pétrolier, mais les exportateurs de pétrole bien sûr en pâtiront, notamment ceux qui affichent d'importants déficits extérieurs et une dette extérieure élevée (de nombreux pays africains entrent dans cette catégorie). Aux États-Unis, la faiblesse des prix du brut accentuera les faiblesses du secteur des schistes bitumineux et gaziers.

Une pandémie de coronavirus plus intense et plus durable est une menace qui pourrait plonger l'économie mondiale dans une récession prolongée. Les risques liés aux marchés financiers constituent également une menace, mais la situation actuelle diffère de celle de 2008 à plusieurs égards essentiels. Premièrement, le choc

actuel a commencé dans l'économie réelle et non dans le système financier, et les banques sont désormais moins endettées et mieux capitalisées. Le niveau élevé de l'endettement des entreprises est toutefois préoccupant, tout comme l'est un monde moins multilatéral et une architecture européenne encore incomplète. Enfin, le changement climatique et la numérisation posent leurs propres défis de politique structurelle, notamment en termes d'inégalité sociale.

ÉCONOMIES DEVELOPPEES

L'économie américaine a commencé à montrer des signes de tension fin 2019, la hausse des coûts de production et le ralentissement de la demande extérieure pesant sur les bénéfices des entreprises. Les incertitudes politiques persistantes liées aux tensions commerciales, à la crise Covid-19 et aux élections de novembre devraient également peser sur les investissements et nous prévoyons maintenant une récession pour 2020.

En ce qui concerne la zone euro, l'épidémie de Covid-19 s'ajoute à plusieurs difficultés déjà présentes dans la région, notamment la transition en cours du secteur automobile et le Brexit. Le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne le 31 janvier 2020 et se trouve maintenant dans la période de transition qui doit se terminer le 31 décembre 2020. Le risque d'une absence d'accord à la fin de la période de retrait sans accord reste sérieux. Les responsables politiques de la zone euro prennent au niveau national des mesures pour endiguer les effets économiques négatifs des diverses mesures de confinement, mais il n'y a pour le moment pas de réponse déterminée au niveau de l'Eurogroupe. Les écarts de taux dans la zone euro se sont creusés avec la crise, exposant les fragilités qui subsistent en raison de l'architecture européenne encore incomplète, qu'il s'agisse de l'Union bancaire, de l'Union des marchés de capitaux, de l'Union fiscale et d'un actif « sans risque » unique encore manquant.

L'économie japonaise était déjà sous pression à la suite de la hausse de la taxe sur les ventes d'octobre, et ce malgré une importante relance budgétaire. L'épidémie de Covid-19 a été bien gérée jusqu'à présent, mais les Jeux olympiques de 2020 risquent d'être reportés et le Japon est confronté à une baisse de la demande externe. Nous prévoyons une récession en 2020, avant une reprise en 2021.

ÉCONOMIES EMERGENTES

Comme l'illustrent les récentes données économiques de la Chine, les mesures draconiennes prises pour endiguer l'épidémie de Covid-19 ont eu un coût économique très important. Dans le même temps, les autorités ont pris des mesures importantes qui devraient assurer la reprise en S2-20. Dans l'ensemble, l'année 2020 devrait s'avérer l'une des plus faibles jamais enregistrées.

La croissance devrait s'affaïsser dans toute l'Asie, compte tenu de la forte interconnexion avec la Chine et l'économie mondiale. Les gouvernements tenteront

d'atténuer le choc de la pandémie sur l'économie par des mesures de relance budgétaire et monétaire. La marge de manœuvre politique pour soutenir l'activité étant limitée, l'Inde continuera de décélérer. Malgré le marasme, l'Asie émergente devrait continuer à se développer plus rapidement que les autres marchés émergents.

Le "découplage" entre la croissance des PECO et celle de la zone euro s'est estompé et l'activité devrait pâtir en 2020-21 comme dans la zone euro. L'environnement extérieur est beaucoup moins favorable et les contraintes de capacité se sont accrues. En effet, les offres d'emploi ont atteint des sommets historiques, alimentant les hausses de salaires et réduisant les marges des entreprises. En Russie, la croissance souffrira de la chute des prix du pétrole et restera faible. La Turquie reste un cas particulier. Après la crise de 2018, la croissance a repris, avec un rebond notable de l'activité manufacturière à la fin de 2019. Toutefois le programme économique pour 2020-2022, qui vise une croissance de 5 %, semble irréaliste. Les entreprises doivent encore s'adapter à la hausse du coût du service de la dette extérieure exprimé en liras et les investissements resteront faibles.

L'Amérique latine devrait entrer en récession, les perspectives de croissance étant sombres au Brésil et au Mexique, compte tenu notamment du contexte mondial. En Argentine, le gouvernement est en pourparlers pour restructurer sa dette publique et n'a pas de marges de manœuvre pour lutter contre la récession. Une correction à la baisse des prix des matières premières et une réduction de la demande de la Chine seront des obstacles additionnels pour toute la région. L'Afrique aura également du mal à assurer une croissance rapide dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de baisse des prix des matières premières.

Enfin, les perspectives pour le Moyen-Orient sont fortement assombries par l'effondrement des prix du pétrole et les perspectives de croissance précaire des principaux partenaires commerciaux. Les déficits budgétaires devraient se creuser à mesure que les recettes pétrolières diminuent. Il existe encore quelques moteurs de croissance, par exemple en Arabie saoudite, où les réformes sociétales permettent une expansion rapide du secteur des loisirs et du divertissement, bien que cette dynamique soit menacée à court terme par le Covid-19.

BANQUES CENTRALES

Étant donné l'augmentation significative de la volatilité financière et les incertitudes croissantes concernant l'effet potentiel de l'épidémie de Covid-19 sur l'activité économique, la Fed a décidé en mars de réduire la fourchette cible des fonds fédéraux de 0% à 0,25%. La Fed a également pris des mesures pour faire face aux tensions sur la liquidité des marchés monétaires, notamment par l'achat de nouveaux actifs. À l'avenir, nous nous attendons à ce que la Fed se tienne prête à utiliser davantage son bilan si nécessaire.

Dans un contexte de faible inflation, la politique de la BCE restera très accommodante, avec des taux de dépôt négatifs sur tout notre horizon de prévision et des mesures quantitatives (achats d'actifs et (T)LTROs) aussi longtemps que nécessaire pour assurer la liquidité et soutenir l'activité.

La Banque d'Angleterre a réduit son principal taux directeur de 50 points de base, le ramenant à son niveau le plus bas depuis la crise financière, à savoir 0,25 %. La BoE est prête à maintenir un biais accommodant.

Face au Covid-19, la BoJ a été réactive en fournissant des liquidités aux banques. La BoJ va prolonger son orientation monétaire favorable pour une période indéterminée, en visant des taux à 10 ans autour de 0 %. La Banque Centrale de Chine a déjà pris plusieurs mesures d'assouplissement et se tient prête à en prendre d'autres si nécessaire.

D'ordinaire, la politique prudentielle est moins présente dans les prévisions économiques, mais elle jouera un rôle essentiel en s'attaquant aux problèmes de liquidité auxquels sont confrontées à très court terme de nombreuses sociétés non financières, et notamment celles qui travaillent dans le domaine des services aux consommateurs. Déjà, plusieurs mesures d'assouplissement prudentiel ont été adoptées et complétées par le soutien des pouvoirs publics sous la forme de diverses garanties de crédit et du paiement différé des charges sociales et des impôts. Notre hypothèse est que ces mesures, qui seront complétées par d'autres, réussiront à endiguer la crise et à empêcher que la crise de liquidité actuelle du cycle non financier ne se transforme en une spirale de défaillances.

PREVISIONS ECONOMIQUES

Croissance réelle du PIB (% GA)	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
Marchés développés	2.2	1.7	-0.2	1.3	1.4
Etats-Unis	2.9	2.3	-0.1	1.5	1.7
Japon	0.3	0.7	-1.1	0.8	0.7
Royaume-Uni	1.3	1.4	-0.3	1.1	1.3
Euro zone	1.9	1.2	-0.4	0.8	1.1
Allemagne	1.5	0.6	-0.5	0.8	1.0
France	1.7	1.3	-0.4	0.8	1.1
Italie	0.7	0.3	-1.1	0.7	0.9
Espagne	2.4	2.0	0.0	1.2	1.4
Marchés émergents	4.4	3.7	2.5	4.4	4.2
Asie	6.0	5.3	3.5	5.5	5.1
Chine	6.7	6.1	4.0	6.0	5.2
Inde	6.1	5.1	5.2	6.0	5.7
Europe Centrale & Orientale	3.1	1.9	0.9	2.2	2.3
Russie	2.2	1.3	0.8	1.2	1.5
Turquie	2.8	0.2	1.0	4.0	3.5
Amérique Latine	1.1	1.0	-0.6	2.5	2.6
Brésil	1.3	1.1	-0.5	2.1	2.0
Moyen-Orient & Asie Centrale	0.5	-0.5	1.0	2.7	2.3
Afrique	3.4	3.2	2.0	3.8	4.1
Monde	3.6	3.0	1.7	3.3	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 (% GA)	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
Etats-Unis	2.5	1.9	1.1	2.2	2.1
Japon	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
Royaume-Uni	2.5	1.8	1.1	1.7	1.9
Euro zone	1.8	1.2	0.7	1.6	1.3
Allemagne	1.9	1.4	0.9	1.5	1.3
France	2.1	1.3	1.3	1.4	1.2
Italie	1.2	0.6	0.0	1.0	1.0
Espagne	1.7	0.8	0.2	2.0	1.5
Chine	2.1	2.9	3.1	1.6	2.4

<i>fin de période</i>	18/03/20	2020p	2021p	2022p
Taux d'intérêt, %				
<i>États-Unis</i>				
Taux objectif des Fed funds (borne haute)	0.25	0.25	0.25	0.25
Emprunts d'État à 10 ans	1.26	0.80	1.00	1.50
<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	-0.23	-0.60	-0.40	0.20
France	0.36	-0.20	-0.10	0.50
Italie	2.30	1.80	1.90	2.50
Espagne	1.23	0.40	0.50	1.10
<i>Royaume-Uni</i>				
Bank rate	0.25	0.00	0.00	0.25
Emprunts d'État à 10 ans	0.79	0.40	0.60	1.20
<i>Japon</i>				
Taux facilité de dépôt complémentaire	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Emprunts d'État à 10 ans	0.06	0.00	0.00	0.00
Taux de change				
EUR / USD	1.08	1.10	1.10	1.15
EUR / GBP	0.92	0.90	0.90	0.90
GBP / USD	1.18	1.22	1.22	1.28
EUR / JPY	118	121	121	127
USD / JPY	108	110	110	110
USD / CNY	7.03	7.00	7.05	7.10
Moyenne annuelle				
Prix du pétrole (Brent), USD/baril	26	45	55	60

ZONE EURO

- **Le Covid-19 produit un choc sur l'activité qui va entraîner une récession en 2020. La croissance repartira légèrement en 2021-2022**
- **L'orientation de la politique monétaire restera très accommodante et les taux d'intérêt bas sur l'horizon de prévision**
- **La politique budgétaire sera plus expansionniste en 2020 en réaction au choc généré par le Covid-19. L'éventualité d'une relance plus importante s'est renforcée**

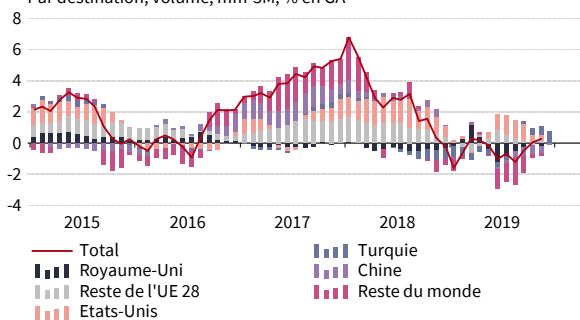
En 2020, le Covid-19 produira un choc sur la croissance, amplifiant le ralentissement déjà attendu de l'activité cette année. Les mesures budgétaires ciblées et le recul du prix du pétrole ne compenseront qu'une partie du choc initial, et nous prévoyons une récession en 2020. L'activité réaccélérerait en 2021 et en 2022. Le taux de chômage serait orienté à la hausse dès le S2-2020.

L'impact de l'épidémie sur l'économie mondiale en 2020 amplifiera le freinage des exportations en 2020-2021. La décélération du Royaume-Uni dans le sillage du Brexit, une croissance tendancielle plus modérée de l'économie chinoise et le retournement cyclique attendu aux Etats-Unis en 2021 resteront les principaux facteurs sous-jacents à cette dépression. Les exportations repartiront en 2022 grâce à la dissipation de l'incertitude globale et au soutien des politiques économiques.

Le Covid-19 aggravera l'érosion conjuguée de la demande extérieure et de la production manufacturière que connaît la zone euro depuis 2018

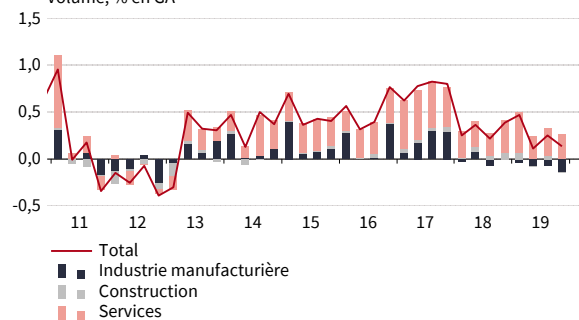
Exportations de la zone euro

Par destination, volume, mm-3M, % en GA



Croissance de la valeur ajoutée en zone euro

Volume, % en GA



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Jusqu'à présent résiliente, la demande intérieure pâtira en 2020-2021 des effets de bord des mesures de confinement et d'une nouvelle dégradation de l'environnement global. Les entreprises seront le principal canal de transmission de cette dépression au reste de l'économie. À court terme, les mesures ciblées des pouvoirs publics (nationaux et européens) devraient atténuer les tensions sur les trésoreries liées à l'impact du Covid-19. Mais avec le fléchissement de la demande anticipée et l'incertitude persistante, les entreprises réduiront leurs dépenses

d'investissement, modéreront les salaires et privilégieront les gains de productivité pour préserver leurs marges.

La hausse du chômage qui s'en suivra pèsera sur la consommation (déjà affectée par les mesures de confinement en réponse au Covid-19) et sur l'investissement résidentiel en 2020-2021 (malgré les mesures de soutien tels que les moratoires sur le service des emprunts immobiliers). La demande publique augmentera en 2020, reflétant les mesures de soutien à l'économie. 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. En réponse au risque généré par le Covid-19, la BCE a annoncé la mise en place d'un TLTRO *ad hoc* centré sur les crédits de trésorerie et un nouvel assouplissement des conditions des TLTRO III. De plus, des achats nets d'actifs supplémentaires à hauteur de 870 Mds EUR jusqu'au moins la fin de l'année viendront en supplément des achats nets courants (de 20 Mds EUR). La faiblesse de l'activité et de l'inflation amènerait l'institution à baisser une nouvelle fois cette année le taux de facilité sur les dépôts, à -0,6 %. Les achats d'actifs se poursuivraient aussi longtemps que nécessaire, quitte à en revoir les modalités techniques. En parallèle, le système par paliers pour le taux de rémunération des réserves continuerait d'être adapté pour limiter les effets indésirables de cette politique sur le système bancaire.

