

# ECO PERSPECTIVES

1<sup>er</sup> trimestre 2019 (achevé de rédiger le 22 janvier 2019)

## Editorial **Une conjoncture dominée par l'incertitude**

Le ralentissement se généralise. Si l'on pouvait s'attendre à une normalisation de la croissance, plusieurs sources d'incertitude (crainte de guerre commerciale, Brexit, fermeture de services publics aux Etats-Unis, etc.) ont agi comme des vents contraires. Des mesures ont déjà été annoncées en Chine et, aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine a insisté sur sa patience (face à l'inflation) et sa flexibilité pour adapter sa politique.

p. 2



### Etats-Unis

p.3

Atterrissage



### Zone euro

p.5

Vingt ans, et un sérieux ralentissement



### Allemagne

p.7

Retournement de conjoncture



### France

p.9

2019, nouvelle année test



### Italie

p.11

Risque de récession



### Espagne

p.13

La croissance ralentit mais le redressement se poursuit



### Chine

p.15

La relance budgétaire : l'option à privilégier



### Inde

p.17

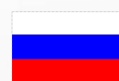
Une fin de mandat en demi-teinte pour Narendra Modi



### Brésil

p.19

Une nouvelle ère



### Russie

p.21

2019 : une année plus incertaine



### Royaume-Uni

p.23

Actualité du Brexit



### Global (COP 24)

p.24

Peu d'avancées dans les négociations sur le climat

## Synthèse des prévisions

p.26

DIRECTION DES ETUDES  
ECONOMIQUES

**Eco**  
PERSPECTIVES



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# Éditorial

## Une conjoncture dominée par l'incertitude

*Le ralentissement se généralise. Si l'on pouvait s'attendre à une normalisation de la croissance, plusieurs sources d'incertitude (crainte de guerre commerciale, Brexit, fermeture de services publics aux Etats-Unis, etc.) ont agi comme des vents contraires. Des mesures ont déjà été annoncées en Chine et, aux Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine a insisté sur sa patience (face à l'inflation) et sa flexibilité pour adapter sa politique.*

La nature humaine est encline à l'aversion au risque : elle est plus sensible à une perte qu'à un coût d'opportunité. Ainsi, un ralentissement génère-t-il presque inévitablement un inconfort, plus par crainte de ce qui pourrait arriver qu'à cause d'une pression sur les bénéfices ou les revenus. Les ménages reportent des dépenses importantes, les entreprises réduisent leurs budgets d'investissement, les banques se montrent plus circonspectes dans l'octroi de crédits. En résumé, une croissance ralentie génère, de manière endogène, de l'incertitude qui renforce cette dynamique d'essoufflement.

Depuis plusieurs mois, des chocs exogènes résultant de choix politiques sont venus compléter cette toile de fond : les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, la menace de mesures protectionnistes américaines visant le secteur automobile européen, la fermeture de services publics aux Etats-Unis et, en Europe, le Brexit pour lequel, environ deux mois avant la date de sortie de l'Union européenne, le flou reste complet.

A cela s'ajoutent des facteurs spécifiques à certains pays : normes anti-pollution touchant le secteur automobile européen, notamment en Allemagne et en France, mouvements sociaux en France, incertitude entourant le budget italien qui, malgré l'accord trouvé avec Bruxelles pour 2019, a eu un impact durable sur les taux d'intérêt, mais aussi les efforts de la Chine pour maîtriser l'évolution du crédit qui ont contribué au ralentissement structurel, etc. Tout ceci s'est traduit par une tendance à la baisse des indicateurs d'enquête depuis début 2018 dans la plupart des pays et, plus récemment, des chiffres de croissance. De plus, vers la fin de l'année, le ralentissement a fini par l'emporter aux Etats-Unis, un pays qui a longtemps résisté aux vents contraires grâce à une politique budgétaire expansionniste.

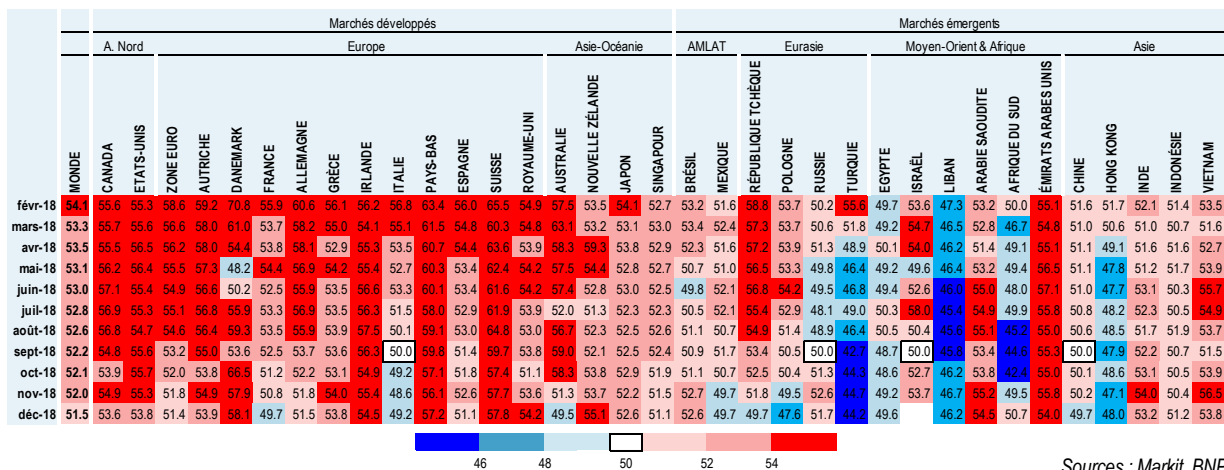
Face à la baisse de ces indicateurs, le ton des banquiers centraux s'est beaucoup adouci depuis le début de 2019. Jerome Powell a insisté sur la patience de la Réserve fédérale américaine - l'inflation restant sous contrôle - et sur sa flexibilité, envoyant le message implicite, mais clair, que la Fed ne restera pas passive devant une éventuelle détérioration des perspectives. Mario Draghi a insisté, devant le Parlement européen, sur le fait que les chiffres avaient été inférieurs aux attentes et pour une période plus longue qu'attendu. Il n'est donc pas acquis que la première remontée du taux de dépôt intervienne à l'automne prochain. En Chine, la banque centrale a abaissé les coefficients de réserve, ce qui permettra aux banques d'augmenter leur volume de crédit.

Ces signaux positifs ne changent pas vraiment la donne. Le ralentissement de l'économie mondiale ne reflète pas des difficultés de financement ou des taux d'intérêt réels élevés. Il traduit des doutes quant à la pérennité de l'expansion, en grande partie alimentés par la montée des incertitudes. C'est pour cette raison qu'en Chine, les mesures budgétaires (baisse d'impôts pour stimuler les dépenses, émission d'obligations pour financer des investissements en infrastructure) devraient avoir plus d'impact que les mesures monétaires. Plus fondamentalement, il est urgent de lever les sources d'incertitude afin d'éviter qu'un simple ralentissement ne devienne plus sérieux. Plusieurs signaux récents suggèrent un léger mieux dans les négociations entre les Etats-Unis et la Chine dont les intérêts sont alignés : il faut éviter un recul de la croissance. En revanche, du côté du Brexit, l'observation selon laquelle logiquement une sortie sans accord est à exclure, en raison de conséquences trop négatives, a tout son sens. Pourtant, la crainte persiste et continue d'agir comme un vent contraire pour le Royaume-Uni et l'Union européenne.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com

### Carte thermique des PMI manufacturiers



Sources : Markit, BNP Paribas



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

# Etats-Unis

## Atterrissage

*L'hypothèse d'un franc ralentissement de l'économie américaine se matérialise chaque jour un peu plus, en raison de l'interruption partielle des services fédéraux (shutdown) mais pas seulement. Les désordres créés par la guerre tarifaire avec la Chine, la réappréciation du risque sur les marchés obligataires ou d'actions, l'atterrissage du secteur de l'énergie, l'effritement des indices immobiliers : tout présage d'une conjoncture moins riante. Une appréciation partagée par la Réserve fédérale des Etats-Unis, qui délivre un discours plus prudent, et suspend la remontée des taux directeurs aux publications macroéconomiques à venir.*

Le vent tourne aux Etats-Unis et, comme souvent lorsqu'il s'agit de la première économie de marché de la planète, c'est la Bourse qui donne l'alerte. Sur les trois derniers mois de 2018, le cours des actions a chuté de 15% ; à défaut d'un krach, il s'agit d'une correction sérieuse, qui anticipe une normalisation probable des résultats d'entreprises<sup>1</sup>.

### ■ Retour de flamme

Il ne faut pas s'en étonner. Alors que l'effet des baisses d'impôts s'estompe, la guerre commerciale du président Trump fait ses premières victimes dans les rangs américains. En décembre 2018, l'indice des entrées en commande à l'industrie a perdu onze points, subissant sa plus forte baisse depuis celle occasionnée par la faillite de Lehman Brothers, il y a un peu plus de dix ans (graphique 2). Dans la région industrielle et exportatrice de Philadelphie, les enquêtes de la Réserve fédérale (Fed) dénotent des anticipations déprimées.

Avec un baril de brut déprécié de 25%<sup>2</sup>, le secteur de l'énergie est moins à la fête. Très endetté, il voit ses conditions de financement se durcir (ses primes de risque s'écarter) et sa valorisation boursière atterrir. Les conséquences immédiates sont un frein sur l'investissement et la production dans les gaz et pétrole de schistes, qui ont battu des records en 2018 ; elles s'apprécieront diversement selon le degré d'attention que l'on porte à la transition énergétique (cf. article en page 24).

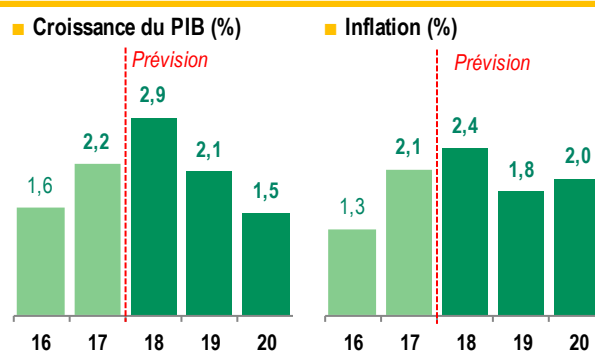
Avec la hausse des taux hypothécaires, l'immobilier fléchit. L'indice de la National Association of Home Builders (NAHB) cède du terrain, promettant à terme un recul des mises en chantier et un tassement des prix. Le soutien ne viendra pas du gouvernement fédéral, qui, pour ne rien arranger, est contraint à une fermeture partielle (cf. encadré). Ce *shutdown*, déjà le plus long de l'histoire, coûterait à l'activité entre 5 et 10 milliards de dollars par semaine<sup>3</sup> ; encore peu visibles fin 2018, ses effets se ressentiraient surtout au premier trimestre de 2019, où la croissance (exprimée en rythme annuel) se verrait amputée de près d'un point.

<sup>1</sup> Du 20 septembre 2018 (dernier point haut) au 31 décembre 2018, l'indice Standard & Poor's 500 a reculé de 14,5% ; dans le même temps, les analystes révisaient en baisse leurs estimations de bénéfices par action.

<sup>2</sup> Le 16 janvier 2019, le baril de pétrole (Brent) cotait 61 dollars, en baisse de 25% par rapport au précédent point haut de début octobre 2018.

<sup>3</sup> Fourchette d'estimations basée sur les études du coût du *shutdown* de l'automne 2013. Cf. Committee for A Responsible Federal Budget (2013), *The Economic Cost of the Shutdown*, Octobre.