Une prolongation de l'épidémie de Covid-19 pèserait davantage sur la croissance et la stabilité financière. Ce risque s'ajoute à une liste déjà longue d'aléas baissiers entourant notre scénario : incertitude persistante concernant les relations futures entre le Royaume-Uni et l'UE27, potentielle instabilité politique en Italie, reprise des tensions commerciales... A l'inverse, une relance budgétaire plus importante soutiendrait davantage l'activité. La probabilité d'un tel scénario a augmenté avec l'irruption du risque sanitaire en Europe.

Zone Euro	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1.9	1.2	-0.4	0.8	1.1
Consommation des ménages	1.4	1.3	-0.2	1.0	0.9
Consommation publique	1.1	1.6	2.5	1.8	1.1
Investissement	2.4	4.2	-2.5	-0.2	1.3
Exportations de biens & services	3.3	2.5	-1.4	1.6	2.2
Importations de biens & services	2.7	3.4	-1.7	1.9	2.0
Inflation, %	1.8	1.2	0.7	1.6	1.3
Inflation sous-jacente	1.0	1.0	1.1	0.7	0.8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.7	2.1	1.9	0.7	1.1
Epargne des ménages, % du RDB	12.2	13.2	14.9	14.7	14.7
Chômage, % de la population active	8.2	7.6	7.7	8.6	8.8
Solde budgétaire, % du PIB	-0.7	-1.1	-2.3	-1.8	-1.7
Dettes publiques, % du PIB	90	89	91	91	91
Solde courant, % du PIB	3.1	3.0	3.4	3.3	3.2

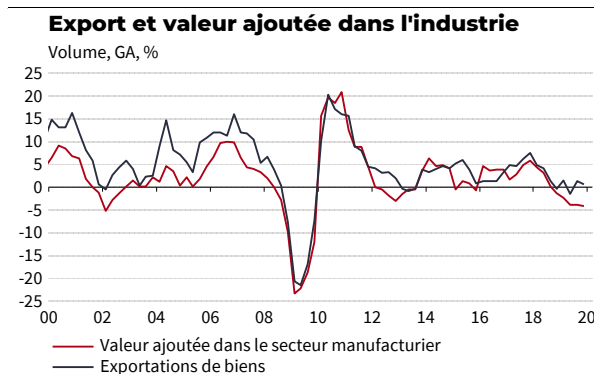
ALLEMAGNE

- **L'économie entrera en récession en 2020, en raison du choc causé par le Covid-19. L'activité repartira en 2021-22**
- **Avec la dépression de la demande globale, l'inflation sous-jacente devrait baisser sur l'horizon de prévision**
- **La probabilité d'une relance budgétaire plus importante a augmenté avec l'irruption du risque sanitaire**

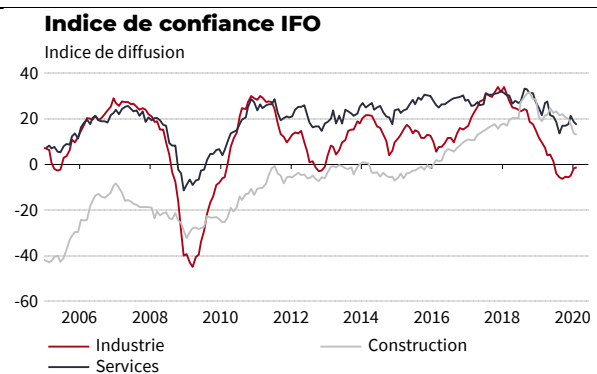
L'économie sera en récession en 2020, le Covid-19 produisant un choc majeur sur l'activité. L'effet de rattrapage attendu au S2-20, les mesures budgétaires ciblées et la forte baisse des prix du pétrole ne compenseront qu'en partie la baisse de l'activité provoquée par l'épidémie. La croissance rebondira légèrement en 2021-2022. Le taux de chômage repartira à la hausse dès 2020.

Les exportations se contracteront en 2020 sous l'effet conjugué du recul plus fort qu'anticipé de la demande finale en Chine et aux Etats-Unis et des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement. En 2021, le retournement cyclique attendu aux Etats-Unis empêchera tout rebond notable du commerce mondial. Les exportations rebondiront en 2022 avec la dissipation de l'incertitude globale et le soutien des politiques économiques.

Le Covid-19 mettra fin à la fragile stabilisation de l'industrie et des exportations observée au tournant 2019-2020



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La demande intérieure marquera le pas en 2020-2021. Les mesures de confinement provoqueront une contraction de la consommation en début d'année 2020. Le rattrapage attendu au S2-20 n'absorbera pas les gains de pouvoir d'achat enregistrés grâce à la baisse du prix du pétrole, ce qui devrait tirer à la hausse l'épargne des ménages. À plus long terme, la remontée du taux de chômage et de l'inflation pèsera sur la croissance du pouvoir d'achat, grevant le rebond de la consommation sur l'horizon de prévision.

Les mesures gouvernementales (moratoires sur le paiement de certains impôts et cotisations, financement du chômage partiel...) soulageront temporairement les

trésoreries d'entreprises et le revenu des ménages. L'investissement se contractera malgré tout en 2020, pour ne repartir qu'en 2022. Du côté des entreprises, le recul de la profitabilité et de la demande globale, dans un contexte d'incertitude qui restera forte jusqu'en 2021, conduira les entreprises à reporter leurs dépenses. Du côté des ménages, l'ajustement sur le marché du travail modérera l'investissement résidentiel malgré des conditions de financement qui resteront très favorables. Reflet d'une politique budgétaire plus expansionniste, l'investissement public montra en puissance en 2020. Toutefois, il ne compensera qu'en partie le recul de l'investissement privé.

Avec le ralentissement de la demande globale et la modération des coûts salariaux unitaire, l'inflation sous-jacente ralentira sur notre horizon de prévision.

À court terme, le principal risque baissier à notre scénario est une prolongation de l'épidémie de Covid-19. Mais les risques entourant notre scénario restent par ailleurs nombreux. Un échec des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne concernant leur future relation en est un des principaux. De même, une reprise des tensions commerciales avec, par exemple, le rehaussement par les Etats-Unis des tarifs douaniers sur leurs importations de véhicules pèserait lourdement sur la filière automobile allemande, déjà en difficulté depuis 2018. A l'inverse, une relance budgétaire plus importante constituerait un risque haussier à notre scénario. La probabilité de son occurrence a augmenté avec l'irruption du risque sanitaire.

Allemagne	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1.5	0.6	-0.5	0.8	1.0
Consommation des ménages	1.2	1.6	-0.1	0.8	0.6
Consommation publique	1.4	2.6	3.8	2.5	1.2
Investissement	3.5	2.7	-2.1	-1.7	1.1
Exportations de biens & services	2.3	0.9	-2.3	2.5	1.9
Importations de biens & services	3.7	1.9	-2.4	2.9	1.7
Inflation, %	1.9	1.4	0.9	1.5	1.3
Inflation sous-jacente	1.3	1.3	1.2	0.8	0.9
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.9	1.5	1.1	0.1	0.4
Epargne des ménages, % du RDB	11.0	10.9	11.9	11.3	11.1
Chômage, % de la population active	5.2	5.0	5.4	6.1	6.5
Solde budgétaire, % du PIB	1.9	0.4	-0.9	-0.4	-0.3
Dettes publiques, % du PIB	62	60	60	59	59
Solde courant, % du PIB	7.6	7.4	6.5	6.1	5.8

FRANCE

- **L'économie entrera en récession en 2020, en raison du choc causé par le Covid-19. L'activité repartira modérément en 2021-**
- **L'inflation sous-jacente fléchira sur l'horizon de prévision, reflétant la décélération des coûts salariaux unitaires**
- **L'intensification du risque sanitaire constitue le principal risque baissier à notre scénario**

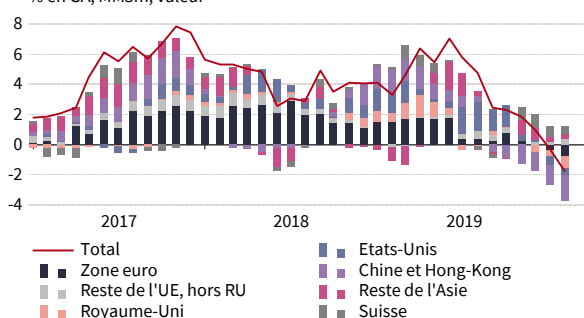
En 2020, l'épidémie de Covid-19 produira un choc très négatif sur l'activité et l'économie sera en récession. Le rattrapage attendu au S2-20, la forte baisse du prix du pétrole et une politique budgétaire plus expansionniste ne compenseront qu'en partie le choc initial. La croissance repartira légèrement en 2021-2022, mais restera inférieure au potentiel.

La dynamique du commerce extérieur se dégradera fortement en 2020-2021. Le Covid-19 affectera les exportations via des ruptures dans les chaînes d'approvisionnement et une baisse plus forte qu'anticipée de la demande adressée. En 2021, le retournement cyclique aux Etats-Unis et l'absence de rebond notable de la croissance en Europe empêcheront un véritable rebond. En parallèle, l'arrêt de la production par les constructeurs français de plusieurs modèles automobiles augmentera les importations de véhicules en 2020. Ce n'est qu'en 2022 que les exportations rebondiront, soutenues par les politiques économiques et la dissipation de l'incertitude.

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

Exportations de la France par destination

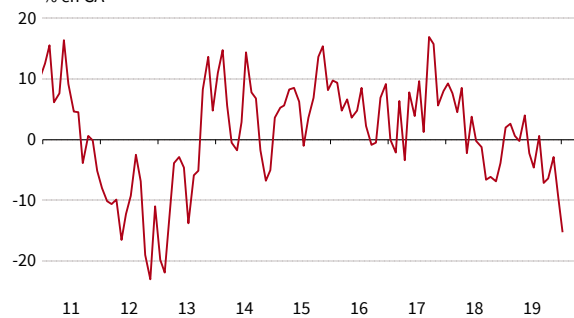
% en GA, MM3m, valeur



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Production automobile en France

% en GA



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Le fléchissement de la demande extérieure aura des effets de bord sur l'économie domestique dès 2020. De plus, l'épidémie de Covid-19 amplifiera le ralentissement de la demande intérieure, en dépit de l'accroissement de la demande publique et des mesures de soutien aux trésoreries et au revenu des ménages. Ainsi l'investissement freinera fortement dès 2020, particulièrement celui des entreprises. L'investissement en logement des ménages restera atone au-delà de l'effet Covid-

19, particulièrement si le recentrage des mécanismes de soutien public (Pinel, prêts à taux zéro...) se poursuit.

La consommation des ménages se contractera en début d'année sous l'effet des mesures de confinement. Mais un rattrapage s'observera au S2-20, tirée notamment par les gains de pouvoir d'achat liés à la baisse des prix du pétrole et aux mesures socio-fiscales adoptées dans le sillage du mouvement des gilets jaunes. La dégradation des conditions sur le marché du travail (le chômage repartira la hausse dès 2020) limitera toutefois le rebond de la consommation en 2021-2022. La demande publique compensera en partie ce tassement, le gouvernement exploitant des conditions de financement très favorables pour soutenir l'activité en 2020-2022.

Avec l'affaiblissement de la demande globale, les entreprises répercuteront dans leurs prix la décélération des coûts salariaux unitaires. L'inflation sous-jacente diminuera donc sur l'horizon de prévision.

Conséquence de la relance budgétaire attendue en 2020-2022 et la déviation du PIB de sa trajectoire tendancielle, le déficit public se creusera significativement en 2022, ce qui aura pour effet de pousser le ratio de dette publique au-dessus du seuil des 100 % sur l'horizon de prévision.

Au-delà du risque associé à une intensification du risque sanitaire, les aléas sur notre scénario restent majoritairement baissiers. Notamment, la demande intérieure pourrait de nouveau pâtir d'un regain de tensions sociales en réaction aux réformes du gouvernement, mais notons que ces dernières sont pour le moment suspendues. 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	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1.7	1.3	-0.4	0.8	1.1
Consommation des ménages	0.9	1.2	0.1	0.8	1.0
Consommation publique	0.8	1.3	1.5	1.8	1.6
Investissement	2.8	3.6	-0.2	1.1	1.4
Exportations de biens & services	3.5	1.9	-2.1	-0.5	2.7
Importations de biens & services	1.2	2.2	-1.2	0.4	2.8
Inflation, %	2.1	1.3	1.3	1.4	1.2
Inflation sous-jacente	0.9	0.6	1.2	0.8	0.8
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.2	1.9	0.6	0.0	0.4
Épargne des ménages, % du RDB	14.2	14.7	15.2	14.5	14.0
Chômage, % de la population active	8.7	8.2	8.9	9.4	9.8
Solde budgétaire, % du PIB	-2.5	-3.1	-3.7	-3.4	-3.2
Dette publique, % du PIB	98	99	101	102	104
Solde courant, % du PIB	-0.6	-0.8	-0.3	-0.2	-0.2

ITALIE

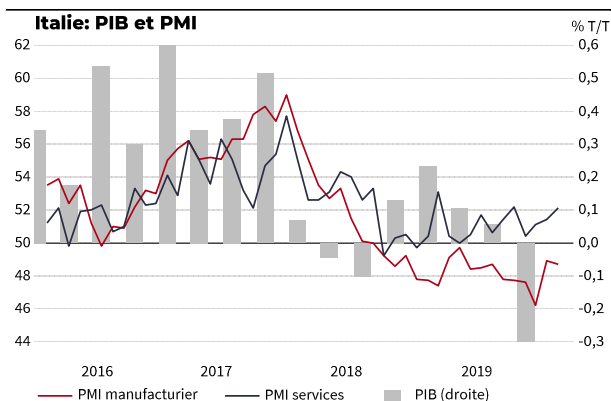
- **L'épidémie de Covid-19 entraînera une récession en 2020, qui chuterait de 1,1% en 2020 avant de rebondir à 0,7% en 2021**
- **Le déficit budgétaire se dégradera et dépasserait 3% du PIB du fait de mesures de soutien à l'économie**
- **Le spread souverain bénéficie désormais du soutien de la BCE mais pourrait encore s'avérer volatil**

L'Italie, pays le plus touché en Europe par l'épidémie de Covid-19, connaîtrait une sévère récession en 2020 avant de rebondir modérément en 2021. L'effet de rattrapage attendu au deuxième semestre 2020, un important plan de relance et la forte chute des prix du pétrole ne compenseront que partiellement la baisse d'activité provoquée par la pandémie. La croissance connaîtra un léger rebond en 2021-2022. Le taux de chômage recommencera à augmenter en 2020.

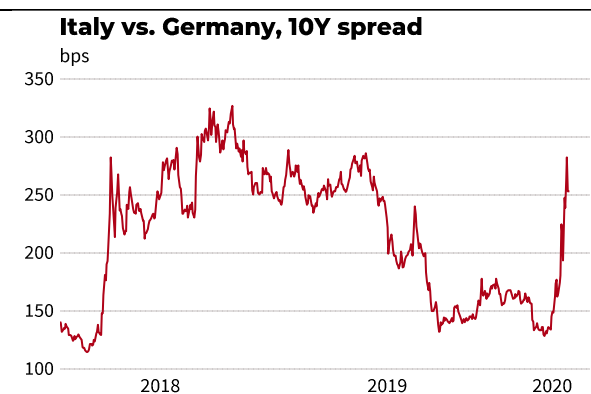
La consommation des ménages sera sévèrement touchée au premier semestre du fait des mesures de confinement mises en place par le gouvernement pour éviter la propagation du virus. La consommation dite « non-essentielle » représente environ 20 % de la consommation des ménages et le rattrapage au second semestre ne sera que partiel.

La consommation publique soutiendra la croissance grâce à un plan de relance de 25 milliards d'euros annoncé par le gouvernement. Les mesures comprennent un soutien aux travailleurs touchés par des licenciements temporaires, des fonds supplémentaires pour les petites et moyennes entreprises impactées par les fermetures et un moratoire sur les remboursements des prêts hypothécaires des entreprises et des particuliers.

Contraction du PIB au T4



Nouvelles tensions sur le spread italien



Les entreprises seront durement touchées par l'arrêt de la production pendant la période de confinement et les perturbations des chaînes d'approvisionnement

mondiales. Elles subiraient une baisse de leurs marges et réduiraient nettement la voilure en termes d'investissement. Plus la crise durera, plus il sera difficile pour les entreprises d'éviter les faillites, et les créances douteuses augmenteront à nouveau, mais seulement modérément dans le cadre de notre scénario.

La demande extérieure restera faible cette année en raison de l'impact économique mondial de la pandémie de Covid-19. Les importations devraient se contracter plus fortement que les exportations car l'économie nationale est plus durement touchée que ses principaux partenaires commerciaux. La contribution extérieure à la croissance serait donc légèrement positive en 2020.

Le pays devrait connaître un léger rebond en 2021 et 2022, grâce à la reprise du cycle européen, à une politique monétaire très accommodante et une hausse modérée des prix du pétrole. La demande intérieure resterait modérée au cours des deux prochaines années. L'activité dans le secteur de la construction resterait atone. La consommation des ménages se redresserait légèrement, mais n'offrirait qu'un soutien modeste à la croissance.

Avec le plan de relance de 25 milliards d'euros et une contraction du PIB, le déficit budgétaire devrait dépasser 3 % du PIB en 2020 et diminuer ensuite, la plupart des mesures n'étant que temporaires. Le ratio de dette publique augmenterait à nouveau. Les règles budgétaires européennes seront assouplies en raison de circonstances exceptionnelles et le risque d'une procédure de déficit excessif lancée à l'encontre de l'Italie reste faible. Toutefois, nous nous attendons à ce que la réaction du marché soit très sensible aux nouvelles économiques et aux mesures de politique monétaire, et les spreads souverains peuvent rester volatils.

Italie	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	0.7	0.3	-1.1	0.7	0.9
Consommation des ménages	0.9	0.4	-1.2	1.0	0.8
Consommation publique	0.1	-0.4	1.9	0.6	0.1
Investissement	2.9	1.4	-1.6	0.4	1.3
Exportations de biens & services	1.7	1.4	-1.0	1.7	2.0
Importations de biens & services	2.8	-0.2	-1.4	2.0	1.8
Inflation, %	1.2	0.6	0.0	1.0	1.0
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	0.9	1.3	0.0	0.6	0.7
Épargne des ménages, % du RDB	10.0	10.8	11.9	11.6	11.5
Chômage, % de la population active	10.6	9.9	10.4	11.3	11.3
Solde budgétaire, % du PIB	-2.2	-1.6	-3.4	-2.8	-2.6
Dette publique, % du PIB	135	135	140	141	1401
Solde courant, % du PIB	2.6	3.1	3.4	3.3	3.4

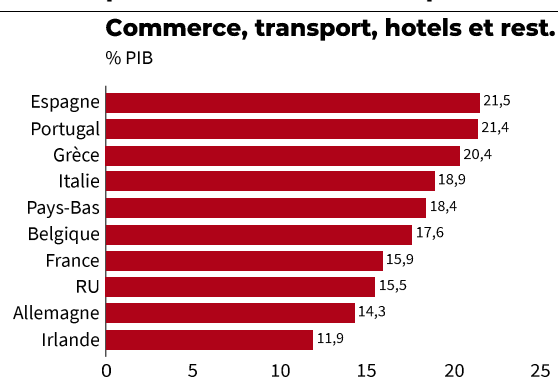
ESPAGNE

- **La croissance chutera en 2020 du fait de la pandémie de Covid-19**
- **Les incertitudes sont élevées, le pays étant confiné depuis le 14 mars, avec un manque de clarté sur l'ampleur du plan d'aide**
- **La fragmentation du paysage politique et l'absence de majorité au parlement pourraient limiter la capacité d'action du gouvernement**

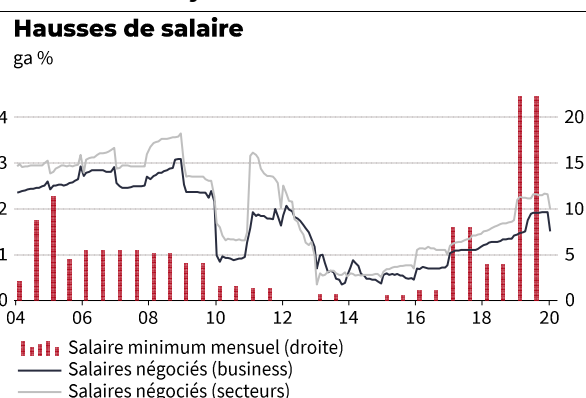
La pandémie de Covid-19 devrait causer une dépression en 2020. Un ensemble d'aides d'État de 18 milliards d'euros avait été annoncé, mais le montant total devrait être révisé à la hausse prochainement.

Les exportations devraient être durement touchées, car les recettes touristiques des non-résidents représentent près de 6% de l'économie. Les effets atténuants de la baisse des prix du pétrole, de la politique monétaire accommodante et des mesures gouvernementales en faveur des entreprises et les ménages devraient permettre de soutenir la reprise au 2S20.

Poids important des services aux particuliers



Des salaires toujours orientés à la hausse



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La consommation des ménages se contracterait au cours du premier semestre de 2020 et ne se redresserait que partiellement au second semestre. L'inflation serait quasi-nulle en 2020, renforçant le pouvoir d'achat des ménages qui ont bénéficié d'une nouvelle augmentation du salaire minimum en janvier. Une grande partie de ces hausses de revenus seraient épargnée en 2020.

Le taux de chômage augmenterait faiblement en 2020 car les entreprises seraient encouragées à éviter les licenciements. Il augmenterait ultérieurement en raison d'une croissance inférieure au potentiel et pourrait dépasser 15 % en 2022.

L'investissement se contracterait en 2020 après six années de forte croissance, en raison de l'incertitude accrue quant à la durée et à la profondeur de la crise sanitaire.

L'augmentation des salaires autour du salaire minimum continuera à éroder les marges des entreprises et à peser sur leur capacité d'autofinancement. L'activité dans le secteur de la construction devrait également se contracter du fait des mesures de confinement. L'investissement serait faible en 2021 et repartirait en 2022 avec la reprise économique mondiale.

Les écoles sont fermées à travers le pays et un premier train de mesures économiques a été annoncé jeudi 12 mars (EUR 18 Mds). Le gouvernement devrait annoncer d'autres mesures pour atténuer les conséquences économiques et sociales de la crise, avec des aides aux entreprises et aux travailleurs. Les employeurs doivent permettre au personnel de travailler, cette option devant être choisie chaque fois que cela est possible. La plupart des procédures judiciaires sont suspendues. Le feu vert pour rester ouvert s'applique essentiellement aux supermarchés, pharmacies et stations-service.

Après avoir atteint en 2019 son plus bas niveau en dix ans, le déficit public augmenterait à nouveau en 2020 en raison du ralentissement de l'économie et des mesures prises par le gouvernement pour soutenir la croissance et atténuer les effets négatifs de la crise sanitaire.

Espagne	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2.4	2.0	0.0	1.2	1.4
Consommation des ménages	1.8	1.1	-0.4	1.5	1.2
Consommation publique	1.9	2.2	2.5	1.4	1.2
Investissement	5.3	1.9	-1.7	0.8	1.4
Exportations de biens & services	2.2	2.3	-0.3	0.8	2.0
Importations de biens & services	3.3	1.2	-0.3	1.1	1.6
Inflation, %	1.7	0.8	0.2	2.0	1.5
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.9	2.5	2.1	0.0	1.6
Épargne des ménages, % du RDB	6.3	7.6	9.8	8.5	8.9
Chômage, % de la population active	15.3	14.1	14.7	16.2	15.5
Solde budgétaire, % du PIB	-2.5	-2.0	-2.7	-2.5	-2.3
Dette publique, % du PIB	98	97	99	99	98
Solde courant, % du PIB	1.9	2.0	2.4	2.3	2.4

ROYAUME-UNI

- **L'UE et le Royaume-Uni négocient les termes de leur relation future. Compte tenu du délai imparti et de positions initiales divergentes, l'accord risque d'être parcellaire**
- **Le coronavirus aura un effet négatif très marqué sur l'économie et les finances publiques au cours des prochains trimestres**
- **Malgré des mesures de politique budgétaire et monétaire ambitieuses, nous prévoyons une stagnation de l'économie en 2020**

Le 1er février 2020, le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne. L'accord de retrait est entré en vigueur et prévoit une période de transition pendant laquelle le droit de l'UE s'applique au Royaume-Uni, qui conserve l'accès au marché unique. Le gouvernement britannique a réaffirmé dans son mandat de négociation la position inscrite dans la loi en janvier, à savoir qu'il ne cherchera pas à prolonger la période de transition au-delà du 31 décembre.

Les négociations officielles ont commencé en mars. L'UE et le Royaume-Uni souhaitent officiellement établir un partenariat économique ambitieux qui garantisse l'absence de droits de douane et de quotas pour les échanges de marchandises. Le mandat de l'UE souligne cependant que le futur partenariat doit être conditionné à des engagements fermes pour garantir des conditions de concurrence équitables. Parallèlement, le Royaume-Uni vise un accord semblable aux accords de libre-échange existants entre l'UE et d'autres nations – par exemple celui récemment conclu entre l'UE et le Canada – qui ne sont en général pas subordonnés à un alignement réglementaire strict. Nous nous attendons donc à ce que le processus de négociation soit difficile et tendu et qu'il affecte la confiance des entreprises en alimentant l'incertitude à court terme. Comme les deux parties ont mutuellement beaucoup à gagner de la conclusion d'un accord, nous retenons l'hypothèse de travail d'un accord parcellaire sur les marchandises, qui couvre certains aspects des services, d'ici la fin de l'année. En ce qui concerne les services financiers, nous envisageons que l'UE accorde un accès basé sur des "cadres d'équivalence unilatérale", ce qui signifie que l'UE serait en mesure de révoquer ces droits d'accès avec un préavis de courte durée.

À court terme, l'économie britannique sera très affectée par la crise du Covid-19, que ce soit directement, avec l'augmentation du nombre de cas britanniques et les mesures prises pour contenir les transmissions, ou indirectement, par le biais de ses relations commerciales et canaux financiers – sachant que l'UE représente 10,3 % de la demande finale et 9,7 % des intrants intermédiaires britanniques sont importés.

Dans ce contexte, les autorités publiques ont annoncé un ensemble de mesures. La Banque d'Angleterre a réduit son principal taux directeur de 50 pb pour les ramener à son niveau le plus bas depuis la crise financière, soit 0,25 %. Elle a également

introduit un nouveau mécanisme pour permettre aux banques d'accéder à des liquidités à long terme afin de soutenir les prêts aux petites et moyennes entreprises et elle a réduit les exigences de fonds propres en fixant à 0 % le coussin contracyclique. Sur le plan budgétaire, M. Sunak, le chancelier de l'Échiquier, a proposé un assouplissement budgétaire important. Par rapport aux précédentes prévisions de l'OBR (*Office for Budget Responsibility*), les mesures du gouvernement augmentent le déficit budgétaire de 0,9 % du PIB en moyenne et ajoutent 125 Mds GBP (4,6 % du PIB) à la dette publique d'ici 2025. M. Sunak a également présenté une stratégie visant à amortir le choc lié au virus. Le soutien aux ménages prendra la forme d'un droit anticipé aux indemnités de l'assurance maladie pour les personnes qui doivent s'isoler et d'un accès facilité aux prestations sociales pour les travailleurs indépendants. L'aide aux entreprises, en particulier les plus petites, vise à atténuer les problèmes potentiels de trésorerie.

Les risques pesant sur l'économie britannique restent fermement orientés à la baisse, provenant du Covid-19 ou du Brexit.

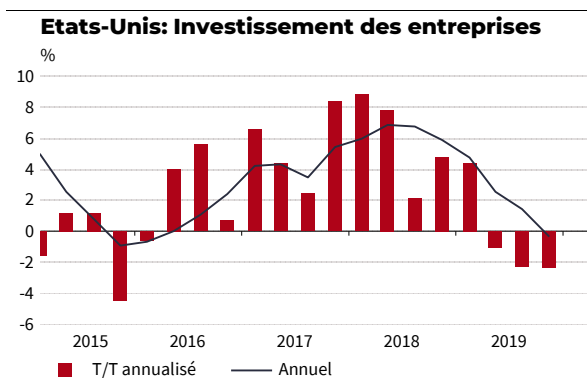
Royaume-Uni	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1.3	1.4	-0.3	1.1	1.3
Consommation des ménages	1.6	1.4	-0.4	1.5	0.6
Consommation publique	0.4	3.6	3.9	2.0	1.6
Investissement	-0.2	0.4	-0.1	1.3	3.9
Exportations de biens & services	1.2	3.7	1.0	0.4	2.0
Importations de biens & services	2.0	3.6	-2.7	2.0	2.0
Inflation, %	2.5	1.8	1.1	1.7	1.9
Inflation sous-jacente	2.1	1.7	1.2	1.2	1.6
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	5.0	2.2	0.8	2.3	3.1
Épargne des ménages, % du RDB	5.8	5.5	5.9	5.0	5.4
Chômage, % de la population active	4.0	3.9	5.2	4.7	4.4
Solde budgétaire, % du PIB	-2.2	-2.0	-2.7	-3.0	-3.1
Dette publique, % du PIB	86	85	85.4	85.7	85.7
Solde courant, % du PIB	-3.9	-3.8	-3.0	-3.5	-3.2

ÉTATS-UNIS

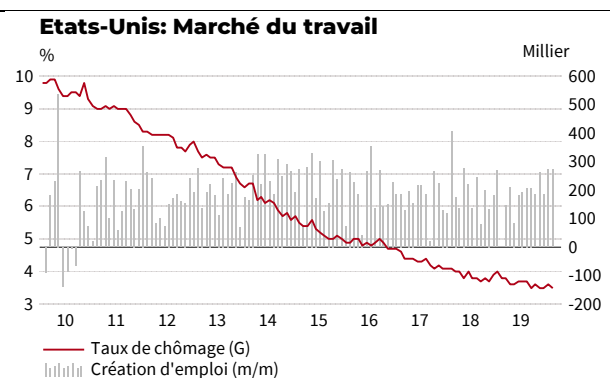
- **La croissance devrait progressivement chuter en raison de la baisse du soutien fiscal et de l'érosion des bénéfices des entreprises**
- **La Fed augmentera si nécessaire la taille de son bilan**
- **Le principal risque pour l'économie est la crise Covid-19**

Le PIB réel a progressé de 2 % en rythme annualisé au T4-19, toujours soutenu par une impulsion budgétaire. La croissance était comparable au T3-19, mais l'investissement fixe des entreprises et la consommation ont ralenti. Avec Covid-19, l'économie devrait maintenant entrer en récession cette année. Les bénéfices des entreprises devraient continuer de se détériorer en raison de la hausse du coût de la main-d'œuvre et des intrants, ce qui entravera les perspectives d'investissement privé. Les incertitudes politiques persistantes liées aux tensions commerciales, à la crise Covid-19 et aux élections générales de novembre devraient également peser sur les perspectives d'investissement.