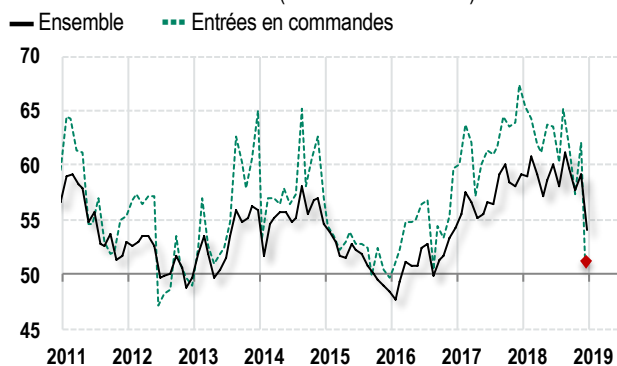
## 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

## 2- Coup de froid

### Indice des directeurs d'achat (secteur manufacturier)



Source : Institute for Supply Management

### ■ Changement de ton à la Fed

Après avoir augmenté neuf fois de suite le loyer de l'argent pour le porter à 2,50% (limite haute), la Réserve fédérale laisse entrevoir une pause. Avant même le *shutdown*, les membres du Comité de la politique monétaire tempéraient leur diagnostic conjoncturel ainsi que les anticipations de hausse des taux. Leur dernier compte-rendu de réunion (celle du 12 décembre 2018) présage d'un attentisme prudent, face aux remontées de terrain moins sereines



émanant des chefs d'entreprise, ou aux impondérables tels le Brexit, que la Fed indique surveiller de près<sup>4</sup>.

Ce changement de ton n'a pas été sans conséquence sur les marchés ; en 2019, la courbe des *forwards* de taux d'intérêt n'intègre plus aucun resserrement monétaire, mais plutôt un *status-quo*, voire un léger assouplissement ; sur le compartiment des emprunts d'Etat, les rendements obligataires s'affaissent, leur distribution par échéance devenant quasi étale (graphique 3).

Par le passé, cette configuration a toujours conduit à l'atterrissage de l'économie américaine, et il est peu probable qu'il en aille différemment cette fois-ci. L'aplatissement de la courbe des taux alourdit le coût de portage des dettes et contribue à l'inversion de l'effet de levier, auquel les Etats-Unis ont largement eu recours ces dernières années<sup>5</sup>. Voici plusieurs trimestres que le Fonds monétaire international (FMI) alerte sur la plus grande vulnérabilité financière de certains secteurs de l'économie, tels l'énergie, les infrastructures, la santé, les télécommunications (FMI, 2018)<sup>6</sup>. L'Institution relève que la dernière vague d'émission de dette d'entreprise, outre qu'elle marque des records, porte aussi le plus de risques : en 2018, 80% des emprunts souscrits par les investisseurs institutionnels (fonds mutuels ou d'arbitrage, fonds de pensions, assureurs...) étaient « *covenant lite* », c'est-à-dire pratiquement sans garantie ; la moitié des prêts à effet de levier multipliaient par cinq ou plus les résultats opérationnels annuels.

#### ■ Creusement du déficit commercial

Ce sont quelque USD 45 milliards de droits supplémentaires sur les importations annuelles qui s'appliquent depuis 2018. En 2019, l'administration américaine pourrait aller plus loin. Le 17 février, le Département du Commerce livrera ses conclusions quant à « l'atteinte à la sécurité » représentée par les véhicules en provenance de l'Union européenne, ouvrant la voie à une possible surtaxe. Le 1<sup>er</sup> mars, les droits appliqués à la Chine pourraient être à nouveau relevés. Avec quels résultats ?

Le lien hasardeux entre tarification et équilibre des échanges a déjà été souligné dans ces colonnes<sup>7</sup>. De fait, l'inflation des droits de douanes n'a, pour l'heure, aucunement permis de réduire les déficits. Au contraire, la balance commerciale hors pétrole s'est détériorée sur les derniers mois de 2018 ; elle affichait un déficit annuel de USD 800 milliards en octobre, le plus important jamais mesuré. Ironie de l'histoire, c'est vis-à-vis de la Chine, de loin la plus taxée, que le creusement est le plus marqué. Ce constat pourrait-il dissuader le Président Trump d'aller plus loin dans sa guerre tarifaire ? On peut l'espérer, mais il est permis d'en douter.

Jean-Luc Proutat

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

<sup>4</sup> Federal Open Market Committee (2018), Minutes de la Réunion des 18-19 décembre.

<sup>5</sup> Proutat J.L. (2017), *L'économie américaine est-elle en haut de cycle?*, BNP Paribas EcoFlash, Juin.

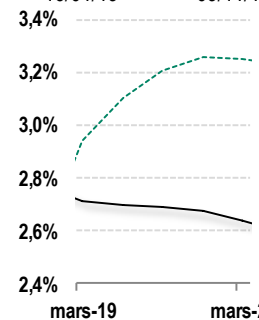
<sup>6</sup> Adrian T., Natalucci F., Piontek T. (2018), *Sounding the Alarm on Leveraged Lending*, IMFBlog, November 15.

<sup>7</sup> BNP Paribas EcoPerspectives du 3<sup>e</sup> trimestre 2018.

### 3- Aplatissements

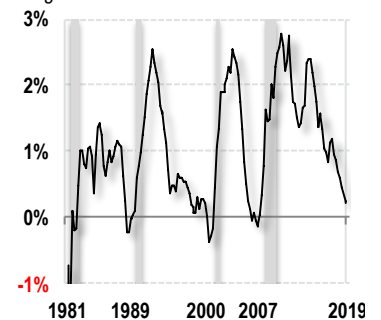
Forwards de taux 3 mois

— 16/01/19    - - - 09/11/18



Ecart de taux 10a - 2a (Treasuries)

En grisé : récessions



Sources : Thomson Reuters, US BEA

### 4- Le plus long *shutdown* de l'histoire

Si elle est loin d'être la première du genre, l'actuelle fermeture partielle (*shutdown*) de l'administration fédérale américaine, en cours depuis le 22 décembre 2018, établit un nouveau record : 27 jours (au 17 janvier), dépassant largement les 21 jours du *shutdown* sous Bill Clinton au tournant de 1995-1996 (versus une durée moyenne de 8 jours). Et, au moment où nous écrivons, il n'y a pas de fin en vue, la question du financement du mur voulu par D. Trump à la frontière avec le Mexique, à l'origine du *shutdown*, n'étant toujours pas résolue. La Maison-Blanche se préparerait à ce que la situation reste bloquée au moins jusqu'au discours sur l'état de l'Union, prévu le 29 janvier. Et le risque d'un nouveau *shutdown* cette année n'est pas à écarter, au moment de la renégociation du plafond de la dette qui se profile autour du mois de septembre.

L'impact négatif sur l'économie transite essentiellement par les effets en cascade du choc de revenu instantané pour les centaines de milliers de fonctionnaires réquisitionnés mais non payés, ceux des services fermés mis en congé sans solde, les contractuels, les sous-traitants, voire les bénéficiaires d'aides sociales, dont le versement pourrait être menacé. Le *shutdown* coûterait de 0,1 à 0,2 point de croissance trimestrielle annualisée par semaine. S'il perdurait sur l'ensemble du premier trimestre, la croissance pourrait se rapprocher de zéro. Lorsque le *shutdown* dure, ses effets négatifs vont en s'accroissant, de manière non linéaire. Une bonne part de la croissance perdue sera toutefois rattrapée les trimestres suivants grâce au versement des arriérés de salaires. Les données d'emploi seront également temporairement impactées.

Le *shutdown* perturbe aussi la publication des données du BEA et du Census Bureau (PIB, ventes au détail, consommation des ménages, commandes de biens durables, mises en chantier et permis de construire, ventes de maisons neuves) mais pas celles du BLS (emploi et prix). Lors de sa réunion de fin janvier et peut-être aussi celle des 19-20 mars, la Fed n'aura donc pas à sa disposition l'ensemble des données habituelles.

Hélène Baudchon

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)



## Zone euro

### Vingt ans, et un sérieux ralentissement

Après 20 ans d'une existence déjà mouvementée, la zone euro entre dans une nouvelle période d'incertitude. Sa croissance fléchit nettement, sur fond de dégradation des indicateurs conjoncturels. Entre chocs temporaires et freins structurels à la croissance, 2019 est exposée à de nombreux risques. Dans ce contexte, et face à une inflation sous-jacente encore trop basse, la Banque centrale européenne (BCE) aborde prudemment cette nouvelle année.

L'année 2017 semble loin. Dès 2018, la croissance a fléchi en zone euro, et les informations conjoncturelles récentes indiquent un ralentissement qui se prolonge autant qu'il se généralise.

#### ■ Des inquiétudes croissantes

La croissance s'est établie à 0,2% t/t au T3 2018, après 0,4% au 1<sup>er</sup> semestre 2018 et 0,7% en moyenne en 2017. Le commerce extérieur explique une part significative de cette performance décevante, alors qu'il avait sensiblement soutenu la croissance en 2017. Les quatre plus grandes économies de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne) ont participé au ralentissement, quoique dans des amplitudes différentes. L'Allemagne et l'Italie ont enregistré une croissance négative au T3 2018 (respectivement 0,2% et 0,1%), tandis que l'Espagne a conservé un dynamisme certain.

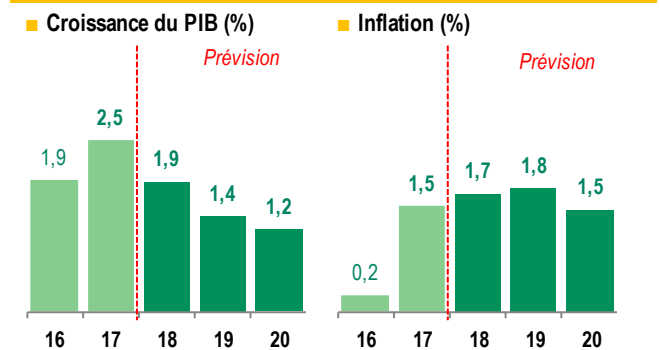
Plusieurs facteurs expliquent ce fléchissement. Tout d'abord, un effet mécanique et attendu, après une année 2017 particulièrement allante. Ensuite, des chocs temporaires localisés, notamment au cœur de l'industrie automobile allemande qui a été freinée par la mise en place de nouvelles normes environnementales. Par ailleurs, le climat actuel d'incertitudes sur le plan politique, en particulier dans le contexte du Brexit, pèse sur la demande interne et externe. Enfin, des contraintes d'offre apparaissent, en lien notamment avec la quasi-fermeture de l'écart de production en 2017 et un taux de chômage à son niveau structurel. Ainsi, de nombreuses entreprises, en Allemagne tout particulièrement, font face à des difficultés croissantes de recrutement.

Les dernières données conjoncturelles indiquent une poursuite du ralentissement. L'indice des directeurs d'achat de la zone euro (PMI composite) a atteint en décembre 2018 un plus bas depuis plus de 3 ans, à 51,1. S'il reste en zone d'expansion (seuil de 50), sa composante « services », qui jusqu'alors résistait, s'inscrit en baisse depuis quelques mois.

Tous les grands pays ont vu leur PMI fléchir en 2018 (graphique 2). L'indice français a en particulier marqué un décrochage brutal en décembre dans le sillage du mouvement des « gilets jaunes ». Par ailleurs, la production industrielle a baissé en novembre dans de nombreux pays de la zone, et en particulier en Allemagne (-1,9% m/m).