Compte tenu de l'augmentation significative de la volatilité financière et des incertitudes concernant l'effet potentiel de l'épidémie de Covid-19 sur l'activité, la Fed a décidé, lors de deux réunions hors calendrier, de réduire la fourchette de son taux directeur de 50 pb à 0 %-0,25 %. Le FOMC a noté que les risques pesant sur les perspectives de croissance "ont sensiblement changé" et que les mesures de prévention prises dans d'autres pays et aux États-Unis pèseront certainement sur l'activité. Étant donné que les incertitudes resteront élevées dans les mois à venir, avec une probabilité croissante d'un plus grand nombre de cas de Covid-19, la Fed se tient prête à intervenir en augmentant la taille de son bilan.



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

La politique budgétaire devrait être expansionniste au cours des deux prochaines années, car il est probable que le gouvernement prenne certaines mesures ciblées pour compenser les conséquences économiques du Covid-19, dans le cadre d'une série de mesures économiques d'urgence.

Les principaux risques pour les prochains trimestres concernent la crise de Covid-19, les États-Unis suivant les traces de l'Europe. L'effondrement des marchés financiers présente un risque supplémentaire, notamment compte tenu de l'importance du secteur de l'énergie et du fort effet de levier des bilans des entreprises.

Etats-Unis	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2.9	2.3	-0.1	1.5	1.7
Consommation des ménages	3.0	2.6	0.3	1.5	1.6
Consommation publique	1.7	2.3	2.5	1.8	2.1
Investissement	4.6	1.3	-3.3	2.5	2.5
Exportations de biens & services	3.0	0.0	-2.0	2.0	2.3
Importations de biens & services	4.4	1.0	-0.4	5.0	3.0
Inflation, %	2.5	1.9	1.1	2.2	2.1
Inflation sous-jacente	2.2	2.3	1.3	1.6	2.1
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	3.6	2.4	1.5	-1.1	1.4
Epargne des ménages, % du RDB	8.9	9.1	10.4	8.5	8.5
Chômage, % de la population active	3.8	3.5	5.8	5.3	4.5
Solde budgétaire, % du PIB	-6.6	-7.3	-8.6	-8.5	-8.4
Dettes du Gouv. Fédéral, % du PIB	78	78	84	87	90
Solde courant, % du PIB	-2.4	-2.3	-3.6	-4.4	-4.6

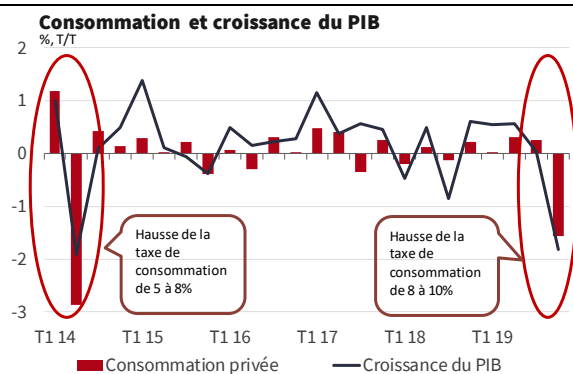
JAPON

- **La croissance en 2020 est attendue fortement à la baisse...**
- **...malgré le plan de stimulus**
- **Le risque d'une croissance faible prolongée remet en cause l'efficacité de la politique abenomics**

L'économie devrait marquer un fort ralentissement en 2020 avant de rebondir légèrement en 2021. Elle est ralentie par la hausse de la taxe à la consommation qui a eu lieu au T4 2019 puis par la crise sanitaire du Covid-19 débutée en janvier 2020. Une récession paraît désormais inévitable, avec en outre le risque du report des jeux olympiques.

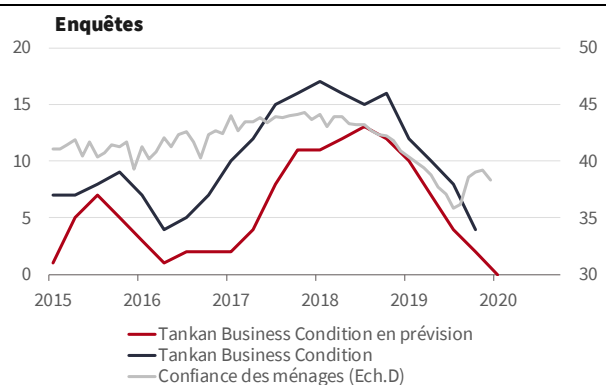
L'année 2020 démarre avec un acquis de croissance négatif à -1 % suite au fort recul de la consommation des ménages et du PIB (-6 % en annualisé) au T4-19 après la hausse de la taxe de consommation. La demande privée devrait rester faible. Même si la confiance des ménages est légèrement remontée depuis la hausse de la taxe, son niveau est loin de refléter un rétablissement, et il est affecté par le Covid-19. Les entreprises voient leurs conditions d'activité continuer de se dégrader, aussi bien dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Les conditions financières restent favorables, mais la détérioration du profit selon l'enquête Tankan suggère une moindre capacité des entreprises à financer son investissement.

La consommation tire la croissance vers le bas



Source : Cabinet Office, SG Études économiques et sectorielles

Les conditions de business se dégradent



Source : Cabinet Office, Economic and Social Research Institute, SG Études économiques et sectorielles

Le stimulus budgétaire annoncé par le premier ministre Abe en décembre 2019 devrait aider à compenser partiellement le trou d'air. Ce stimulus prévoit 9,4 Mds JPY de dépenses budgétaires (central et locaux, soit 1,7 % du PIB) allant du T1-20 au T1-21 et comporte un risque d'exécution qui pourrait compromettre l'ampleur. Le manque de main d'œuvre en constitue une cause importante. Il s'agit d'un phénomène déjà observé lors des plans précédents.

Du côté de la demande extérieure, la crise sanitaire du Covid-19 génère un choc négatif sur la croissance de la Chine – 20 % des exportations du pays, avec un risque

de rupture de la chaîne de valeur – sur la première moitié de l’année. La demande externe pourrait être plus largement affectée car le virus est en train de propager dans le monde, soit un effet négatif supplémentaire. Le nombre de cas de contaminations augmente également au Japon, ce qui devrait aussi impacter négativement la confiance des ménages et des entreprises.

L’inflation montre de façon quasi-constante une dynamique très modeste compte tenu de la faiblesse de la demande et malgré la hausse de la taxe de consommation.

Dans un tel contexte, la politique monétaire reste expansionniste comme suggérée par le *forward-guidance* de la BoJ. La politique monétaire actuelle est prolongée jusqu’à une période indéterminée, à savoir le ciblage de taux 10 ans autour de 0 % et le maintien de taux de politique (facilité de dépôt complémentaire) à -0,1 %. Face à l’impact dû au Covid-19, la BoJ s’est montrée réactive en fournissant 500 Mds JPY de liquidités aux banques et elle a augmenté sa capacité d’achat journalière d’ETF de 70,2 à 100,2 Mds JPY depuis mars.

Alors que l’économie n’a pas surmonté l’épreuve de la hausse de taxe de consommation, elle est frappée par le Covid-19. Avec la prolongation d’une période de croissance faible, l’efficacité des politiques d’Abenomics pourrait être remise en cause.

Japan	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	0.3	0.7	-1.1	0.8	0.7
Consommation des ménages	0.0	0.2	-1.8	0.8	0.5
Consommation publique	0.9	1.9	1.9	0.7	0.5
Investissement	1.1	1.5	-1.4	0.8	0.7
Exportations de biens & services	3.4	-1.8	-0.6	0.6	1.5
Importations de biens & services	3.3	-0.7	-1.0	0.4	0.4
Inflation, %	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
Inflation sous-jacente	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
Revenu disponible brut (RDB) en volume, % GA	1.1	0.9	0.3	0.7	0.7
Epargne des ménages, % du RDB	3.9	4.6	6.7	6.7	7.0
Chômage, % de la population active	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3
Solde budgétaire, % du PIB	-3.2	-3.0	-3.5	-3.0	-2.8
Dettes publiques, % du PIB	237	238	240	241	241
Solde courant, % du PIB	3.5	3.6	3.4	3.5	3.5

CHINE

- **L'activité économique devrait se rétablir graduellement au T2 puis rebondir au S2-20**
- **Le policy-mix sera réactif pour sauver la croissance**
- **Le ratio de dettes est appelé à augmenter, le risque financier persiste**

La croissance est lourdement affectée par l'épidémie du Covid-19 même si la propagation semble s'affaiblir depuis mars. L'activité devrait marquer un creux au premier trimestre 2020, puis se rétablir graduellement au cours de l'année 2020.

La consommation des ménages a subi un coup d'arrêt en raison du confinement. Le retour des travailleurs dans les usines s'opère très progressivement depuis fin février. L'activité manufacturière devrait reprendre progressivement au deuxième trimestre, soit une amélioration par rapport au premier trimestre, mais la croissance resterait inférieure à la normale. Durant la deuxième moitié de l'année, un effet de rattrapage partiel devrait se rajouter à un retour à la normale de l'activité économique, le PIB rebondirait à partir du troisième trimestre.

Une politique économique réactive permettrait d'atténuer l'effet négatif de la crise sanitaire et d'aider à un retour de l'activité. La banque centrale, a baissé le coût de financement des banques (taux de repo inverse et de MLF de 10 pb) et celui des prêts à l'économie (le LPR de 10 pb). Afin de soutenir les entreprises de petite et moyenne taille face aux ruptures de liquidité, un programme de renouvellement de prêts est prévu (300 Mds CNY rehaussés à 500 Mds, soit 0,3 % de l'encours de prêt aux entreprises). Le taux des réserves obligatoires pourrait être le prochain instrument à actionner.

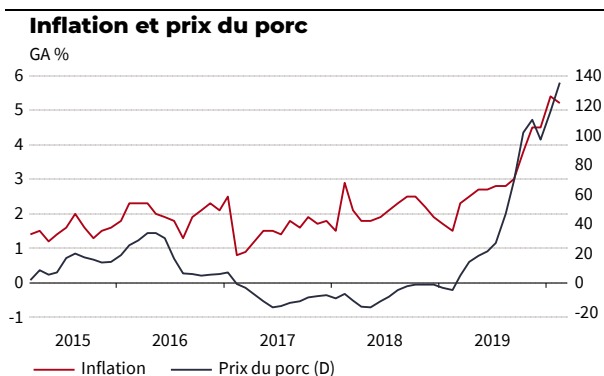
Quant aux mesures budgétaires, elles devraient jouer un rôle de soutien direct afin de compenser en partie la chute de la demande des ménages, protéger l'emploi et le tissu industriel via le soutien aux PME. Les gouvernements locaux se sont vu accorder un quota d'émission nette de 1 848 Mds CNY au premier semestre de 2020, soit 60 % du quota annuel de 2019. Le gouvernement central pourrait également accroître son endettement. Avec un transfert de revenus du gouvernement central aux collectivités locales de 2 400 Mds CNY, les dépenses publiques pour gérer la crise sanitaire seraient en très forte progression au T1-20. Outre les hausses de dépenses des administrations publiques, des charges de sécurité sociale ont été exemptées, soit une économie de 600 Mds CNY (0,6 % de PIB) pour les entreprises.

Un plan additionnel de relance est en discussion. So montant déterminerait l'ampleur de reprise dans les prochains trimestres.

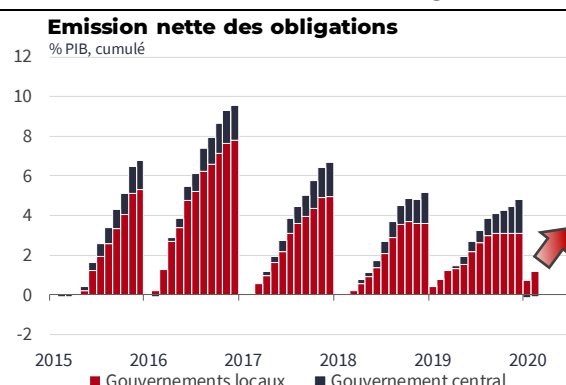
Malgré un refroidissement brutal de l'économie, l'inflation reste pourtant élevée au S1-20 principalement en raison de la hausse du prix du porc au S2-19. Le

confinement limitant l'offre alimentaire devrait ajouter une pression à la hausse des prix. Mais ces effets haussiers devraient s'estomper durant le S2-20.

Montée de l'inflation due à celle du prix du porc Émission des dettes publiques à augmenter



Source : NBS, PBoC, SG Études économiques et sectorielles



Source : Ministères des Finances, NBS, SG Études économiques et sectorielles

Si les autorités chinoises ont des moyens de lutter contre un tel choc temporaire, les dettes publiques sont appelées à augmenter. Le ratio de dettes pourrait ne pas refléter entièrement une telle évolution en raison des spécificités comptables. Même si cette hausse réelle de dettes ne provoque pas de difficulté imminente de soutenabilité de dettes publiques (principalement car la Chine n'a pas de besoin de financement externe), les nouvelles capacités d'emprunt pourraient progressivement se voir contraintes, et il n'est pas à exclure que certaines collectivités locales dans des régions à croissance faible rencontrent des difficultés financières. C'est un risque à surveiller.