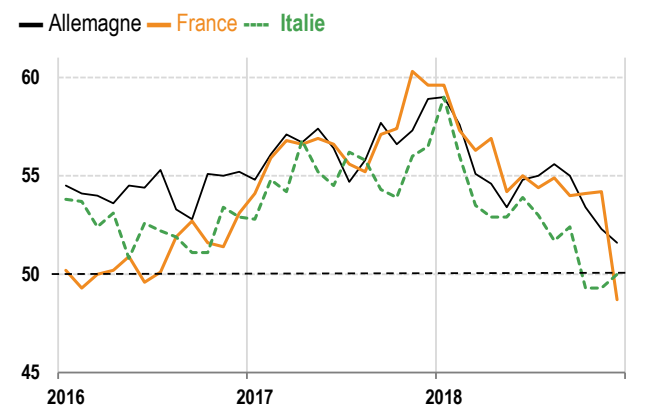
La morosité économique de la fin d'année 2018 et la montée des incertitudes promettent une année 2019 au ralenti et un horizon de prévision entouré d'aléas. Sur le plan commercial, une extension de

#### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

#### 2-PMI composites



Source : Markit

la hausse des droits de douanes américains, notamment sur les véhicules importés de l'Union européenne, freinerait un peu plus l'activité<sup>1</sup>. La baisse prolongée de la croissance en Chine, qui demeure un marché d'exportation important pour l'économie allemande, serait également préjudiciable. L'Allemagne a, en effet, contribué à près de la moitié de la croissance de la zone depuis 2010. Le principal soutien à l'activité pourrait finalement venir de la consommation privée. Le taux de chômage est au plus bas depuis 10 ans, le taux d'emploi progresse et les salaires devraient continuer d'accélérer, dans une ampleur toutefois moindre qu'en

<sup>1</sup> A. Berthou et al., *Coûts et conséquences d'une guerre commerciale : une analyse structurelle*, Rue de la Banque, Banque de France, n°72, décembre 2018

2018. Ces dynamiques soutiendraient la croissance *via* la consommation, elle-même riche en emplois<sup>2</sup>.

### ■ La BCE reste prudente

Dans ce contexte incertain, la Banque centrale européenne (BCE) reste prudente et flexible. Après avoir mis fin aux achats nets d'actifs fin 2018 et s'être engagée à réinvestir pour une période prolongée les titres arrivant à maturité, l'institut d'émission ne met pas fin à l'assouplissement quantitatif. En maintenant la taille de son bilan inchangée, autour de 40% du PIB de la zone euro, par le biais de son programme de réinvestissement, la BCE maintient un « effet stock » qui continuera à faire pression à la baisse sur les taux longs<sup>3</sup>. Les conditions monétaires resteront ainsi accommodantes.

La probabilité d'une remontée des taux en 2019 est faible et reste dépendante de la convergence durable de l'inflation vers sa cible de 2%. En effet, cette dernière fléchit (1,6% en g.a. en décembre 2018 après 1,9% en novembre, c.f. graphique 3), dans le sillage de la baisse des prix du pétrole. La composante sous-jacente peine à augmenter durablement au-delà de 1% et semble pour l'heure résister à l'accélération marquée des salaires en zone euro depuis deux ans.

Un bref regard sur la politique monétaire expansionniste menée depuis 2014 permet de dresser un bilan globalement positif. Les risques de déflation, en particulier, qui étaient une réalité fin 2014 et début 2015, ont été écartés. La mobilisation par la BCE d'outils monétaires non conventionnels et le renforcement de sa *forward guidance* ont permis de consolider la crédibilité de son action et de soutenir l'activité en zone euro, par le biais notamment de la réduction induite des coûts de financement et du soutien au crédit.

### ■ 20 ans après, une convergence difficile

Si la politique monétaire a permis d'amortir les chocs depuis la création de la monnaie unique il y a 20 ans, des défis restent à mener, en termes notamment de convergences réelles.

Depuis sa création, la croissance moyenne de la zone euro a été d'environ 1,4%, mais elle masque des disparités. Si l'Allemagne et la France ont connu des niveaux de croissance comparables (environ 1,4%), l'Espagne a été plus dynamique (1,8%) tandis que l'Italie a affiché de plus fortes difficultés (0,4%).

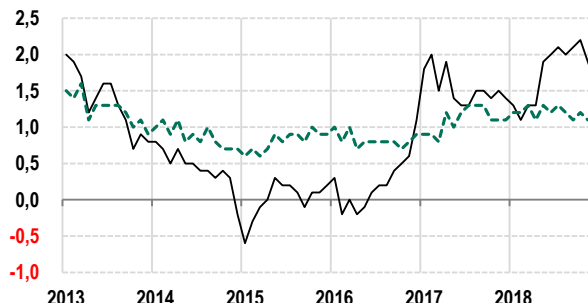
Malgré deux crises économiques profondes, les pays membres de la zone euro affichent aujourd'hui pour la plupart des PIB réels par tête nettement supérieurs à ceux de 1999. Toutefois, la convergence entre les Etats membres a été plus contrastée. Toutes choses égales par ailleurs, en prenant l'Allemagne comme référence, la richesse par habitant tend à diverger depuis la mise en place de l'euro (graphique 4). Cette dynamique peut différer pour des pays ayant rejoint la zone euro plus récemment et encore en phase de rattrapage économique.

<sup>2</sup>R. Anderton et al., *Disaggregating Okun's law-Decomposing the impact of the expenditure components of GDP on euro area unemployment*, BCE, Working Paper Series n°1747, décembre 2014

<sup>3</sup>J. Dalbard et al., *L'arrêt des achats nets d'actifs ne met pas fin au quantitative easing*, Banque de France, décembre 2018

## 3-Inflation

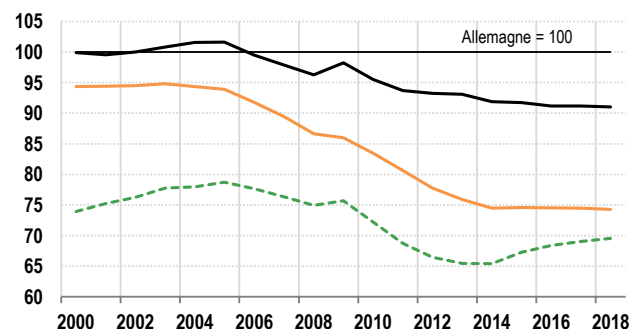
— Inflation totale (en g.a.)  
 ---- Inflation hors énergie et produits alimentaires non transformés (en g.a.)



Source : Eurostat

## 4- PIB réel par tête (en % du PIB par tête allemand)

— France — Italie — Espagne



Sources : Eurostat, AMECO, BNP Paribas

Note : pour la croissance annuelle en 2018, l'acquis de croissance à l'issue du T3 2018 est retenu.

La divergence vis-à-vis de l'Allemagne peut néanmoins être nuancée. En effet, sur les vingt dernières années, la croissance de la population allemande a été quasiment nulle tandis que les démographies française et espagnole sont restées dynamiques. En Italie, malgré une croissance modérée de la population sur la période, le PIB par habitant a en moyenne quasiment stagné.

Louis Boisset

[louis.boisset@bnpparibas.com](mailto:louis.boisset@bnpparibas.com)



# Allemagne

## Retournement de conjoncture

La croissance économique a nettement décéléré depuis le deuxième trimestre 2018, et, d'après les enquêtes auprès des chefs d'entreprise, la situation ne devrait guère évoluer dans les mois à venir. Le secteur manufacturier exportateur est sérieusement affecté par le ralentissement du commerce mondial. Grâce à une politique budgétaire expansionniste, l'économie nationale devrait être le principal moteur de la croissance dans les trimestres à venir. Des mesures de relance supplémentaires pourraient être adoptées en cas de poursuite du ralentissement économique. Cela devrait aussi accroître les chances des partis de la coalition lors des prochaines élections fédérales prévues pour 2021.

### ■ L'économie marque le pas

La croissance a nettement ralenti depuis le deuxième trimestre 2018. Suite aux problèmes rencontrés après l'introduction de nouvelles normes européennes d'émission, l'industrie automobile a accusé de sérieuses pertes de production. De plus, l'interdiction des vieux véhicules diesel dans les centres-villes a également pénalisé les ventes dans ce segment. En novembre, la production automobile était en repli de 12 % par rapport à l'année précédente. Cependant, les problèmes ne concernent pas la seule industrie automobile. La demande à l'exportation a baissé de manière générale suite au fléchissement du commerce mondial. On observe, par ailleurs, un tassement de la consommation privée, malgré des évolutions favorables sur le marché du travail. Le taux d'épargne des ménages a, par conséquent, évolué à la hausse. Seule exception à la morosité ambiante : la construction de logements, portée par la pénurie et des prix en forte hausse. Selon les estimations de Destatis, le PIB a, dans l'ensemble, augmenté de 1,5 % en 2018, en repli d'un point entier de pourcentage par rapport à 2017.

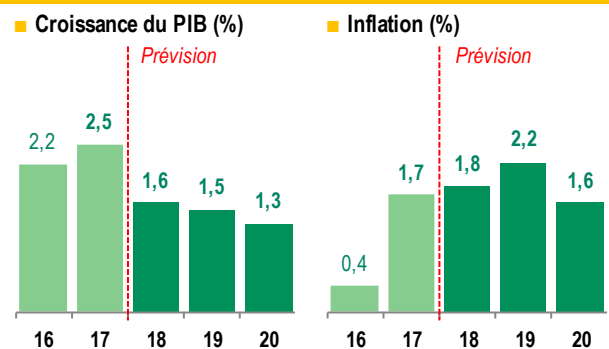
La demande s'essouffle alors que le taux de chômage a poursuivi sa décrue à 3,3 % en novembre, le taux le plus bas de la zone euro, et que les goulets d'étranglement sur le marché du travail ont encore augmenté. Dans le secteur manufacturier, environ un employeur sur quatre évoque des difficultés à recruter. Dans le bâtiment, 10 % des entreprises estiment même qu'il s'agit là du principal facteur limitatif de leur activité. L'économie allemande fait de plus en plus appel à de la main-d'œuvre étrangère. Pendant les douze mois se terminant en octobre 2018, l'économie a créé 700 000 emplois, dont 54 % étaient occupés par des étrangers. Le Parlement allemand a récemment adopté une loi sur l'immigration destinée à faciliter l'accès au marché du travail pour les travailleurs originaires de pays non-membres de l'UE.

Sous l'effet conjugué d'une situation économique favorable et de pénuries grandissantes de main-d'œuvre, les accords salariaux ont abouti à une revalorisation des rémunérations. Au quatrième trimestre 2018, le salaire de base était en hausse de 3,2 % sur un an. Dans le secteur manufacturier, le salaire horaire a progressé de 3,5 %. Toutefois, ces augmentations salariales ne se sont pas encore soldées par une remontée de l'inflation.

### ■ Marge d'assouplissement budgétaire

Au vu des seuls résultats économiques, la Grande coalition actuelle entre conservateurs (CDU/CSU) et sociaux-démocrates (SPD) s'en

### 1- Croissance et inflation



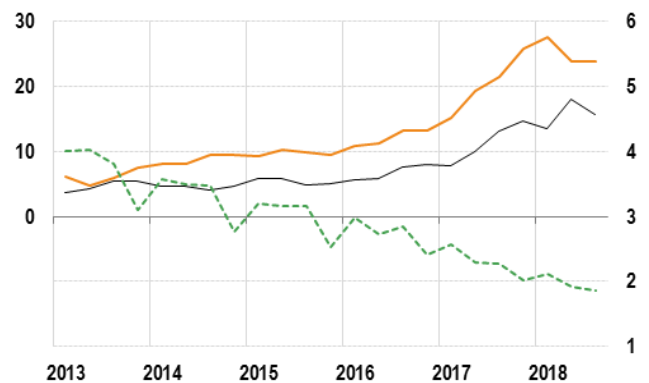
Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Pénurie de main-d'œuvre

% des entreprises rapportant un manque de main-d'œuvre

— Secteur manufacturier — Construction

--- Chômeurs par offre d'emploi (é.d.)



Sources : IFO, IAB; BNP Paribas

sortirait assez bien. Les finances publiques sont en parfaite santé : au titre de 2018, les comptes publics dégagent de nouveau un excédent, estimé à 2 % du PIB. De plus, la dette publique a reculé aux environs de 60 % du PIB, pour la première fois depuis 2002.