Chine	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	6.7	6.1	4.0	6.0	5.2
Consommation des ménages	8.5	6.7	2.9	8.0	6.3
Consommation publique	8.8	6.7	9.7	6.5	6.4
Investissement	6.2	4.3	4.8	4.5	3.9
Exportations de biens & services	3.8	1.7	-3.9	2.2	2.4
Importations de biens & services	7.9	-1.9	-2.1	1.8	1.4
Inflation, %	2.1	2.9	3.1	1.6	2.4
Solde budgétaire, % du PIB	-2.8	-2.8	-3.5	-3.0	-3.0
Dettes publiques, % du PIB	36	37	37	38	38
Dettes externes, % du PIB	14	14	14	14	14
Solde courant, % du PIB	0.4	1.2	0.9	0.7	0.6

INDE

- **L'économie perd de son dynamisme et manque de moteurs pour une reprise rapide dans les années à venir**
 - **La marge de manœuvre du policy-mix est limitée**
 - **A surveiller : le risque inflationniste, la faiblesse du système financier et la santé des finances publiques**
-

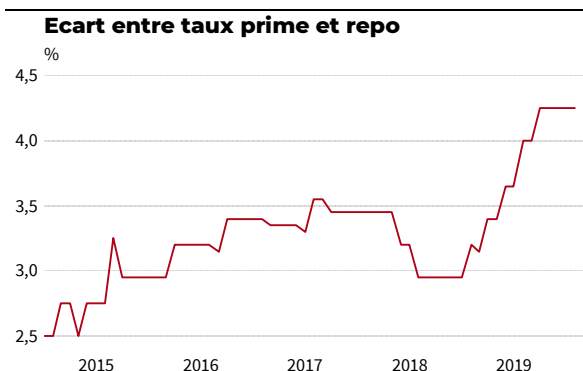
La croissance devrait rebondir à partir d'un point bas au T4-19 (depuis 2012), mais seulement modestement. La politique économique a été réactive, mais son efficacité peine à se déployer entièrement.

La banque centrale (RBI) a procédé une série de cinq baisses de taux de janvier à septembre 2019, le taux revenant de 6,5 % à 5,15 %. Cependant, la transmission de politique monétaire n'a pas été complète dans la baisse du coût de financement de l'économie. L'écart de taux s'est même élargi entre le taux de la RBI et celui des banques commerciales appliqué aux meilleurs clients dès le début 2019. En conséquence, la progression du crédit au secteur privé ne cesse de décélérer de 14 % en début 2019 à seulement 7 % en GA en fin d'année.

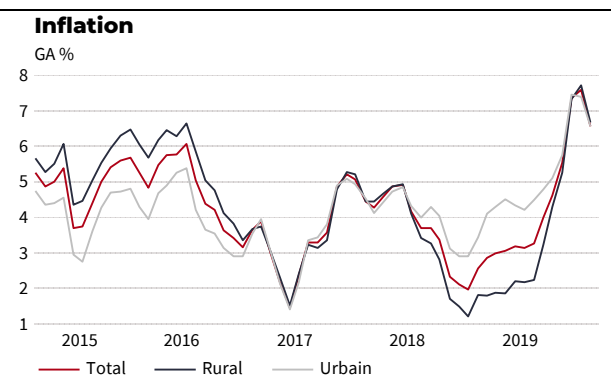
Du côté de la politique budgétaire, l'Inde est parmi les pays de la région ayant le plus les mains liées pour faire une politique de relance. En effet, la dette publique représente plus de 65 % du PIB et le besoin de financement du gouvernement plus de 6,5 %. Le ministère de finance a pourtant annoncé un plan qui consiste essentiellement à baisser certaines taxes, notamment la taxe de consommation (GST) pour les hôtels et restaurants, augmenter les achats de véhicules par le gouvernement, et faciliter l'investissement dans les infrastructures. Ces mesures de relance ne sont pas sans conséquence sur l'équilibre budgétaire. Il est prévu dans le budget 2019 / 2020 une hausse de plus de 16 % des dépenses. Dans un contexte de croissance affaiblie, le déficit se creuserait ce qui réduirait la marge de manœuvre dans le futur. Le gouvernement pourrait être contraint à l'avenir de limiter ses dépenses si le stimulus n'a pas les effets escomptés.

La poussée récente de l'inflation en raison de celle du prix alimentaire constitue une contrainte supplémentaire pour l'assouplissement du policy-mix. Même si l'inflation non alimentaire reste relativement faible à 3,7 %, l'inflation a dépassé la cible haute de la RBI (+/- 2 % autour de 4 %) depuis décembre 2019 (à plus de 7 %). Rappelons que l'inflation est restée dans sa zone cible pendant cinq ans depuis septembre 2014. Les prix alimentaires représentent 40 % du panier du prix à la consommation. Leur augmentation détériorerait le pouvoir d'achat des ménages et accentuerait la détresse de demande rurale. Malgré un prix du pétrole plus faible, la dynamique des prix à la consommation est sensible aux récoltes – un facteur exogène, ce qui limite la marge à la baisse au taux d'intérêt.

Transmission (très partielle) de la baisse de Inflation en hausse rapide taux de politique monétaire



Source : RBI, SG Études économiques et sectorielles



Source : Central Statistics Office, SG Études économiques et sectorielles

Le système financier est également vulnérable. Les banques publiques affichent un ratio de prêts non-performants élevé, à 11,6 % en 2019, même s'il baisse de 3 pp par rapport à 2018. Celui des banques privées a augmenté de 4,6 % à 5,2 %. La banque centrale a pris le contrôle de la cinquième banque privée Yes Bank début mars. La conjoncture dégradée est en train d'affecter les banques privées, alors que les banques publiques ont encore un besoin de recapitalisation. La défaillance d'IL&FS ainsi que d'autres institutions non bancaires illustre le manque de liquidités de ce secteur, sachant que leurs prêts au secteur commercial a baissé de 20 % en 2018/19. Les banques étatiques sont par ailleurs 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 devrait continuer de peser sur le financement de l'économie, et donc la croissance.

L'épidémie de Covid-19 présente des risques supplémentaires à la baisse pour l'Inde, le nombre de cas signalés augmentant rapidement.

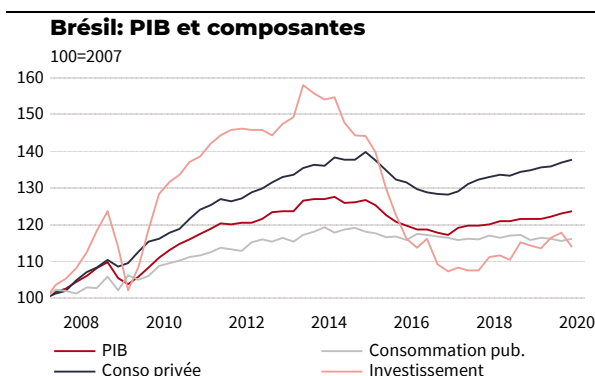
Inde	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	6.1	5.1	5.2	6.0	5.7
Consommation des ménages	7.2	6.0	5.4	5.4	6.3
Consommation publique	10.1	13.7	10.9	9.5	9.6
Investissement	9.8	-3.2	1.5	5.5	3.8
Exportations de biens & services	12.3	-3.1	-1.6	3.0	5.8
Importations de biens & services	8.6	-7.5	-2.4	3.1	6.8
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
Dettes publiques, % du PIB	68	69	68	68	67
Dettes externes, % du PIB	20	20	20	18	18
Solde courant, % du PIB	-2.1	-2.0	-2.3	-2.3	-2.4

BRESIL

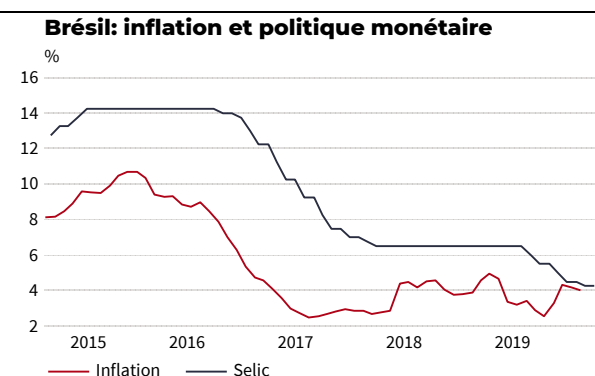
- **La croissance est pénalisée par la détérioration de l'environnement extérieur, le Covid-19 et la lenteur de la reprise des investissements**
- **La faiblesse de l'inflation donne à la BCB la possibilité de réduire son taux directeur à des minimums historiques**
- **Le principaux risques sont une détérioration de l'environnement extérieur liée à la crise du Covid-19 et à les blocages politiques**

L'activité économique reste faible. Le PIB en volume n'a augmenté que de 1,1 % en glissement annuel au quatrième trimestre de 2009, sous l'impulsion de la consommation, tandis que l'investissement s'est contracté, sous l'effet de conditions financières restrictives pour les entreprises (la BNDES continue de réduire son bilan et les taux d'intérêt pour les entreprises restent élevés). Le Brésil est désormais touché par la crise du Covid-19. L'environnement extérieur est devenu moins favorable, l'Argentine étant toujours en récession et la demande chinoise s'affaiblissant.

La croissance du PIB serait négative en 2020. La faiblesse de l'activité reflète aussi la faible dynamique d'investissement depuis la récession de 2015-16, l'ajustement budgétaire en cours et les tensions politiques persistantes. La crise de Covid-19 va également peser sur les investissements et les exportations, la Chine étant le principal partenaire commercial du pays. De plus, la récession argentine pèsera également sur les investissements et les exportations dans le secteur manufacturier. La consommation se redresserait progressivement, car le marché du travail s'améliore lentement (bien qu'une partie de l'amélioration se situe sur le marché informel) et les conditions financières des ménages sont plus faciles.



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Les perspectives d'inflation restent favorables et inférieures à l'objectif de 4,25 % fixé par la Banque centrale pour 2019. En effet, l'inflation a atteint 4 % en janvier, poussée par la hausse de l'inflation alimentaire. Mais le prix des services reste à 3 %, ce qui indique de faibles pressions sur la demande. Les prévisions d'inflation pour

2020, à 3,6 %, sont également faibles. Compte tenu de la faible croissance et d'un risque inflationniste peu élevé, la BCB a réduit son taux directeur en janvier à 4,25 %, son plus bas niveau historique.

Les principaux risques pour l'économie sont une prolongation de la crise Covid-19 et une augmentation du « bruit politique ». Un retour plus lent à une activité normale en Chine ou une propagation du virus à d'autres pays vont très probablement accentuer la mollesse de la reprise des investissements. Une crise plus longue risque également de se traduire par une plus grande volatilité financière qui pourrait obliger la BCB à resserrer à nouveau les conditions financières. Sur le plan intérieur, malgré l'approbation de la réforme du système de retraite et d'autres réformes économiques, les indices de confiance des consommateurs et des entreprises restent à des niveaux bas. Cela reflète principalement le fait que le bruit politique dans le pays est élevé, avec des affrontements croissants entre les pouvoirs exécutif et législatif. Une extension de ces affrontements empêcherait également une reprise plus rapide des investissements.

Brésil	2018	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	1.3	1.1	-0.5	2.1	2.0
Consommation des ménages	2.1	1.8	-0.5	2.7	2.5
Consommation publique	0.4	-0.4	0.0	0.1	0.1
Investissement	3.9	2.2	-3.3	3.8	3.8
Exportations de biens & services	4.0	-2.5	1.0	2.5	2.5
Importations de biens & services	8.3	1.1	-1.0	3.8	3.8
Inflation, %	3.7	3.6	3.7	3.8	3.5
Solde budgétaire, % du PIB	-7.2	-6.7	-8.0	-7.0	-6.0
Dette publique, % du PIB	76	79	84	86	87
Dette externe, % du PIB	23	24	25	25	25
Solde courant, % du PIB	-2.2	-2.6	-3.0	-3.2	-3.2

RUSSIE

- **La baisse des prix du pétrole suite à la rupture des négociations entre les pays de l'OPEP+ va peser sur la croissance**
- **L'inflation devrait augmenter, la dépréciation de l'USD/RUB se répercutant sur les prix domestiques**
- **Les incertitudes liées au Covid-19, ainsi que celles sur le prix du pétrole et les sanctions occidentales vont peser sur l'investissement et la croissance potentielle**

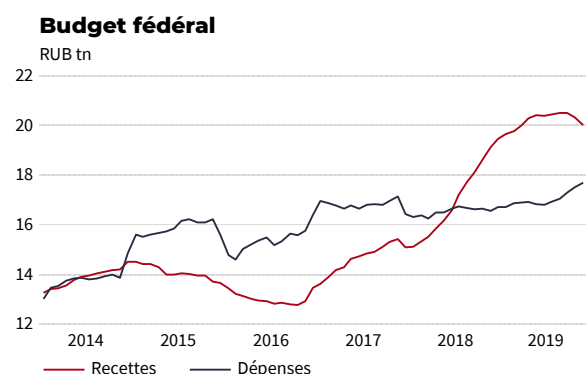
La croissance du PIB a ralenti à 1,3 % en 2019 (vs. plus de 2 % en 2017-18) en raison de la faiblesse de la demande interne, d'un environnement extérieur moins porteur et de l'atonie de la productivité. L'investissement est resté faible en raison de goulets d'étranglement, tandis que la consommation a été grevée par la hausse de la TVA de janvier 2019 (de 18 % à 20 %) et par l'impact négatif de la réforme des retraites.

Pour 2020, la croissance du PIB devrait encore ralentir pour atteindre 1 %, dans un contexte de prix du pétrole beaucoup plus bas (43 USD/baril attendu en 2020), suite à l'échec des négociations entre les pays de l'OPEP+ en mars 2020, la Russie refusant les réductions de production supplémentaires. Du côté de l'offre, les piliers de la croissance vont évoluer. L'extraction pétrolière devrait accélérer, renforçant la dépendance structurelle de la Russie à l'égard du pétrole, tandis que l'agriculture pourrait bénéficier de la dépréciation du rouble. Toutefois, le secteur manufacturier souffrira d'une baisse d'activité mondiale en raison de l'épidémie de Covid-19. Du côté de la demande, l'investissement restera atone en raison des moindres marges des entreprises, de l'accès limité au financement étranger, des incertitudes concernant les prix du pétrole et les sanctions occidentales. Les exportations décéléreront du fait de la baisse de la demande mondiale du fait de l'épidémie de Covid-19 et de la faiblesse du prix du pétrole. En revanche, la consommation privée sera soutenue par une politique budgétaire plus expansionniste. Le nouveau Premier ministre Mishustin a récemment annoncé une extension des allocations familiales, une hausse du capital maternité et des salaires des enseignants.

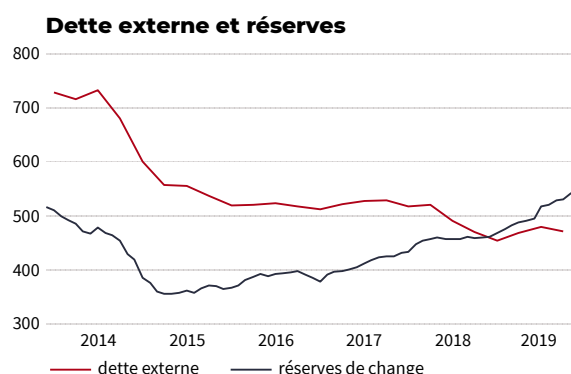
L'inflation a atteint un pic de 5,2 % en avril 2019 et décélère depuis pour atteindre 2,4 % en janvier 2020. Dans ce contexte, la CBR a assoupli sa politique monétaire depuis la mi-2019 et a de nouveau abaissé le taux directeur à 6 % en février 2020. Cependant, avec la dépréciation du rouble face au dollar, l'inflation devrait augmenter dans les mois à venir et atteindra 4,5 % en moyenne en 2020.

Par rapport à la crise de 2014 où le prix du pétrole s'était également effondré, la Russie affiche des fondamentaux plus solides. Le pays a réussi à constituer d'importantes réserves externes et à améliorer sa situation budgétaire depuis 2016 en abaissant ainsi son *fiscal breakeven* (à environ 42 USD/baril en 2019). Les finances publiques ont affiché de meilleures performances, le budget fédéral étant

excédentaire en 2019, pour la première fois depuis 2014. Le taux de change flexible constitue un amortisseur à la volatilité des marchés des matières premières. La dette extérieure a fortement diminué, passant de 732 Mds USD en 2014 à 481 Mds en décembre 2019 (environ 30 % du PIB). Les réserves de change ont aussi augmenté pour atteindre 562 Mds USD en janvier 2020, le niveau le plus élevé depuis 2014. Le *National Wealth Fund* a atteint 125 Mds USD. Enfin, les banques ont réussi à réduire leur endettement extérieur et à rester des créanciers extérieurs nets.



Source : SG Études économiques et sectorielles



Source : SG Études économiques et sectorielles

Toutefois, les risques sont clairement orientés à la hausse, compte tenu de l'évolution rapide de l'épidémie du Covid-19 et de la possibilité d'une baisse prolongée des prix du pétrole. Même si la Russie est l'un des producteurs de pétrole les moins vulnérables au monde avec l'Arabie saoudite et les Émirats Arabes Unis, un effondrement durable du prix du pétrole pourrait toutefois remettre en cause l'assainissement budgétaire mis en œuvre entre 2016 et 2019. Par ailleurs, les sanctions internationales restent un facteur de risque persistant. Plusieurs projets de loi ont été proposés au Congrès américain et pourraient se retrouver sur le devant de la scène, visant par exemple la dette souveraine russe (OFZ). 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	2019e	2020p	2021p	2022p
PIB en volume, %	2.2	1.3	0.8	1.2	1.5
Consommation des ménages	2.3	1.0	0.7	1.0	1.5
Consommation publique	0.3	0.4	0.6	0.6	0.3
Investissement	2.5	0.8	0.4	0.6	1.2
Exportations de biens & services	6.0	1.0	1.2	3.0	3.5
Importations de biens & services	4.0	-0.3	0.4	2.5	3.5
Inflation, %	2.9	5.0	4.5	4.0	4.0
Solde budgétaire, % du PIB	2.9	1.0	-1.0	-0.5	-0.6
Dette publique, % du PIB	15	16	18	18	19
Dette externe, % du PIB	27	27	27	27	27
Solde courant, % du PIB	6.8	5.7	3.9	3.4	3.3

AFRIQUE

- **La croissance régionale est attendue à 2% pour 2020**
- **Un ralentissement de la croissance mondiale (et notamment en Chine) et des environnements politico-sécuritaires parfois difficiles pèsent sur les activités de plusieurs « grandes » économies**
- **Ces fragilités ne sont pour l'instant que partiellement reflétées sur les marchés, où l'appétit pour le « risque Africain » reste fort**

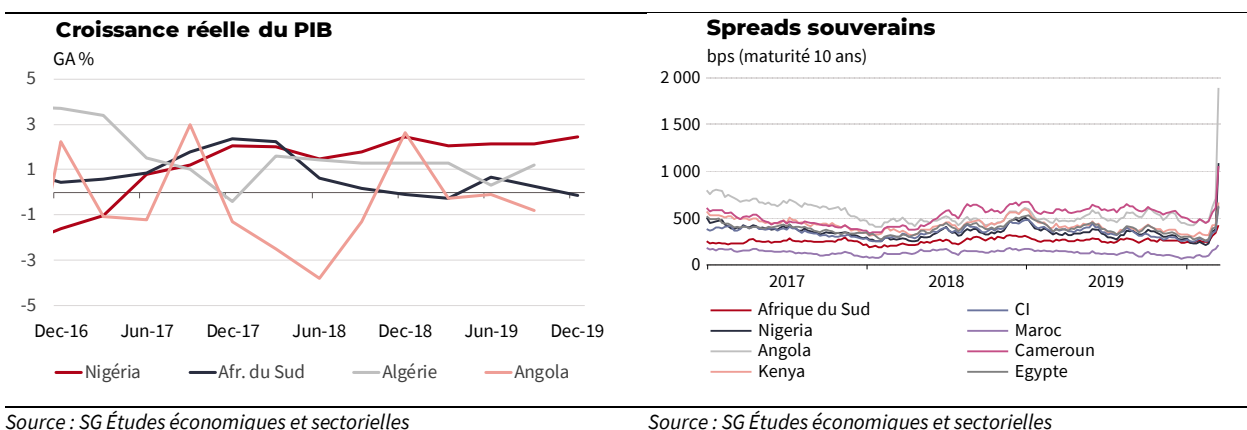
La plupart des observateurs continuaient jusqu'à début mars de tabler sur un rebond de la croissance régionale en 2020 (après deux années de ralentissement), à un niveau proche de 4 %. Cette projection se fondait principalement sur le redémarrage attendu dans plusieurs « grandes » économies de la région et dans les pays pétroliers / miniers ; ces deux « groupes » (non exclusifs) ayant enregistré depuis plusieurs années des performances économiques décevantes. Une telle reprise de l'activité est toutefois désormais peu probable, et la croissance régionale devrait rester médiocre.

Pays	Principales exportations (% du total biens et services)	Poids de la Chine / Asie dans les exportations
Angola	Pétrole ~ 90 %	57 % / 79 %
Rép. du Congo	Pétrole ~65 % Métaux industriels (cuivre) ~ 25 %	57 % / 77 %
Zambie	Métaux industriels (cuivre) ~75 %	44 % / 76 %
Guinée Equatoriale	Pétrole et gaz ~85 %	28 % / 58 %
Afrique du Sud	Matières et métaux industriels ~ 35 % Automobiles et machines industrielles ~ 5 %	19 % / 41 %

Source : SG Études économiques et sectorielles, Harvard Atlas of Economic Complexity

Le ralentissement de l'activité chinoise va impacter la région principalement à travers le canal commercial, via un effet quantité pour les pays commerçant le plus avec la Chine et via un effet prix pour tous les pays exportateurs de matières premières industrielles (pétrole, gaz, métaux). À ce titre, les cas de l'**Afrique du Sud** et de l'**Angola** semblent les plus problématiques, étant donné leur poids dans le PIB Africain (respectivement 15 % et 5 %). Le 1^{er} pays, qui a enregistré en 2019 sa croissance la plus faible depuis 2009 (0,2 % en ga.), voit ce double effet s'ajouter à plusieurs problèmes domestiques : taux d'investissement structurellement faible (à peine supérieur à 15 % du PIB) ; tensions sociales récurrentes (alimentées par un chômage et des inégalités élevées) ; finances publiques et infrastructures grevées par des entreprises publiques défaillantes (en particulier le fournisseur d'électricité ESKOM) ; etc. Au total, le pays – vraisemblablement le plus intégré au cycle industriel mondial en Afrique – pourrait voir sa croissance rester à peine stable en 2020, au lieu d'un rebond attendu légèrement sous les 1 %.

En Angola, après 4 ans de contraction, le retour à une faible croissance du PIB (aux alentours de 1%) en 2020 semble également compromis. Tout d'abord, la production pétrolière du pays continue de décroître en raison de problèmes techniques répétés, dépassant à peine 1,3 millions de barils/jour fin 2019, son plus bas niveau depuis 15 ans. La baisse prévisible des quantités exportées vers la Chine (principal partenaire commercial du pays) ne devrait pas stimuler le secteur. En outre, des prix pétroliers plus faibles (-35 USD/b depuis le début de l'année) viendront émuiser des équilibres budgétaires et extérieurs déjà fragiles, alors même que les remboursements de dette extérieure estimés pour cette année sont élevés (environ 7 Mds USD). Ce double effet (quantité et prix) viendra également fragiliser plusieurs économies d'Afrique Centrale ou Australe exportatrices de matières premières industrielles, telles que la **Zambie**, la **Guinée Équatoriale** et la **République du Congo**, trois pays présentant d'importants problèmes de croissance et de dette publique depuis plusieurs années. Enfin, d'autres « grands » exportateurs de pétroles tels que le **Nigéria** et l'**Algérie** (respectivement 20% et 7% du PIB régional), qui seront principalement affectés par l'effet prix (car exportant principalement vers l'Europe ou les États-Unis), souffrent pour leur part de situations sécuritaires ou politiques encore difficiles : persistance des conflits religieux ou entre éleveurs et agriculteurs dans le 1^{er} pays ; prolongement des mouvements sociaux et de l'incertitude politique dans le 2nd (qui retarde la formation d'un nouveau consensus social pourtant indispensable à la mise en place de réformes indispensables).



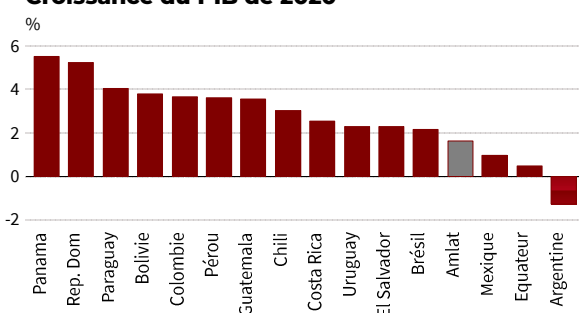
Ces menaces sur la croissance régionale, couplées à la dégradation de la soutenabilité de la dette dans la majorité des pays, ne semblent que peu impacter l'appétit des marchés financiers pour le « risque Africain ». Depuis le début de l'année : i) les spreads souverains restent relativement bas (malgré la hausse récente due au Covid-19, sans « pénalité » particulière pour l'Afrique) ; et ii) l'accès aux marchés de capitaux internationaux est confirmé, comme l'illustre les émissions d'eurobonds d'un Gabon pourtant mal noté par les agences (1 Mds USD à 10 ans ; coupon à 6,63 %) et du Ghana (dont 750 Mn USD à 40 ans ; coupon à 8,75 %).

AMERIQUE LATINE

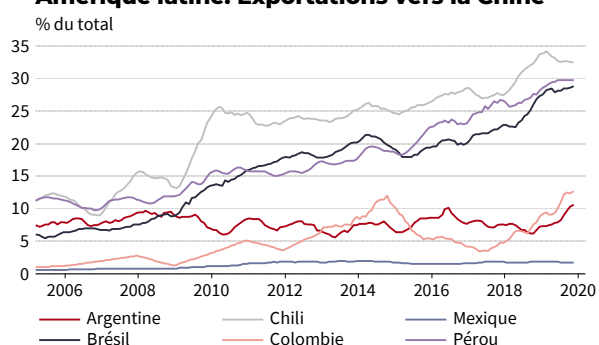
- **La croissance régionale restera décevante**
- **En dehors de l'Argentine, l'inflation reste contenue et inférieure aux objectifs de la banque centrale**
- **Les risques sont à une plus forte baisse de l'activité car la région est dépendante de la demande chinoise de matières premières**

La croissance régionale devrait se contracter en 2020, avec une récession dans les trois principales économies de la région (Brésil, Mexique et Argentine). Ailleurs, la croissance devrait être plus dynamique, bénéficiant d'une demande intérieure plus forte et d'un *policy-mix* favorable. Toutefois, les risques baissiers s'accroissent avec l'épidémie de Covid-19. La région est dépendante des prix des produits de matières premières et de la demande de la Chine, principal partenaire commercial de la plupart des pays de la région. De plus, la persistance de la volatilité financière pourrait réduire la marge de manœuvre de la politique monétaire.

Croissance du PIB de 2020



Amérique latine: Exportations vers la Chine



Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

Au Brésil, la croissance devrait rester plombée car la reprise des investissements n'est que tiède malgré l'adoption de la réforme des retraites en octobre 2019 et d'autres réformes économiques attendues depuis longtemps par le monde des affaires. Le BCB a baissé son taux directeur à 4,25 %, son plus bas niveau historique, car les pressions inflationnistes restent contenues.

Au Mexique, l'activité économique a souffert en 2019 de la faiblesse de l'activité manufacturière et de la baisse de la production pétrolière. De plus, la baisse de la confiance des entreprises laisse présager une faiblesse des investissements dans les prochains trimestres. L'inflation reste sous contrôle à 3 % en glissement annuel en janvier, reflétant la faiblesse de la demande intérieure. En conséquence, la Banque centrale a progressivement réduit son taux directeur depuis juillet 2019, qui reste néanmoins à un niveau très élevé (7 % en janvier). Les incertitudes considérables concernant la politique économique du gouvernement et l'environnement extérieur empêchent la Banque centrale de réduire son taux directeur plus rapidement.

Mexique: Indices d'activité économique

Source : Refinitiv, SG Etudes économiques et sectorielles

En Argentine, le gouvernement est en pourparlers pour restructurer sa dette publique. Le FMI a qualifié la dette publique argentine d'insoutenable, ce qui implique que l'organisation multilatérale exige une forme de restructuration de la dette publique du pays. Le service de la dette en 2020 s'élève à 50 Mds USD (près de la moitié en monnaie locale), dont la majeure partie est constituée de titres régis par le droit local. L'activité économique devrait rester en récession en 2020, tandis que l'inflation devrait également rester élevée. Enfin, des contrôles stricts sur les capitaux resteront vraisemblablement en place jusqu'à la fin des négociations sur la dette.

Les plus petites économies connaissent une croissance robuste. Toutefois, celle-ci reste bien inférieure à la croissance enregistrée lors du dernier cycle de hausse des prix des matières premières, et par ailleurs elle est exposée à une extension de la crise du Covid-19.

Au Chili, en Colombie et au Pérou, les autorités mettent en œuvre un ensemble de politiques expansionnistes. Contrairement aux grandes économies de la région, ces pays disposent d'une assez grande marge de manœuvre pour mettre en œuvre des politiques anticycliques. La Colombie et le Pérou ont des excédents budgétaires primaires. Le Chili a un déficit budgétaire primaire modéré et les trois pays ont de faibles ratios de dette publique. Ils ont également de faibles taux d'inflation, ce qui a permis aux banques centrales de poursuivre un cycle de réduction des taux.