De nombreux électeurs sont, néanmoins, mécontents de la coalition comme le montrent les sondages et les résultats de plusieurs élections dans les Länder. Suite aux mauvais résultats de la CDU/CSU aux élections régionales d'octobre dernier, Angela Merkel a annoncé qu'elle renoncerait à la direction de son parti en



décembre et que son mandat de chancelière, qui se termine en 2021, serait son dernier. La CDU a élu à sa tête Annegret Kramp-Karrenbauer (AKK). Ce choix confirme la volonté de la CDU de rester un parti de rassemblement populaire. La CDU/CSU recueille actuellement environ 31 % de voix dans les sondages, soit légèrement moins que lors des élections fédérales de l'année dernière (32,9 %).

Le SPD est dans une situation bien plus difficile encore. Le parti n'obtient que 15 % d'opinions favorables dans les sondages, contre 21 % lors des élections fédérales. De nombreux membres du SPD souhaiteraient que le parti quitte le gouvernement, lorsque le moment sera venu, pour se reconstruire dans l'opposition.

Le parti des Verts bénéficie d'une très bonne dynamique. Selon les derniers sondages, il obtiendrait 19 % des suffrages, soit une progression de 10 points par rapport aux élections fédérales de 2017. Dans onze Länder sur seize, les Verts sont déjà au gouvernement, dans la plupart des cas en position d'allié minoritaire. L'AfD (droite populiste) fait à peine mieux que lors des dernières élections fédérales. Le prochain scrutin aura lieu en mai pour le Parlement européen. À l'automne 2019, plusieurs élections régionales se dérouleront dans l'est du pays.

Aux termes de l'accord de coalition, la politique budgétaire devrait être légèrement accommodante dans les années à venir. Côté dépenses, les transferts de revenus au niveau fédéral comme au niveau régional vont être augmentés. Cette hausse des transferts sera en partie compensée par la baisse des paiements d'intérêts, le gouvernement continuant à emprunter à des taux extrêmement bas. Côté recettes, des réductions d'impôts vont être introduites, sachant toutefois que, d'après les estimations, la pression fiscale va à peine diminuer. Invoquant la bonne santé des finances publiques, la nouvelle présidente de la CDU, Annegret Kramp-Karrenbauer, a d'ores et déjà annoncé davantage de baisses d'impôts face au ralentissement économique. Le SPD préfère, en revanche, accroître les dépenses en faveur de l'éducation, des transferts de revenus et des technologies numériques. Le ministre des Finances, Olaf Scholz (SPD), reste prudent, soulignant que le temps des aubaines fiscales est probablement révolu.

#### ■ Croissance morose en 2019-2020

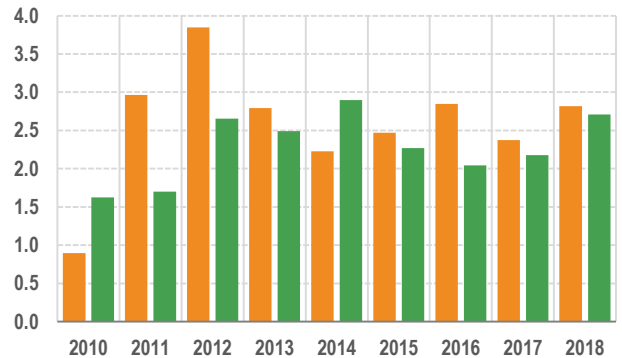
La croissance devrait rester faible aux prochains trimestres. Les dernières données d'enquête sont conformes à ce scénario de poursuite du ralentissement. L'indice IFO du climat des affaires recule depuis septembre. Il est ressorti à 101, en décembre, juste au-dessus de la moyenne enregistrée sur la période 2015-2016.

C'est dans le secteur manufacturier que ce ralentissement de l'activité est le plus évident. Les problèmes liés aux nouvelles normes européennes d'émission ne seront probablement que temporaires et il faut s'attendre à un effet de rattrapage dans les prochains mois. La principale difficulté pour le secteur réside dans la faiblesse de la croissance sur les marchés mondiaux. En 2019 et en 2020, le PIB mondial devrait croître d'environ 3,3 %, soit un niveau inférieur de 0,5 point de pourcentage à celui de 2017-2018.

### 3- Des tensions croissantes sur les salaires

%, glissement annuel

■ Salaires et traitements ■ Salaires négociés



Sources : Deutsche Bundesbank, Destatis, BNP Paribas

La demande intérieure, en revanche, devrait rester robuste grâce à une politique budgétaire expansionniste, de nature à soutenir la consommation des ménages dans les prochains trimestres. De plus, suite aux problèmes du secteur automobile, les ménages ont reporté l'achat d'une voiture à une date ultérieure. Conséquence, le taux d'épargne des ménages a grimpé, en 2018, à 10,7 %, un niveau inédit depuis la fin 2005. Les dépenses pourraient bénéficier de ce coup de pouce supplémentaire, en particulier, au premier semestre de cette année.

La croissance des investissements publics va probablement dépasser celle du PIB sur la période 2019-2020, à en juger par les programmes de dépenses en infrastructures de transport, garderies et écoles. Cependant, les engorgements administratifs, l'absence de terrains constructibles et les contraintes de capacités pourraient limiter l'exécution de ces programmes.

La pénurie de main-d'œuvre qualifiée devrait aussi, probablement, peser sur l'investissement résidentiel. Mais le secteur du bâtiment devrait également pâtir d'autres facteurs, tels que la démographie déclinante de l'Allemagne et l'augmentation des taux d'intérêt hypothécaires.

Les risques baissiers selon nos projections sont principalement liés au contexte international, comme l'absence de lisibilité de la politique commerciale américaine et la possibilité d'un Brexit sans accord. Par ailleurs, les risques internes sont orientés à la hausse. À cet égard, fortes d'une situation budgétaire plutôt saine, les autorités allemandes disposent d'une certaine marge de manœuvre pour mettre en œuvre une orientation budgétaire plus expansionniste. De quoi conforter les chances de la coalition au pouvoir lors des prochaines élections fédérales en 2021.

Raymond Van der Putten

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)





# France

## 2019, nouvelle année test

L'année 2019 démarre sur des bases moins allantes, l'activité ayant notamment pâti du mouvement des « gilets jaunes ». La chute de la confiance des ménages est abrupte, l'environnement économique mondial plus incertain. Dans ce contexte, la politique budgétaire s'assouplit : le nouveau plan de soutien au pouvoir d'achat des ménages modestes, annoncé en réponse aux manifestations de décembre, devrait permettre un rattrapage, au moins partiel, de la consommation. Il s'ajoute aux mesures en faveur des ménages et des entreprises déjà prises dans le budget 2018. La croissance française devrait, ainsi, pouvoir faire preuve de résistance.

Un regard dans le rétroviseur sur ce qui s'est passé en 2018 permet de situer dans quel contexte particulier s'ouvre 2019. Bien des choses ont changé en un an. L'optimisme qui régnait début 2018 a fait long feu. La croissance vigoureuse alors attendue, dans le sillage de celle de 2017, n'a pas été au rendez-vous. Et, un temps exceptionnellement dégagées, les perspectives n'ont cessé de s'assombrir au fil des trimestres.

### ■ Carton jaune

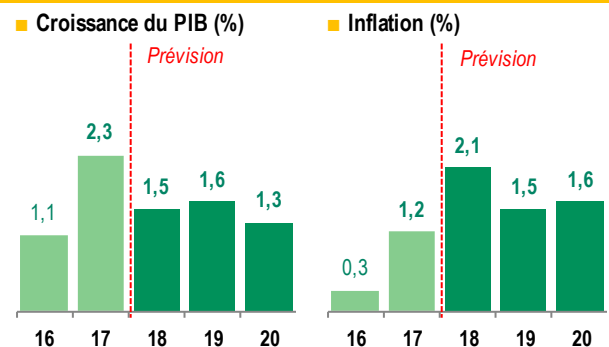
Les raisons sont multiples. Des freins extérieurs (hausse de l'euro et du pétrole, tensions commerciales et ralentissement de la croissance mondiale) comme intérieurs (contraintes d'offre et difficultés de recrutement) ont pesé sur la dynamique de fond de manière plus prononcée qu'anticipé. La croissance a aussi essuyé une série de chocs, cinq précisément. Deux étaient prévisibles mais ont été très perturbateurs (les hausses d'impôts au T1, l'introduction de la nouvelle norme anti-pollution WLTP – *Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedures* – au T3) ; les trois autres étaient imprévisibles (douceur hivernale et grèves dans les transports au T2, mouvement des « gilets jaunes » au T4).

Il s'ensuit que, malgré la dissipation des facteurs ayant pesé sur la croissance au T2, la croissance au T3 a à peine rebondi (à 0,3% t/t d'après la troisième estimation<sup>1</sup> après 0,2%) et qu'elle devrait subir un nouveau coup de frein au T4, le mouvement des « gilets jaunes » contrecarrant le rebond attendu avant son émergence.

S'agissant du rebond limité au T3, il est dû à celui, lui-même limité, de la consommation des ménages (0,4% t/t après -0,1% t/t au T2) et des exportations (en hausse de seulement 0,3% après avoir stagné au T2 et reculé de 0,4% t/t au T1). S'ajoutent à ce manque de dynamisme celui de l'investissement public (stable après un rebond de 0,6% t/t) et une baisse de l'investissement des ménages (de seulement 0,1% mais la première depuis le T2 2015). De plus, la contribution du commerce extérieur n'est positive (0,3 point de pourcentage) que par son signe vu qu'elle résulte du recul des importations (-0,6% t/t) et s'accompagne d'une contribution très négative des variations de stocks (-0,4 point). Seul l'investissement des entreprises a fait preuve d'un dynamisme remarquable, progressant plus vigoureusement encore au T3 qu'au T2 (1,5% t/t après 1,3% t/t).

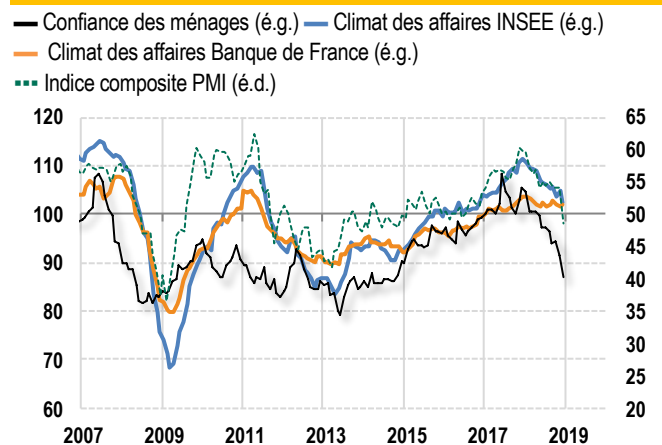
<sup>1</sup> La première estimation, confirmée lors de la deuxième, était un peu plus élevée, à 0,4% t/t.

### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Enquêtes de confiance



Sources : INSEE, Banque de France, Markit

S'agissant du coup de frein à la croissance attendu au T4 (nous tablons désormais sur tout juste 0,2% t/t contre 0,6% début octobre), il est pour l'essentiel la conséquence du mouvement des « gilets jaunes »<sup>2</sup>, principalement de par son impact négatif sur la consommation des ménages (dont on s'attend à ce qu'elle progresse à peine, malgré les baisses d'impôts, et non plus rebondisse grâce à elles) mais pas seulement. L'investissement des entreprises devrait aussi en pâtir (accentuant le contrecoup attendu

<sup>2</sup> Cf. aussi France : coup de frein à la croissance, sérieux mais temporaire, EcoFlash n° 15, 17 décembre 2018



sur l'investissement en produits manufacturés post-introduction de la norme WLTP), de même que les exportations (via les moindres dépenses de tourisme qui restreindront le fort rebond attendu porté par les livraisons d'Airbus et divers autres gros contrats). Une baisse du PIB au T4 ne peut être exclue mais ce n'est pas le scénario le plus probable. Sur l'ensemble de l'année 2018, nous prévoyons que la croissance atteigne 1,5%.