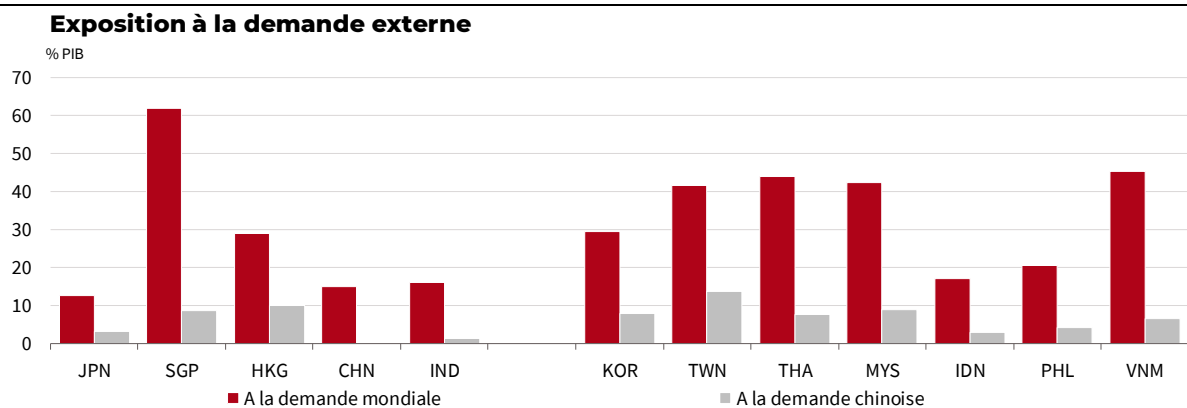
ASIE ÉMERGENTE

- **La conjoncture se détériore avec l'épidémie de Covid-19**
- **Un policy-mix réactif devrait toutefois pouvoir soutenir la demande domestique malgré une marge de manœuvre plus limitée**
- **Le durcissement des conditions de liquidité internationale est un risque pour les pays ayant des besoins de financement extérieur**

La croissance dans la région est frappée par la propagation du Covid-19 qui se rajoute aux facteurs négatifs précédents (guerre commerciale et cycle baissier du secteur des semi-conducteurs) qui se sont à peine estompés et qui ont déjà pesé sur la conjoncture de la région depuis 2018. Le PIB devrait donc décélérer en 2020 puis reprendre en 2021.

Les pays qui ont une dépendance des recettes de tourisme international sont les plus directement frappés par la pandémie. En Thaïlande le poids du secteur est élevé, à hauteur de presque 13 % du PIB. Hong Kong, déjà en récession suite à la guerre commerciale sino-américaine et aux mouvements sociaux, devrait encaisser un choc supplémentaire : les recettes liées au tourisme représentent 11,5 % du PIB. La Malaisie et le Vietnam sont également exposés avec des dépenses des touristes internationaux à hauteur respectivement de 6 % et 4 % du PIB.

Plusieurs économies sont dépendantes de la demande globale



Source: OECD, Refinitiv, SG Economics & Sector Studies

Les pays les plus exposés à la demande finale chinoise et plus généralement à celle de l'économie mondiale verront leur croissance très impactée par la détérioration de la demande externe. Taiwan, la Thaïlande, la Malaisie et le Vietnam sont les économies les plus ouvertes de l'Asie émergente hors Chine et Inde et donc les plus sensibles à l'évolution de la demande mondiale. Leur degré d'exposition à la demande finale chinoise est semblable sauf le Vietnam qui a une exposition à la demande chinoise relativement peu élevée par rapport à celle à la demande mondiale. A cette liste se rajoute la Corée du Sud qui, malgré son moindre degré

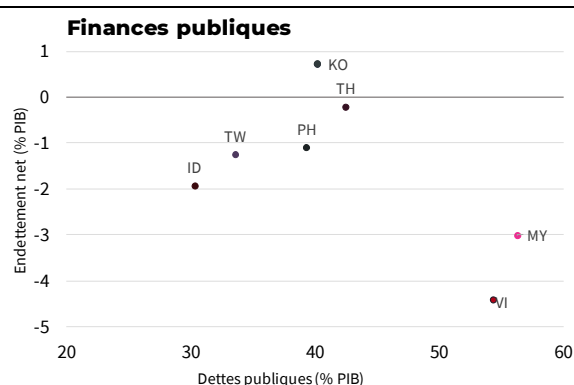
d'exposition à la demande mondiale est autant exposée à la croissance chinoise que la Thaïlande. Tous les pays seront donc impactés et le coup de frein de la Chine au T1-20 se sentira de plein fouet. De plus, certains pays notamment la Corée du Sud sont eux-mêmes affectés par le Covid-19 et vont aussi enregistrer un impact direct sur la demande interne.

Face à ce risque de dépression, des mesures de soutien ont été annoncées rapidement dans la région, ce qui va contribuer à modérer le risque. Du côté monétaire, depuis le début 2020, la Malaisie, la Thaïlande, l'Indonésie, les Philippines ont baissé le taux d'intérêt, et le Vietnam a revu à la hausse sa cible de croissance de crédit. Du côté budgétaire, tous les gouvernements ont prévu des dépenses supplémentaires pour soutenir la demande et préserver le secteur des PME.

Ces mesures réactives sont utiles. Notons cependant que la marge de manœuvre n'est pas uniforme. Côté monétaire, si l'inflation est modérée en Asie émergente hors Chine et Inde, en Corée du Sud et en Thaïlande, le taux d'intérêt est devenu aussi bas que pendant la crise Lehman. Côté budgétaire, la Malaisie a une dette publique élevée, à 56 % du PIB et traverse une crise politique qui perturbe l'implémentation des mesures de soutien. Le Vietnam a aussi une dette publique relativement élevée (55 % du PIB).

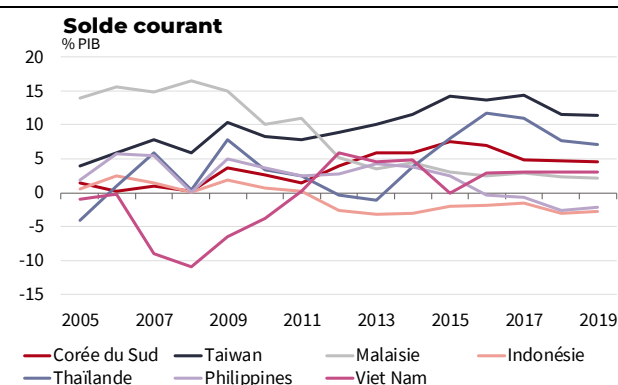
Enfin, la position externe des pays de la région reste relativement saine, offrant un coussin de sécurité en cas de durcissement des conditions de liquidités internationales. En général, ils sont peu dépendants du financement externe et du financement en devises. Seuls les Philippines et l'Indonésie ont un solde courant négatif, ce qui pourrait constituer une fragilité vis-à-vis de la volatilité des flux internationaux.

Marge de relance fiscale réduite pour certains



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

Besoin de financement externe chez certains



Source : FMI, SG Études économiques et sectorielles

PAYS DU GOLFE

- **Les perspectives économiques de la région sont assombries par la chute du prix du pétrole et par les perspectives de croissance précaires de ses principaux partenaires commerciaux**
- **Les déficits budgétaires devraient se creuser à mesure que les recettes pétrolières diminuent**
- **En Arabie Saoudite, le secteur des loisirs et des divertissements soutient la croissance du PIB dans le secteur pétrolier hors hydrocarbures**

La région continue à enregistrer de la croissance, mais la baisse des revenus pétroliers, les perspectives économiques précaires pour les principaux partenaires commerciaux (Chine, Europe) et les niveaux élevés d'incertitude géopolitique sont des vents contraires. La croissance du PIB hors hydrocarbures dans le CCG s'est considérablement ralentie depuis 2015. Elle devait se situer dans une fourchette de 2 à 3 % en 2020, loin de la norme de croissance de 7,5 % pour la période 2000-15, lorsque le CCG a bénéficié d'une rente pétrolière croissante et a connu une expansion rapide des infrastructures.

Le Covid-19 pèsera sur la croissance via une demande mondiale plus faible. Pourtant, le plus grand risque pour le CCG vient de l'effondrement des prix du pétrole qui en résulte. L'épidémie ayant entraîné une baisse de la demande de pétrole et l'OPEP+ n'ayant pas consenti à réduire l'offre globale, le prix du pétrole a accentué sa tendance à la baisse. Il accumule une perte de près de 50 % depuis le début de l'année. Les prix du pétrole pourraient rester bas, surtout si les producteurs tentent de contrecarrer la baisse des prix par la hausse de l'offre et du volume des ventes.

Le canal de transmission de la crise de Covid-19 comprend également des liens sectoriels. Les EAU sont confrontés à l'impact de la crise sur le trafic aérien et le commerce. L'Arabie Saoudite devrait faire face à des retards dans des projets d'expansion en coopération avec des constructeurs chinois, mais les difficultés devraient être temporaires. Au niveau macroéconomique, l'impact du Covid-19 devrait être fort au premier semestre 2020, mais l'activité devrait reprendre rapidement avec le retablisement de l'économie chinoise.

Les plans nationaux de développement économique à long terme envisagés par les gouvernements du CCG sont axés sur la modernisation de l'économie, le développement des énergies renouvelables et les efforts visant à isoler les revenus de la volatilité des prix du pétrole. Les mesures de nationalisation de la main-d'œuvre sur le marché du travail du Golfe ont entraîné un flux de sortie de travailleurs migrants des pays du Golfe, ce qui a nui aux dépenses de consommation locales. De nombreux secteurs aux EAU travaillent avec une capacité excédentaire et le marché de l'immobilier est toujours en difficulté. En Arabie saoudite, le secteur

des loisirs et des divertissements, soutenu par le gouvernement, fait augmenter la croissance du PIB. Pour l'avenir, le défi consiste à créer les conditions qui permettront au secteur privé de jouer un rôle plus important dans l'économie.

Les déficits budgétaires sont en passe de devenir une caractéristique structurelle. Les prix du pétrole qui équilibrent les finances publiques ont généralement baissé depuis 2014 grâce à des mesures d'austérité, notamment une réforme fiscale en Arabie saoudite (introduction réussie d'une TVA de 5 %), aux Émirats arabes unis et à Bahreïn) et la diminution des subventions et des transferts sociaux. Toutefois, le prix « breakeven » est toujours beaucoup trop élevé par rapport aux prix du pétrole actuels pour équilibrer les budgets nationaux dans la plupart des pays du CCG.

Prix du pétrole au seuil de rentabilité, \$/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, octobre 2019, SG Études économiques et sectorielles

Pour compenser les pertes de revenus, les gouvernements ont été très actifs sur les marchés internationaux de la dette. L'Arabie saoudite a également vendu 1,5 % des parts d'Aramco, la géante pétrolière nationale, pour lever des fonds afin de moderniser l'économie (25,6 Mds USD levés, soit la plus importante introduction en bourse de l'histoire).

Depuis plus de trois décennies, les économies du CCG ont bénéficié de l'ancrage de leur monnaie au dollar, permettant une grande stabilité monétaire. La volatilité des prix du pétrole et les programmes de diversification peuvent conduire à reconsidérer cette stratégie à un moment donné. Toute réforme du régime de change ne se fera pas à la hâte. Toutefois, Bahreïn ou Oman, qui ont d'importants déficits extérieurs, pourraient être confrontés à des pressions spéculatives sur les devises s'ils devaient faire face à une période prolongée de dépression des prix du pétrole.

Les préoccupations géopolitiques semblent devoir rester une source d'incertitude. L'attaque de missiles visant les installations pétrolières saoudiennes en septembre 2019 a fait craindre une confrontation directe entre le Royaume et l'Iran. Le blocus imposé au Qatar depuis 2017 par ses voisins les plus proches réduit les perspectives commerciales des entreprises ayant une activité dans toutes les économies du CCG.

Sur une note positive, l'Arabie saoudite préside et accueille le G20 en 2020, confirmant l'intention du pays d'assumer une position d'ouverture sur la scène internationale. 2020 est également l'année de l'exposition universelle de Dubaï et la région attirerait l'attention du monde des affaires.

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE

- **Le découplage entre la croissance des PECO et celle de la zone euro se réduit depuis fin 2019 ; l'activité devrait décélérer en parallèle avec la zone euro en 2020-21**
- **L'inflation a passé son pic et devrait décélérer en 2020 dans un contexte de baisse des prix du pétrole**
- **Une intensification supplémentaire de la crise du Covid-19 aurait un impact significatif sur la région, particulièrement intégrée dans les chaînes de valeur mondiales**

Depuis fin 2019, la croissance du PIB en Europe centrale et orientale (PECO) a commencé à décélérer, en lien avec le ralentissement en cours dans la zone euro. Le découplage de la croissance des PECO vis-à-vis de la zone euro observé depuis deux ans s'estompe, en raison d'un contexte international moins favorable et des contraintes de capacité accrues. Les vacances d'emplois ont en effet atteint des sommets historiques, alimentant la hausse des salaires. Dans ce contexte, les marges des entreprises sont en baisse.

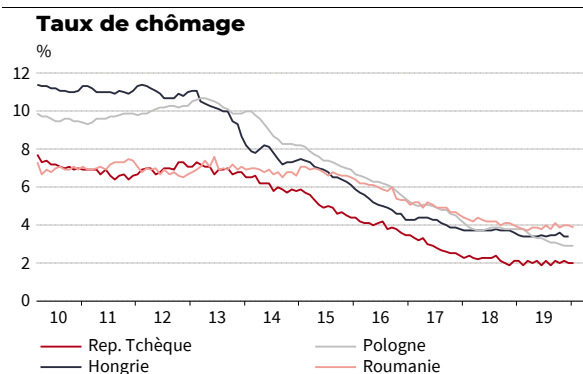
La Turquie reste un cas particulier. Après la crise de 2018, la croissance a repris avec un rebondissement notable de l'activité manufacturière à la fin de 2019. Le nouveau programme économique pour 2020-2022, qui vise une croissance de 5 %, est toujours irréaliste. Les grands conglomérats turcs doivent encore s'adapter à la hausse du coût du service de la dette extérieure, car la lire a chuté par rapport au dollar depuis 2018 et les investissements risquent d'en pâtir.

Alors que l'épidémie de Covid-19 pèse sur l'activité mondiale, la croissance du PIB régional continuera de ralentir en 2020-21, dans un contexte de récession industrielle et de baisse de la croissance des principaux partenaires commerciaux de la région en zone euro. Néanmoins, une consommation privée dynamique, l'apport des fonds structurels européens et des politiques budgétaires accommodantes devraient atténuer le choc. La Pologne et la Hongrie resteront les pays d'Europe les plus performants, suivis par la République Tchèque, plus affectée par les faibles performances du secteur automobile allemand. La consommation privée - principal moteur de la croissance - sera soutenue par une forte croissance des salaires. Par ailleurs, l'investissement public bénéficiera des fonds structurels de l'UE disponibles pour la période 2014-20. Jusqu'à présent, les PECO n'ont absorbé que 30 % à 40 % des fonds disponibles, et il existe un potentiel de hausse dans les années à venir.

L'inflation régionale a atteint un pic en mai 2019 et est restée supérieure à 2 % jusqu'en mars 2020, alimentée par une croissance dynamique des salaires, une demande intérieure résiliente et une hausse des prix alimentaires. Dans un contexte marqué par une demande extérieure atone et une BCE accommodante, les banques centrales de Hongrie, de Pologne et de Roumanie ont maintenu leur taux en mars.