Pour l'instant, la seule indication disponible au niveau macroéconomique de l'effet négatif du mouvement des « gilets jaunes » est la chute de certaines enquêtes de confiance (cf. graphique 2). Celle des ménages est spectaculaire (-3 points en novembre puis encore -4 points en décembre, pour tomber à 87, très en-deçà de sa moyenne 100 de longue période et son plus bas niveau depuis la fin 2014), de même que celle du climat des affaires dans le commerce de détail (-7 points en décembre selon l'enquête INSEE, tombée à 100, pile sa moyenne de longue période) et dans les services (-6 points en décembre pour l'indice PMI de Markit, qui plonge à 49 et repasse sous la barre des 50 pour la première fois depuis 2016).

Les autres enquêtes ont évolué moins négativement en décembre (-2 points pour l'enquête INSEE et -1 point pour le PMI dans le secteur manufacturier), voire positivement (+2 points pour l'enquête de la Banque de France dans l'industrie) ou sont restées stables (enquêtes de l'INSEE et de la Banque de France dans les services et le bâtiment).

Le tableau conjoncturel n'est donc pas uniformément noir. Ces résultats des enquêtes de la Banque de France lui permettent de maintenir à 0,2% t/t son estimation de la croissance au T4. La bonne nouvelle, à nos yeux, réside plus exactement dans l'absence de nouvelle révision en baisse de cette estimation après celle de 0,2 point effectuée en novembre. Entre son Point de conjoncture d'octobre et sa Note de décembre, l'INSEE a aussi abaissé de 0,2 point, de 0,4% à 0,2 % t/t, sa prévision de croissance au T4. Notre propre modèle *nowcast* basé sur les données d'enquêtes se montre un peu plus positif, avec une croissance estimée entre 0,3 et 0,4% t/t. L'estimation basée sur les données d'activité est toutefois plus basse, à 0,2%, et assortie d'un risque baissier : en effet, faute des données pour décembre, l'hypothèse retenue d'un maintien au niveau de novembre est la plus simple mais elle est sans doute optimiste.

### ■ 2019 : l'année change, la croissance reste ?

Après une année 2017 de croissance forte et régulière, surprenant à la hausse, et une année 2018 de croissance malmenée et affaiblie, surprenant à la baisse, de quel bois sera fait 2019 ?

Ce qui est sûr, c'est que l'année s'ouvre sur des perspectives mitigées, que les inquiétudes sont nombreuses et l'incertitude grande. Les risques baissiers sont multiples, tant sur le front extérieur, financier qu'intérieur. Sur le front extérieur, le rejet par le Parlement britannique de l'accord négocié avec l'UE sur les modalités du Brexit (ré)ouvre une période d'incertitude sur l'issue du processus. Autre risque prééminent, celui d'un atterrissage de l'économie américaine, ravivé par le plongeon des marchés actions en fin d'année dernière. L'ampleur du ralentissement chinois suscite

### 3- Gains de pouvoir d'achat et confiance des ménages



Sources : INSEE, prévisions BNP Paribas

également des craintes importantes mais qui ne sont pas nouvelles. Le passage à vide de l'économie allemande<sup>3</sup> au second semestre 2018 est, en revanche, un tout nouveau sujet d'inquiétudes.

Sur le front intérieur, notre scénario de résistance de la croissance repose sur deux éléments centraux<sup>4</sup>. Le premier concerne la tendance de fond, que nous estimons toujours solide, bien que plus lente, notamment grâce à un marché du travail qui resterait bien orienté. Nous tablons sur une hausse de l'emploi salarié privé proche de celle de 2018 (environ 1% en moyenne annuelle), sur une baisse du taux de chômage guère moindre (-0,2 point, à 8,9%) et sur des salaires gagnant en dynamisme (près de 2% de hausse pour l'indicateur du salaire mensuel de base, 2,5% pour le salaire moyen par tête).

Le second facteur de résistance est l'impulsion positive de la politique économique et budgétaire. Cette impulsion transite en partie par le soutien apporté aux entreprises via la transformation du CICE en baisse de charges. Elle transite aussi, et pour une plus large part, par l'effet positif attendu sur la consommation des ménages des baisses d'impôts votées dans le budget 2018, auxquelles sont venues s'ajouter les mesures du plan de soutien au pouvoir d'achat des ménages modestes annoncées le 10 décembre par le président de la République en réponse au mouvement des « gilets jaunes »<sup>5</sup>. Cela suppose que le lien entre pouvoir d'achat et confiance des ménages, visiblement rompu en fin d'année dernière, soit renoué (cf. graphique 3). Nous estimons à 0,2 point l'effet positif sur la croissance de ce plan de soutien. Et ce surcroît de croissance vient compenser l'acquis moindre hérité de 2018, ce qui non seulement laisse inchangée à 1,6%, en moyenne annuelle, notre prévision de croissance pour 2019, mais laisse aussi la croissance relativement (et remarquablement) stable par rapport à 2018.

Hélène BAUDCHON

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

<sup>3</sup> Cf. respectivement les textes pages 23, 3, 15 et 7

<sup>4</sup> Nous n'oublions pas le passage au prélèvement à la source en janvier en tant que choc ponctuel prévisible sur la croissance du T1. Mais, pour nous, si choc il y a, il pourrait tout aussi bien s'avérer positif que négatif.

<sup>5</sup> Cf. EcoFlash déjà cité pour le détail de ce plan de soutien.



## Italie

### Risque de récession

À la fin de l'année 2018, l'Italie et la Commission européenne sont parvenues à un accord sur une nouvelle loi de finances, permettant d'éviter la procédure pour déficit excessif. En 2019, le gouvernement vise un déficit public limité à 2% du PIB (contre 2,4% précédemment) ; il révisé aussi en baisse la croissance du PIB, estimée à +1% (contre +1,5% initialement). Ce scénario s'annonce, toutefois, difficile à tenir, car les conditions globales de l'économie italienne se sont dégradées ces derniers mois. Au troisième trimestre de 2018, le PIB a reculé de 0,1%, les investissements privés et publics ayant sensiblement diminué.

Dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, la Commission européenne a identifié, en novembre 2018, dans le projet de budget italien pour 2019, l'existence d'une non-conformité particulièrement grave avec les recommandations précédemment adressées par le Conseil, et a pointé le risque d'un retour en arrière dans les réformes structurelles.

#### ■ Nouvel accord avec l'Union européenne

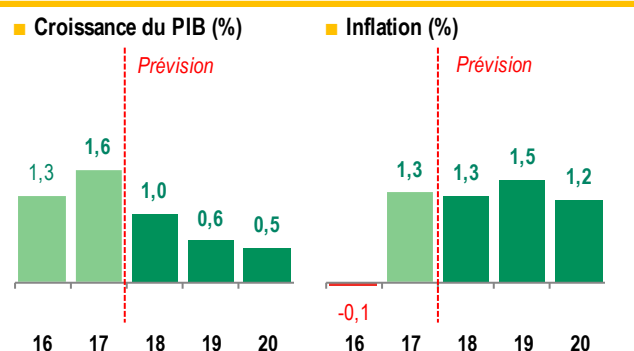
À la fin de l'année dernière, un accord a été conclu entre le gouvernement italien et la Commission européenne, qui a permis d'éviter la procédure de déficit excessif. Malgré le ralentissement attendu de la croissance économique (+1% en 2019, contre +1,5% selon les estimations précédentes), le déficit public devrait à présent s'établir à 2%, soit 0,4% en dessous du projet de budget précédent, pour reculer ensuite à 1,5% en 2021. En 2019, l'amélioration du solde des opérations des administrations publiques résulte à la fois de la hausse des recettes (+ EUR 1,7 mds) et de la baisse des dépenses (-8,7 mds). Le scénario pour 2020-2021 n'en reste pas moins lourd de défis, puisque la réduction du déficit public tient principalement à l'activation des clauses de sauvegarde ayant pour effet de déclencher une hausse annuelle des recettes de TVA de près de EUR 30 mds.

#### ■ Risque de récession

Entre le début de 2014 et le milieu de 2018, le PIB italien, qui avait perdu près de 10 points de pourcentage pendant la crise, s'est redressé de 4,5 points. Le rebond s'est toutefois interrompu au troisième trimestre (T3) de 2018. Le PIB réel est ressorti en baisse (-0,1% trimestre sur trimestre, t/t), enregistrant ainsi le premier repli trimestriel en près de quatre ans. Le taux de croissance en glissement annuel s'est établi à 0,7%, contre +1,7% au milieu de 2017. Les dernières données d'activité laissent présager un risque de nouvelle contraction au dernier trimestre 2018. Ainsi, en novembre la production industrielle a chuté de 2,6% (g.a.).

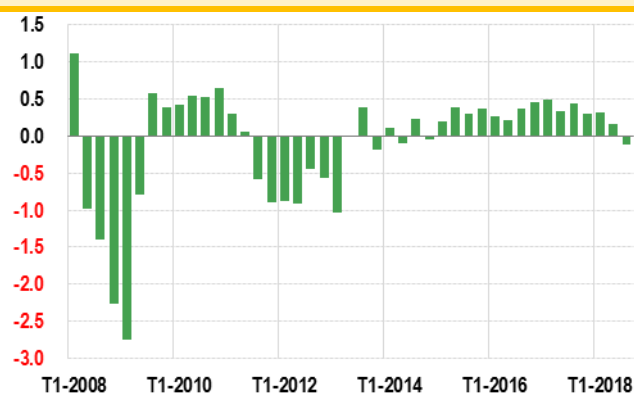
Au T3, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a baissé de 0,5% (t/t), enregistrant une quasi-stagnation en base annuelle. La détérioration des conditions économiques a principalement affecté les secteurs qui avaient beaucoup contribué à la reprise. La fabrication de produits pharmaceutiques a reculé de plus de 6% et la production automobile, de près de 10%. Pour la première fois depuis le début de 2014, la valeur ajoutée des services a diminué tandis que celle du secteur du bâtiment a poursuivi son

#### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

#### 2- Italie : PIB (% t/t)



Source : Istat, calculs BNL

redressement même si elle se maintient à plus de 30 points de pourcentage en dessous du niveau de 2008.

#### ■ Baisse de la consommation et de l'investissement

La contraction du PIB au T3 tient à la contribution négative de la demande intérieure qui, abstraction faite des stocks, a amputé la croissance totale de 0,3%, reflétant une plus grande prudence de la part des consommateurs et des entreprises.

Les ménages italiens ont pâti du sérieux tassement du marché du travail, le nombre de personnes occupant un emploi étant resté quasiment inchangé au cours des six derniers mois. Au T3, la

consommation privée a reculé de 0,1 %, freinée par des pertes de pouvoir d'achat, la dégradation de la confiance des ménages sous l'effet de la chute des prix des actifs, et une augmentation de l'épargne de précaution. Les ménages italiens ont encore réduit leurs dépenses en biens de consommation non durables (-1% g.a.), tandis que les dépenses de services ont légèrement augmenté.

L'incertitude politique intérieure et l'aggravation des tensions géopolitiques pèsent sur la confiance des chefs d'entreprises, qui a atteint son niveau le plus bas depuis trois ans et demi. La contraction économique freine également le redressement de la rentabilité des entreprises. Au troisième trimestre, l'excédent brut d'exploitation en pourcentage de la valeur ajoutée a reculé à 41,4 %, en retrait de plus de deux points de pourcentage par rapport à deux ans auparavant. Conséquence, les sociétés non financières italiennes ont de nouveau repoussé leurs dépenses d'investissement et accru leur matelas de liquidités avec une épargne de près de EUR 360 mds. De plus, les investissements publics ont fortement chuté, reculant en termes nominaux de plus de 10 % (g.a.) au T3. De juillet à septembre, la formation brute de capital fixe a retranché 0,2 point à la croissance globale du PIB.