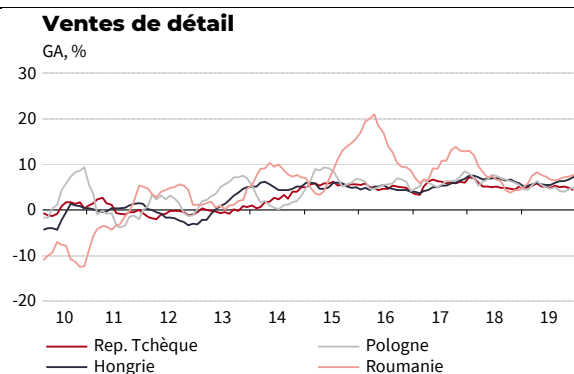
La baisse des prix du pétrole (43 USD/baril attendu en 2020) entraînera une période de désinflation cette année. En 2021-22, l'inflation pourrait de nouveau augmenter avec le rebond des prix pétroliers.

L'amélioration significative des marchés du travail a soutenu la consommation privée



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Dans ce contexte, les ventes au détail ont affiché une forte dynamique



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

Plusieurs risques sont à surveiller dans la région.

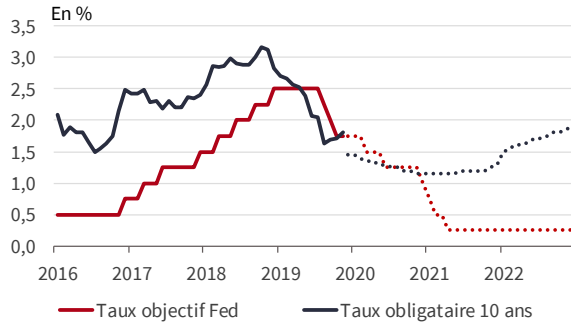
Compte tenu du niveau élevé d'intégration des PECO dans les chaînes de valeur mondiales, une crise Covid-19 de longue durée aurait un impact significatif sur l'activité dans la région, en particulier dans l'industrie automobile et le secteur électronique (les deux secteurs les plus intégrés). En effet, la région affiche la proportion d'intrants importés dans les exportations la plus élevée au monde (29 % pour les PECO, contre 27 % pour l'ASEAN et 16 % pour la zone euro).

En Roumanie, les déséquilibres macroéconomiques continuent de se creuser. En 2019, les déficits courant et budgétaire ont respectivement atteint 5 % et 4,5 % du PIB. Dans ce contexte, la Commission Européenne a ouvert une procédure de déficit excessif en mars 2020. La nouvelle loi sur les retraites prévoit des fortes augmentations de retraite (+15 % déjà appliquées en sept. 2019, +40 % prévues pour sept. 2020), ce qui creuserait encore ces déficits jumeaux. Le risque d'une correction plus abrupte de la croissance et de plus forte volatilité du RON augmente.

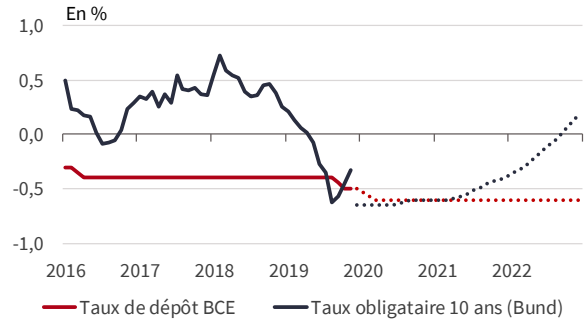
Enfin, une diminution des fonds structurels européens sur la période 2021-27 aurait un impact négatif sur la croissance à moyen terme, alors que la région souffre déjà d'une baisse tendancielle de sa population active. Plusieurs pays européens ont signé une déclaration fin 2019 affirmant que le montant des fonds structurels européens - principal moteur de l'investissement dans les PECO - devrait rester inchangé entre les périodes 2021-27 et 2014-20. A ce titre, la sortie du Royaume-Uni entraîne la perte d'une contribution annuelle nette d'environ 10 Mds EUR.

DONNEES ECONOMIQUES ET FINANCIERES

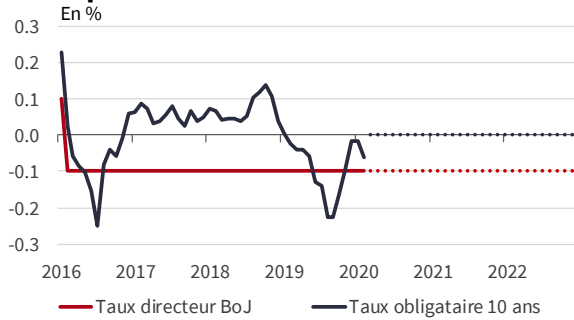
Etats-Unis : taux d'intérêt



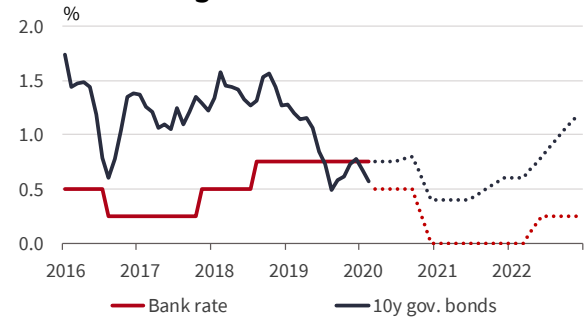
Zone euro : taux d'intérêt



Japon : taux d'intérêt



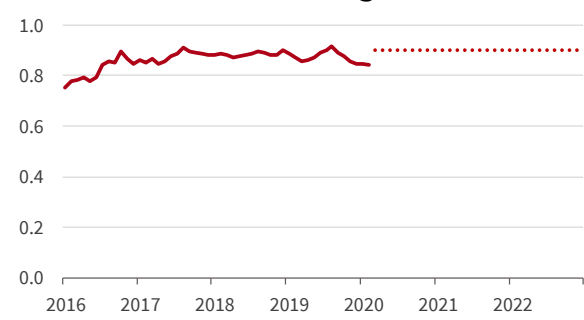
United Kingdom: interest rates



EUR/USD : taux de change



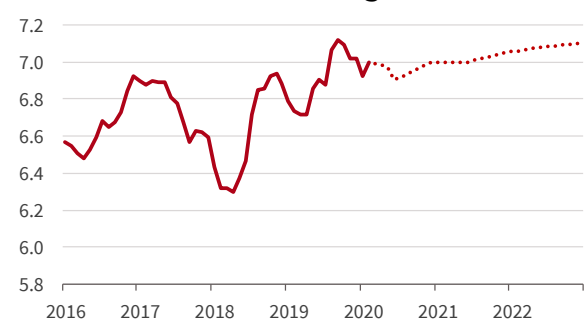
EUR/GBP : taux de change



USD/JPY : taux de change



USD/RMB : taux de change



PIB en volume, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.3	-0.1	1.5	1.7
Japon	0.3	1.3	0.5	2.2	0.3	0.7	-1.1	0.8	0.7
Royaume-Uni	2.6	2.4	1.9	1.9	1.3	1.4	-0.3	1.1	1.3
Zone euro	1.4	2.0	1.9	2.7	1.9	1.2	-0.4	0.8	1.1
Allemagne	2.2	1.5	2.1	2.8	1.5	0.6	-0.5	0.8	1.0
France	1.0	1.0	1.0	2.4	1.7	1.3	-0.4	0.8	1.1
Italie	0.1	0.7	1.4	1.7	0.7	0.3	-1.1	0.7	0.9
Espagne	1.4	3.8	3.0	2.9	2.4	2.0	0.0	1.2	1.4
Chine	7.3	6.9	6.8	6.9	6.7	6.1	4.0	6.0	5.2
Inde	7.4	8.0	8.3	7.0	6.1	5.1	5.2	6.0	5.7
Brésil	0.5	-3.5	-3.3	1.3	1.3	1.1	-0.5	2.1	2.0
Russie	-0.2	-2.3	0.3	1.6	2.2	1.3	0.8	1.2	1.5

Inflation, %	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	1.7	0.2	1.3	2.0	2.5	1.9	1.1	2.2	2.1
Japon	2.8	0.8	-0.1	0.5	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
Royaume-Uni	1.5	0.1	0.6	2.7	2.5	1.8	1.1	1.7	1.9
Zone euro	0.4	0.2	0.2	1.5	1.8	1.2	0.7	1.6	1.3
Allemagne	0.8	0.7	0.4	1.7	1.9	1.4	0.9	1.5	1.3
France	0.7	0.0	0.3	1.2	2.1	1.3	1.3	1.4	1.2
Italie	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.2	0.6	0.0	1.0	1.0
Espagne	-0.2	-0.6	-0.3	2.0	1.7	0.8	0.2	2.0	1.5
Chine	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	3.1	1.6	2.4
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	4.5	4.0	4.0

Investissement, % GA	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	6.6	3.4	1.9	4.2	4.6	1.3	-3.3	2.5	2.5
Japon	2.9	1.7	-0.3	4.3	1.1	1.5	-1.4	0.8	0.7
Royaume-Uni	6.6	3.7	3.6	1.6	-0.2	0.4	-0.1	1.3	3.9
Zone euro	1.4	4.5	4.0	3.7	2.4	4.2	-2.5	-0.2	1.3
Allemagne	3.2	1.2	3.6	3.1	3.5	2.7	-2.1	-1.7	1.1
France	0.0	0.9	2.5	5.0	2.8	3.6	-0.2	1.1	1.4
Italie	-2.1	1.6	4.2	3.4	2.9	1.4	-1.6	0.4	1.3
Espagne	4.1	4.9	2.4	5.9	5.3	1.9	-1.7	0.8	1.4
Chine	6.9	7.3	6.8	5.8	6.2	4.3	4.8	4.5	3.9
Inde	2.6	6.5	8.5	7.2	9.8	-3.2	1.5	5.5	3.8
Brésil	-4.2	-13.9	-12.1	-2.6	3.9	2.2	-3.3	3.8	3.8
Russie	-0.7	-10.0	1.0	5.1	2.5	0.8	0.4	0.6	1.2

Solde courant % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.4	-2.3	-3.6	-4.4	-4.6
Japon	0.8	3.1	3.9	4.2	3.5	3.6	3.4	3.5	3.5
Royaume-Uni	-4.8	-4.9	-5.2	-3.5	-3.9	-3.8	-3.0	-3.5	-3.2
Zone euro	2.4	2.8	3.2	3.1	3.1	3.0	3.4	3.3	3.2
Allemagne	7.0	8.5	8.4	7.8	7.6	7.4	6.5	6.1	5.8
France	-1.0	-0.4	-0.6	-0.7	-0.6	-0.8	-0.3	-0.2	-0.2
Italie	1.9	1.4	2.6	2.7	2.6	3.1	3.4	3.3	3.4
Espagne	1.7	2.0	3.2	2.7	1.9	2.0	2.4	2.3	2.4
Chine	2.2	2.7	1.8	1.6	0.4	1.2	0.9	0.7	0.6
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

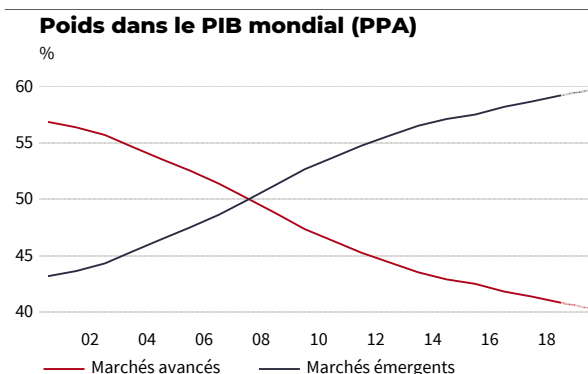
Solde public, % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	-5.3	-4.7	-5.4	-4.3	-6.6	-7.3	-8.6	-8.5	-8.4
Japon	-5.6	-3.8	-3.7	-3.2	-3.2	-3.0	-3.5	-3.0	-2.8
Royaume-Uni	-5.6	-4.6	-3.3	-2.5	-2.2	-2.0	-2.7	-3.0	-3.1
Zone euro	-2.4	-2.0	-1.6	-1.1	-0.7	-1.1	-2.3	-1.8	-1.7
Allemagne	0.3	0.7	0.8	1.2	1.9	0.4	-0.9	-0.4	-0.3
France	-3.9	-3.6	-3.5	-2.8	-2.5	-3.1	-3.7	-3.4	-3.2
Italie	-3.0	-2.6	-2.4	-2.4	-2.2	-1.6	-3.4	-2.8	-2.6
Espagne	-5.9	-5.2	-4.3	-3.0	-2.5	-2.0	-2.7	-2.5	-2.3
Chine	-0.9	-2.8	-3.1	-3.0	-2.8	-2.8	-3.5	-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	-7.2	-6.7	-8.0	-7.0	-6.0
Russie	-1.1	-3.4	-3.7	-1.5	2.9	1.0	-1.0	-0.5	-0.6

Dettes publique, % du PIB	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020f	2021f	2022f
Etats-Unis	74	75	77	76	78	78	84	87	90
Japon	236	232	236	235	237	238	240	241	241
Royaume-Uni	86	87	87	86	86	85	85	86	8
Zone euro	96	94	94	92	90	89	91	91	91
Allemagne	76	72	69	65	62	60	60	59	59
France	95	96	98	98	98	99	101	102	104
Italie	135	135	135	134	135	135	140	141	141
Espagne	101	99	99	99	98	97	99	99	98
Chine	40	41	37	36	36	37	38	38	38
Inde	67	69	68	68	68	69	69	68	67
Brésil	56	66	70	74	77	79	84	86	87
Russie	16	16	16	15	15	16	18	18	19

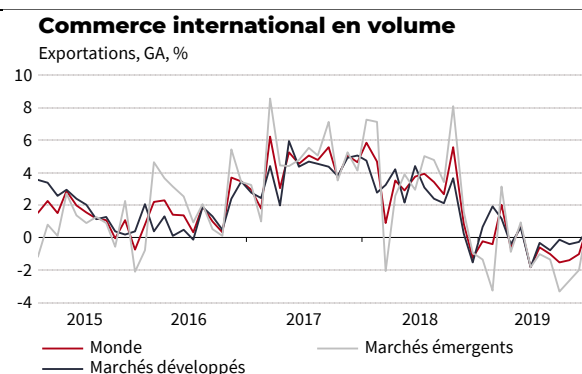
Données à fin 2018	PIB, courant	PIB par hab.	Endettement			Position extérieure globale, net
			Public	Privé, entrep. non fin.	Privé, ménages	
			Milliards USD	USD, PPA	% du PIB	
Marchés développés						
Etats-Unis	20 580	62 869	99	47	76	-46
Japon	4 972	44 246	216	91	59	62
Royaume-Uni	2 829	45 741	108	66	84	-12
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	149	52	16
Inde	2 719	7 859	68	45	11	-16
Brésil	1 868	16 146	88	42	29	-32
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 Études 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 : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles



Source : Refinitiv, SG Études économiques et sectorielles

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

Simon RAY

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

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@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