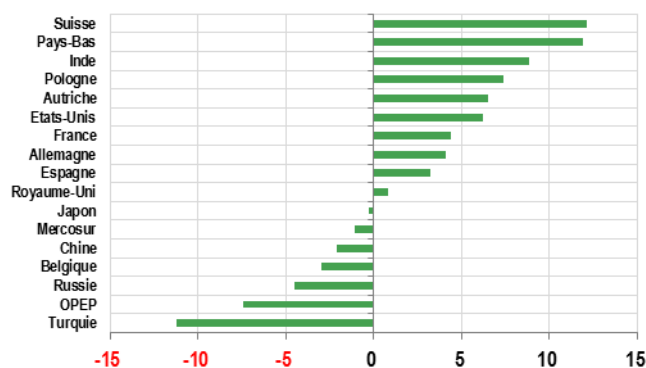
### ■ Exportations : une reprise incertaine

Après une chute en septembre, les exportations italiennes ont enregistré une hausse de +9,6 % (g.a.) en octobre, avant de se stabiliser en novembre. Pendant les onze premiers mois de l'année, les ventes à l'étranger ont atteint à EUR 386 mds, 3,5 % de plus que pour la même période de 2017. Par ailleurs, la valeur des biens importés s'est élevée à environ EUR 391 mds (+5,7 %, g.a.).

Parmi les principaux biens exportés, les produits de la métallurgie et du travail des métaux ont progressé de 5,7 % (g.a.), les produits pharmaceutiques de +8 % (g.a.), les machines-outils et matériels de +2,3 % (g.a.), les produits alimentaires de +3 % (g.a.) et les produits textiles de +3,6 % (g.a.) entre janvier et novembre. Les exportations de moyens de transport ont également augmenté alors que les exportations automobiles ont chuté de 5,8 % sur les dix premiers mois de l'année. Au cours de la même période, les importations automobiles sont restées pour l'essentiel inchangées (0,1%), générant un solde commercial négatif d'environ EUR 9,8 mds pour le secteur.

Concernant la destination des exportations italiennes, les ventes aux pays de l'UE ont progressé de 4,4 %, entre janvier et novembre, et celles aux pays non membres de l'UE, de 2,4 %. Résultat, les exportations intra-UE ont représenté 56,8 % du total des exportations italiennes au cours des onze premiers mois de 2018, en légère hausse par rapport à l'ensemble de l'année 2017 (55,7 %) et de l'année 2016 (55,9 %). Pour ce qui est, en particulier, des pays de l'UE, les exportations italiennes ont fortement progressé à destination des Pays-Bas (+12,1 %), de la Pologne (+7,4 %), de l'Autriche (+6,5 %), de la France et de l'Allemagne (+4,4 et + 4,1 % respectivement). Ces deux derniers pays restent les principales destinations des ventes italiennes à l'étranger avec une part de marché de 10,5 % et 12,7 %, respectivement, en légère hausse par rapport à 2017. Les exportations vers les pays non membres de l'UE ont augmenté, en particulier celles vers l'Inde (+11,9 %),

### 3- Italie : exportations par destination



Source : Istat

pays qui reste néanmoins une destination marginale pour les exportations italiennes, la Suisse (+8,8 %), et les États-Unis (+6,2 % grâce au pic de +15,8 % enregistré en novembre).

Au cours des années 2012 à 2016, les sociétés exportatrices italiennes ont vu le montant moyen de leurs exportations augmenter de EUR 1,93 million à EUR 2,02 millions. Ce chiffre découle de l'accroissement du montant exporté pendant la période (+7,5 %), une progression plus de deux fois supérieure à celle du nombre d'opérateurs à l'exportation (+3 %, soit 5 750 unités supplémentaires). Cette évolution concerne l'ensemble des entreprises de 20 salariés et plus.

Sur la même période, le nombre moyen de pays importateurs par entreprise a également grimpé à 6,2 en moyenne ; pour autant, la part des exportateurs n'ayant qu'un seul client à l'international est restée inchangée après avoir légèrement diminué au cours des dernières années. La (légère) progression du nombre de marchés desservis ne s'est pas accompagnée d'une plus grande diversification des biens vendus. Celle-ci reste en effet limitée : plus de la moitié des opérateurs n'exportent qu'un seul produit et la grande majorité (94 %) exportent moins de 10 produits.

Malgré une plus grande diversification des marchés, 50 % des entreprises exportatrices italiennes desservent aujourd'hui deux pays au plus, et représentent globalement 4 % environ des exportations totales de l'Italie. Cette situation est assez comparable à celle d'autres pays. Cependant, avec l'augmentation de la taille des entreprises, la diversification des marchés à l'export des opérateurs italiens reste plutôt limitée alors qu'elle croît sensiblement en France et en Allemagne.

Paolo Ciocca  
[paolo.ciocca@bnlmail.com](mailto:paolo.ciocca@bnlmail.com)

Simona Costagli  
[simona.costagli@bnlmail.com](mailto:simona.costagli@bnlmail.com)



## Espagne

### La croissance ralentit mais le redressement se poursuit

Le ralentissement en cours s'inscrit dans le cycle économique européen. En relatif, les perspectives restent bonnes, le rythme de croissance attendu figurant parmi les plus élevés des grands pays de la zone euro. Le chômage diminue rapidement mais reste massif, en particulier dans sa composante de long terme. Le chef du gouvernement Pedro Sanchez n'est pas certain de pouvoir faire adopter le projet de budget pour 2019 qu'il vient de présenter au Parlement. Quoiqu'il en soit, le déficit a très probablement été ramené en deçà de 3% du PIB en 2018, et l'Espagne s'apprête à quitter la procédure pour déficit excessif ouverte il y a dix ans.

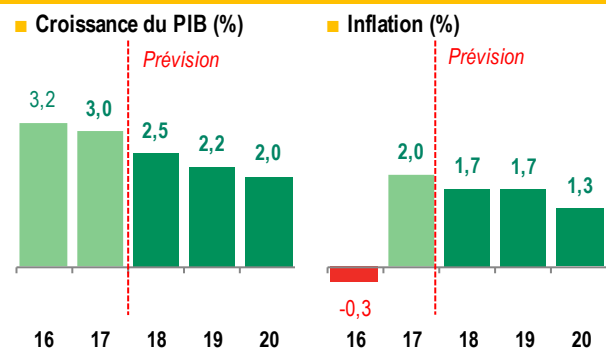
#### ■ Ralentissement en cours

En ligne avec le cycle économique de l'ensemble de la zone euro, la croissance espagnole ralentit. En rythme trimestriel, la progression du PIB était de 0,6% t/t au T3 2018, stable pour la troisième fois d'affilée, mais un ton en dessous des rythmes enregistrés en 2017. En glissement annuel, la croissance est ainsi progressivement tombée à 2,4% g.a. l'été dernier, un plus bas depuis presque quatre ans. Les données disponibles pour le quatrième trimestre suggèrent une croissance encore relativement solide en fin d'année, portée par la demande intérieure et en particulier celle des ménages. Atomes cet été, les ventes au détail ont en effet enregistré un rebond en fin d'année, vraisemblablement à rapprocher de la chute de l'inflation, passée de 2,3% en octobre à 1,2% en décembre. Les données d'enquêtes, et, en particulier, celles des directeurs d'achats, ont conforté cette image : après un tassement au T3, l'indice d'activité pour les services s'est redressé en octobre et s'est maintenu à un niveau élevé jusqu'à la fin de l'année (54 points). Dans le secteur manufacturier en revanche, la faiblesse s'installe progressivement (51,1 points en décembre), en ligne avec le ralentissement du commerce extérieur.

Dans l'ensemble, et après trois années où la performance annuelle a dépassé 3%, la croissance devrait s'être établie autour de 2,5% l'an dernier. Bien qu'en baisse, ce rythme reste, d'une part, l'un des plus élevés des grands pays de la zone euro, et, d'autre part, bien supérieur aux rythmes « potentiels » estimés pour le pays par les différentes institutions internationales (plus proches de 1% pour l'instant). En fait, selon ces estimations, l'écart de production (ou *output gap*) de l'économie espagnole est tout juste en passe de se fermer. Il faudra donc encore vraisemblablement quelques trimestres avant l'apparition des premières tensions sur les capacités de production, les prix et les salaires<sup>1</sup>. Soutenue par les facteurs domestiques, l'activité est pour l'instant essentiellement freinée par la demande extérieure. A terme toutefois, le tassement du commerce international et les incertitudes sur l'évolution de l'environnement économique européen et mondial pourraient, en outre, finir par peser sur les dépenses d'investissement. Cette année comme l'an prochain, la croissance espagnole pourrait ainsi s'établir autour de 2%.

<sup>1</sup> La volatilité de l'inflation totale ne doit pas occulter la grande stabilité de l'inflation sous-jacente, qui oscille autour de 1% depuis printemps 2018, sans donner signe d'accélération.

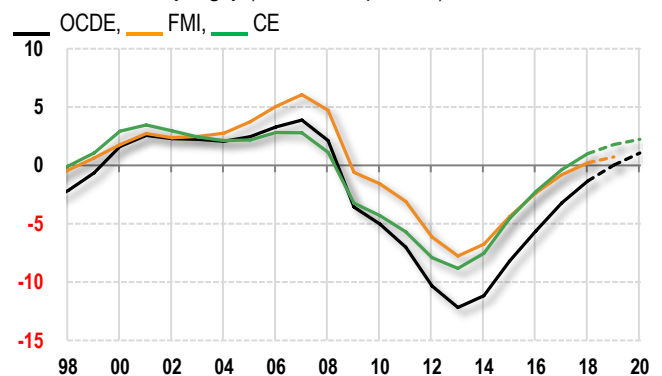
#### 1- Prévisions de croissance et d'inflation



Sources : Comptes nationaux, BNPParibas

#### 2- Un rétablissement presque achevé

Estimations d'output gap (en % du PIB potentiel)



Sources : Commission européenne, FMI, OCDE

#### ■ Un marché du travail en transition

Les défis restent importants sur le marché du travail. D'un point de vue global, le redressement est en cours, et la dynamique de l'emploi suit fidèlement celle de l'activité. En hausse de 2,5% par an depuis 2015, la croissance de l'emploi s'est rapprochée de 2% au cours de 2018, un rythme de progression qui reste sans conteste solide. Depuis le creux de fin 2013, près de 2,1 millions d'emplois ont été créés selon les comptes nationaux. Des créations qui ont permis au taux de chômage de reculer de plus de 11 points en cinq ans. A 14,7% en novembre 2018, son niveau reste toutefois l'un des plus élevés d'Europe.



L'ampleur du chômage cadre mal avec l'idée d'une économie en passe de retrouver son niveau d'activité potentiel. L'observation de données détaillées dessine un tableau très contrasté du marché du travail, avec à la fois des signes de dynamisme et parfois de tensions, mais également encore très marqué par les conséquences de la crise. Côté chômage, le nombre de chômeurs de courte durée (inférieure à six mois ou à un an, cf. graphique 3) ne se réduit plus que lentement, et est en passe de retrouver son niveau moyen d'avant-crise, suggérant par-là qu'un certain « rythme de croisière » est peut-être atteint pour la mobilité des nouveaux entrants, et que des tensions peuvent émerger dans certains secteurs ou pour certains niveaux de qualification. En revanche, le chômage de longue et très longue durée (supérieur à 1 et à 2 ans), même s'il se réduit désormais rapidement, représente encore plus de la moitié des chômeurs (54%) et 1,7 million d'actifs<sup>2</sup>.

Malgré cela, le gouvernement Sanchez a décidé d'une augmentation du salaire minimum espagnol de 22%, qui est passé de 858 à 1050 euros par mois début 2019. Tout en laissant l'Espagne dans une position intermédiaire s'agissant du niveau des salaires minimum en Europe (graphique 4), l'augmentation est forte et intervient, en outre, après des hausses de 8% et 4% en 2017 et 2018. L'effet d'entraînement de ces augmentations passées a semblé limité, le redressement de l'ensemble des salaires étant resté jusqu'ici, très modéré<sup>3</sup>. Nulle ou négative en 2016 et début 2017, la croissance nominale des coûts salariaux par tête est restée médiocre, avant d'accélérer un peu l'été dernier, à 1,9% g.a., principalement dans le secteur des services. Une accentuation est probable cette année mais, à ce stade en tout cas, c'est davantage dans le contexte de chômage massif décrit plus haut qu'au regard de l'évolution des coûts salariaux (y compris relativement aux autres pays européens) que le relèvement du salaire minimum peut surprendre.

### ■ Dans l'attente d'un budget pour 2019

L'augmentation massive du salaire minimum fait partie d'une stratégie économique plus large que le gouvernement de Pedro Sanchez cherche à mettre en œuvre dans son projet de budget de 2019. Celui-ci prévoit une croissance des dépenses sociales et des retraites, en parallèle d'une hausse de la fiscalité des ménages au plus hauts revenus et des grandes entreprises. Présenté au parlement depuis la mi-janvier, ce projet de budget pourrait très bien ne pas être voté, faute de majorité, dans la mesure où le gouvernement Sanchez est minoritaire (tributaire des élus de *Podemos* et des formations indépendantistes basque et catalanes) pour faire adopter ses projets de lois. Le projet de budget prévoit une relance des dépenses d'investissement en Catalogne, mais il n'est pas sûr que cela suffise à emporter le soutien des partis

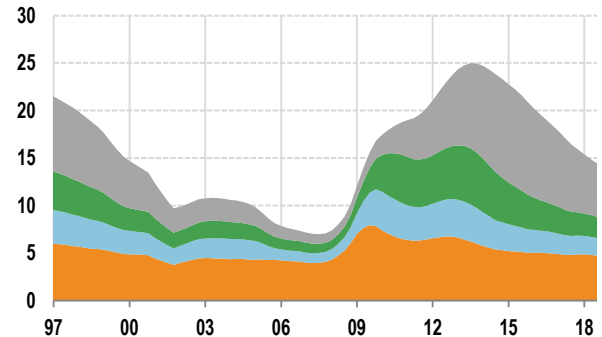
<sup>2</sup> Un ordre de grandeur qu'il est tentant de mettre en regard du nombre d'emplois qui ont disparus dans le secteur de la construction avec la crise, soit près de 1,5 million (entre début 2007 et aujourd'hui).

<sup>3</sup> De fait, selon les données de l'OCDE, le salaire minimum n'atteignait en Espagne en 2007 que 40% du salaire médian, soit un des niveaux les plus faibles de l'OCDE. Seuls les Etats-Unis présentaient un niveau plus faible, à 34% du salaire médian. En France, le salaire minimum atteignait 62% du salaire médian en 2007.

## 3- Un chômage qui dure

Chômage par durée (% de la population active)

■ <6 mois, ■ de 6 mois à 1 an, ■ de 1 à 2 ans, ■ plus de 2 ans.

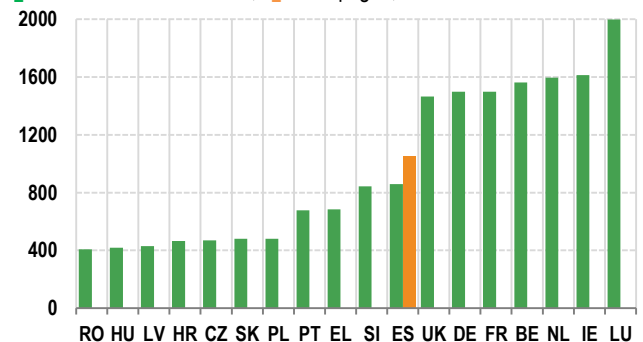


Source : INE

## 4- Les salaires minimums en Europe

Salaires mensuels bruts sur 12 mois (en euros courants)

■ au second semestre 2018, ■ en Espagne, début 2019



Sources : Eurostat, gouvernement

catalans, alors que les négociations politiques sur la question catalane sont dans l'impasse. En attendant cette adoption, le budget de l'année précédente est automatiquement reconduit. Rappelons que la situation n'est pas inédite depuis les dernières législatives, le budget de 2017 n'ayant été adopté qu'en mai 2017, celui de 2018 en juin 2018.

Quoi qu'il en soit, l'Espagne, dont le solde budgétaire est repassé sous la barre des 3% en décembre dernier (probablement à 2,7% du PIB) pour la première fois depuis 2007, devrait officiellement sortir de la procédure européenne pour déficit excessif au printemps prochain. Elle est le dernier pays européen à y être actuellement soumis. Cette année, la faiblesse des coûts de financement et la vigueur de la croissance devraient continuer d'assurer la réduction du déficit, masquant, cette année encore, le caractère probablement expansionniste de la politique budgétaire.

Frédérique Cerisier  
[frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)



# Chine

## La relance budgétaire : l'option à privilégier

La croissance est passée de 6,8% en 2017 à 6,6% en 2018 et le ralentissement se poursuivra à court terme. Son ampleur dépendra de l'évolution, très incertaine, des relations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, ainsi que des mesures de politique contra-cyclique de Pékin. L'action de la banque centrale est toutefois sévèrement contrainte par l'excès de dette de l'économie et la menace de sorties de capitaux. En outre, alors que Pékin a poursuivi ses efforts pour améliorer la réglementation financière et la santé des entreprises publiques depuis deux ans, la redéfinition de ses priorités augmente le risque d'une interruption de ce processus d'assainissement. Dans ce contexte, le gouvernement central devrait accroître son recours aux mesures de soutien budgétaires.

La croissance du PIB réel s'est établie à 6,4% au T4 2018 en glissement annuel (g.a.) contre 6,8% au T1 2018. Le ralentissement se confirme et devrait se poursuivre à court terme. Son ampleur dépendra de l'évolution des relations commerciales de la Chine avec son partenaire américain ainsi que des actions des autorités pour stimuler la demande interne. Alors que l'incertitude persiste quant aux accords que pourraient bientôt signer Washington et Pékin, l'orientation de la politique économique chinoise s'est nettement clarifiée au cours des dernières semaines : la priorité à court terme est désormais aux mesures contra-cycliques.

### ■ L'industrie en difficulté face au recul de la demande

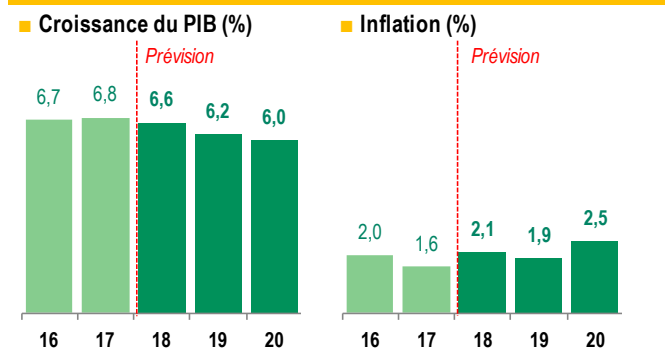
Le ralentissement dans le secteur industriel s'est accentué en fin d'année. La progression de la production a reculé de 6,9% en g.a. sur la période janvier-mai à 6,0% en juin-août et 5,7% en septembre-décembre (graphique 2). Les perspectives de très court terme restent assombries par la mauvaise performance des exportations et des ventes au détail (en particulier dans le secteur automobile). L'indice PMI manufacturier est d'ailleurs passé sous la barre des 50 en décembre, en raison notamment de la forte baisse des sous-composantes « nouvelles commandes » et « commandes à l'exportation ». L'industrie fait également face à la diminution rapide de l'inflation des prix à la production (+0,9% en g.a. en décembre, contre 4,7% en juin), en ligne avec la chute des prix des matières premières ainsi qu'avec la réduction de la demande et des taux d'utilisation des capacités de production. En conséquence, la progression des profits des entreprises industrielles a fortement ralenti depuis le T3 2018.

Le secteur des services se porte mieux. Après un fléchissement au T1 2018, sa croissance a ré-accélééré légèrement et atteint 7,6% sur l'ensemble de 2018, et les indices PMI sont repartis à la hausse en fin d'année.

Les exportations ont récemment marqué le pas, notamment sous l'effet des hausses des droits de douane américains<sup>1</sup>. Après un

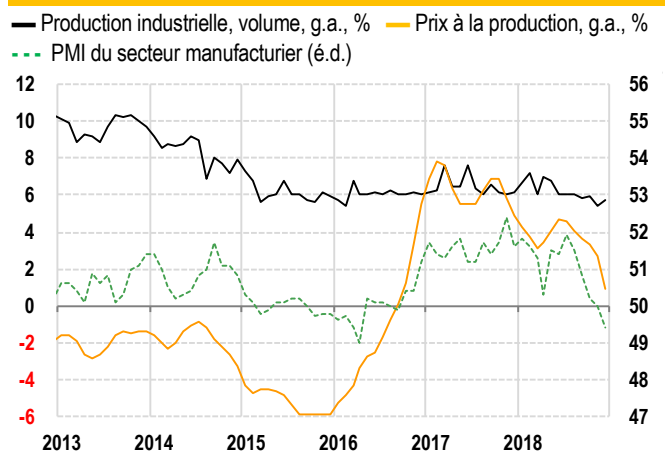
<sup>1</sup> Environ une moitié des exportations de biens chinois vers les Etats-Unis (soit USD 250 mds) est actuellement affectée par des hausses de droits de douane allant de 10% à 25%. La dernière hausse (de 10%) a été introduite en septembre sur environ USD 200 mds de ventes de marchandises. Si Pékin et Washington ne trouvent aucun accord d'ici mars (fin de la trêve), la hausse pourrait être relevée à 25% sur ces USD 200 mds de biens, et même être étendue à l'ensemble des exportations chinoises. En cas d'accord et de concessions par Pékin sur l'achat de biens américains (notre scénario central aujourd'hui), le *statu quo* ou une révision à la baisse des récentes hausses de droits de douane sont probables.

### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Aggravation du ralentissement dans l'industrie



Source : Bureau statistique (NBS)

rebond au T3, en partie lié à l'accélération des livraisons aux Etats-Unis en anticipation des hausses tarifaires ainsi qu'à la dépréciation du yuan, les ventes de produits chinois ont fortement ralenti en novembre (+5% en g.a. en valeur contre +13% en moyenne sur les dix premiers mois de 2018) et se sont contractées en décembre (-5%). Les importations ont suivi les mêmes tendances. Le recul des échanges extérieurs devrait se poursuivre au moins au début de l'année 2019. Par la suite, leur évolution dépendra largement du résultat des négociations en cours entre Washington et Pékin.

La consommation des ménages ralentit. La progression des ventes au détail a atteint un point bas historique au T4 2018 (+8,3% en g.a.



en valeur), sous l'effet du fléchissement des achats de biens durables (en lien avec celui des ventes de logements) et de la contraction des ventes automobiles (fin des incitations fiscales, ralentissement structurel du secteur). Les ventes de produits par internet ont aussi ralenti mais restent dynamiques (+25% en 2018), de même que la consommation de services. Les récentes tendances baissières s'expliquent aussi par la modération du crédit à la consommation (suite au resserrement réglementaire), la dégradation de la confiance des ménages et le nouveau fléchissement de la progression des salaires et des revenus totaux après l'amélioration de 2017. Celui-ci est la conséquence même des difficultés de l'industrie. A court terme, l'amélioration de la demande des ménages ne pourra venir que des mesures de soutien.

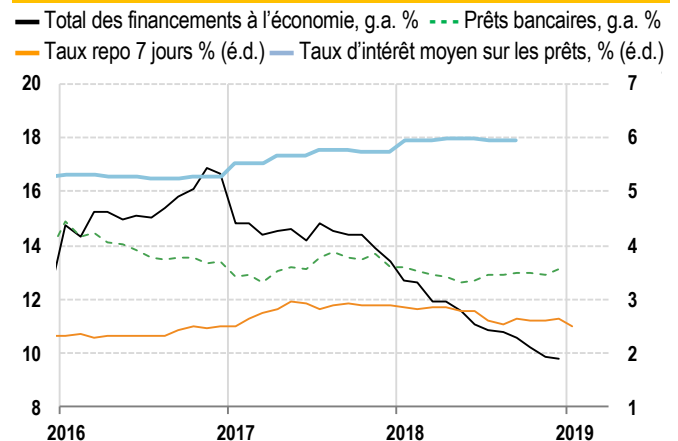
L'investissement dans les infrastructures a commencé à bénéficier de l'assouplissement de la politique économique. Il s'est redressé au T4 2018, les collectivités locales ayant été autorisées à émettre davantage sur les marchés obligataires pour financer les projets. Leur marge de manœuvre restera néanmoins très contrainte par leur niveau d'endettement déjà élevé. Dans le secteur manufacturier, l'investissement a rebondi en 2018 malgré la montée des tensions commerciales, mais devrait s'affaiblir début 2019 étant donné le ralentissement des exportations et la dégradation des profits des entreprises. Dans l'immobilier, l'investissement ne devrait pas connaître de reprise notable, puisque les volumes de transactions sont en baisse sur les quatre derniers mois de l'année et que les autorités devraient éviter de trop assouplir les règles prudentielles encadrant l'activité dans le secteur. Le développement équilibré du marché du logement et la lutte contre la spéculation restent en effet des objectifs prioritaires. Au final, la reprise de l'investissement total (qui a progressé de 7,9% en g.a. en valeur en octobre-novembre 2018 contre 5,4% sur les neuf premiers mois) devrait être d'ampleur très modérée à court terme.

### ■ Les autorités doivent préférer la relance budgétaire

Au cours des derniers mois, les autorités ont activé une série de politiques contra-cycliques qui devraient permettre de contenir le ralentissement de la croissance. La politique monétaire a été très prudemment assouplie. Une nouvelle facilité de financement « ciblée » vient d'être annoncée pour encourager le crédit bancaire aux petites et moyennes entreprises et les coefficients de réserves obligatoires continuent d'être réduits (atteignant 13,5% en janvier 2019 contre 17% en mars 2018). Les injections nettes de liquidités via les opérations d'*open-market* ont également été augmentées ces derniers jours (mais un de leurs objectifs est de pouvoir répondre au pic saisonnier de demande de liquidité).

Les autorités tentent d'abaisser les coûts de financement pour les entreprises, de relancer le crédit et de faciliter le financement des projets d'investissement des collectivités locales. Or, jusqu'à maintenant, la baisse des taux monétaires a été très limitée (le taux repo à 7 jours s'est établi à 2,49% en moyenne depuis début janvier contre 2,63% au T4 2018) et le taux moyen sur les prêts a à peine diminué en 2018, atteignant 5,94% fin septembre (graphique 3). L'accélération de l'inflation a aidé à la détente des taux réels jusqu'en octobre, mais la tendance s'est depuis inversée. En outre,

### 3- L'assouplissement des conditions de crédit reste timide



Source : Banque centrale

la progression du crédit total à l'économie a continué de ralentir jusqu'à fin 2018 (atteignant 9,8% en g.a. contre 11,1% mi-2018). Ceci cache néanmoins une légère reprise des prêts bancaires et des financements obligataires au T4 2018, qui a été plus que compensée par la contraction des activités du *shadow banking*.

La timidité de l'assouplissement des conditions de crédit reflète plusieurs problèmes. Premièrement, la marge de manœuvre des autorités monétaires et des établissements bancaires est sévèrement contrainte par l'excès de dette de l'économie et la faible efficacité marginale du crédit. En outre, Pékin a poursuivi des efforts de renforcement de la réglementation financière, d'amélioration de la santé des entreprises publiques et d'assainissement du secteur immobilier depuis deux ans, et ne souhaite probablement pas interrompre ce processus en dépit de la redéfinition de ses priorités. Par ailleurs, la politique monétaire est aussi contrainte par le risque de sortie de capitaux et de pressions sur le yuan, à un moment où la contrainte externe se resserre aussi du fait de la forte baisse de l'excédent courant et où une dépréciation alimenterait encore les tensions commerciales avec les Etats-Unis.

Dans ce contexte, le gouvernement central doit accroître son recours aux mesures fiscales pour soutenir la demande sans aggraver les risques d'instabilité financière. Il en a la capacité, étant donné le niveau modéré de son déficit et, surtout, de sa dette (16% du PIB à fin septembre 2018). Des réductions d'impôts sur les revenus et les sociétés sont déjà effectives depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, et d'autres mesures pourraient être bientôt annoncées, notamment des baisses de TVA et de nouvelles incitations fiscales à l'achat de véhicules et de biens d'équipement par les ménages.

Cependant, ceci n'empêchera probablement pas les autorités d'assouplir encore la politique monétaire et d'accélérer la mise en œuvre de projets d'infrastructure si le ralentissement de la croissance s'accroît à très court terme. La résorption de l'excès de dette des entreprises et des collectivités locales prendra donc encore du temps.

Christine PELTIER

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)





## Inde

### Une fin de mandat en demi-teinte pour Narendra Modi

La croissance économique indienne a ralenti entre juillet et septembre 2018, pénalisée en grande partie par la hausse de la facture pétrolière. La forte baisse des prix du pétrole depuis octobre va réduire, au moins temporairement, les tensions sur les finances publiques, atténuer les pressions sur la balance des paiements et, par voie de conséquence, sur la roupie indienne, qui s'est dépréciée de 9% face au dollar en 2018. Dans ce contexte économique moins favorable, le parti de Narendra Modi, le BJP, a perdu le pouvoir dans trois Etats lors des dernières élections législatives.

#### ■ Ralentissement de la croissance, mais les perspectives restent bien orientées

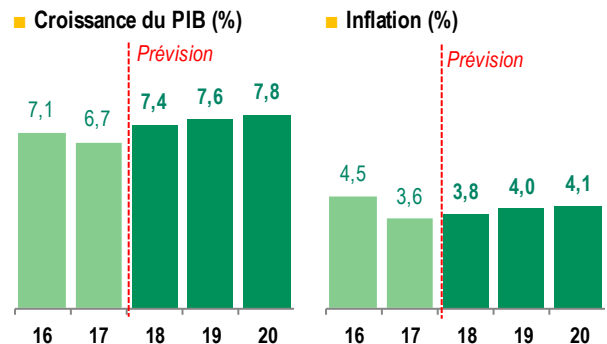
Au deuxième trimestre de l'exercice budgétaire 2018/19 (juillet-septembre 2018), la croissance du PIB indien a décéléré à 7,2% en glissement annuel (g.a.). Ce ralentissement reflète principalement la contribution négative des exportations nettes à la croissance induite par une forte hausse des importations (pétrole et biens d'équipement). En effet, la demande intérieure est restée dynamique bien qu'en légère décélération par rapport au trimestre précédent. La consommation des ménages a été soutenue par la diminution des pressions inflationnistes (même si la baisse des prix agricoles a pesé sur les revenus des ménages ruraux). La croissance des investissements est restée soutenue pour le troisième trimestre consécutif (+12,5% en g.a.) en raison de la hausse des dépenses d'infrastructure du gouvernement, de l'accélération du crédit bancaire et de la hausse des taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier.

Contre toute attente, la forte hausse des prix du fioul a été plus que compensée par la baisse des prix alimentaires (-2,6% en g.a. en novembre), lesquels constituent toujours une partie très importante du panier de consommation des ménages indiens (39%). Ainsi, fin novembre la hausse de l'indice général des prix était contenue à 2,3% en g.a. soit un rythme bien inférieur à la cible fixée par les autorités monétaires (4% +/- 2 points de pourcentage).

Malgré l'accélération du crédit (+13% en g.a.) la banque centrale indienne a décidé de maintenir ses taux directeurs à 6,5% lors du dernier comité politique monétaire de décembre dans un contexte de moindre volatilité de la roupie (INR). Néanmoins, les taux d'intérêt sur les crédits nouvellement accordés ont enregistré une légère hausse au troisième trimestre (+20 pb), reflet notamment du durcissement de la politique monétaire en juin et en août.

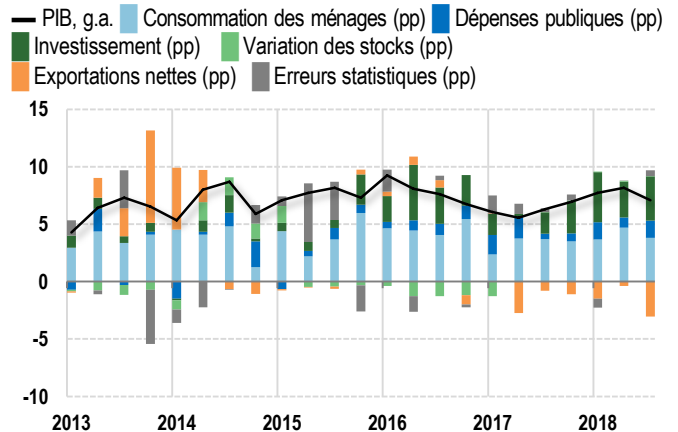
Les perspectives de croissance restent bien orientées. La croissance sur l'ensemble de l'année 2018/19 devrait être proche de 7,4% pour accélérer progressivement au cours des deux prochaines années malgré le ralentissement de la demande extérieure. Elle sera soutenue par le dynamisme de la demande intérieure. L'assainissement du secteur bancaire sera favorable à la reprise des investissements privés dans l'industrie, même si le léger relèvement des taux devrait se poursuivre.

#### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas  
Année budgétaire du 1<sup>er</sup> avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

#### 2- Ralentissement de la croissance



Source : CEIC

#### ■ Dérapage budgétaire du gouvernement central sur les sept premiers mois de l'exercice en cours

Après cinq années de consolidation, le gouvernement central pourrait, pour la deuxième année consécutive, ne pas atteindre son objectif de réduction du déficit budgétaire (de 3,5% du PIB en 2017/2018 à 3,3% du PIB en 2018/2019). En effet, les recettes budgétaires, et notamment celles issues de la TVA, seraient bien inférieures aux objectifs du gouvernement.



Sur les sept premiers mois de l'exercice budgétaire 2018/2019, qui s'achèvera au 31 mars 2019, le déficit budgétaire a atteint 104% de sa cible annuelle. Or, le gouvernement avait comme objectif de ne pas dépasser 75% à cette période, afin de ne pas être contraint de revoir à la baisse ses dépenses prévues au second semestre de l'exercice budgétaire. L'année dernière, à la même époque, le déficit atteignait 96% de sa cible annuelle. Cette dégradation s'explique principalement par des recettes inférieures aux objectifs. En effet, bien qu'en hausse de 8,2% par rapport à l'année dernière, elles n'ont atteint que 45,7% de leur cible sur les sept premiers mois de l'exercice en cours contre 48,1% l'année dernière et 50% en moyenne au cours des trois derniers exercices. En effet, même si les revenus issus de la TVA ont enregistré une augmentation significative, ils restent encore très inférieurs aux prévisions du ministère des Finances (35% de l'objectif annuel atteint).

Sur les sept premiers mois de l'exercice budgétaire, les dépenses publiques ont été relativement conformes aux objectifs du budget car elles n'ont atteint que 59,6% des dépenses annuelles, soit légèrement moins que l'année dernière, en dépit de la hausse du coût des subventions sur les prix de l'essence (+7,2%). Point positif : les dépenses d'investissement, indispensables pour soutenir la croissance à moyen terme, ont augmenté de près de 9% par rapport à la même période l'année dernière et atteint 58,9% de l'objectif annuel.

Néanmoins, il sera difficile pour le gouvernement de respecter son objectif de baisse de 0,2 point de pourcentage du déficit budgétaire, à moins qu'il ne réduise significativement ses dépenses d'investissement sur la seconde partie de l'exercice. La baisse des prix du pétrole depuis la mi-octobre devrait néanmoins lui permettre de réduire ses subventions sur l'essence et le manque à gagner sur les taxes à l'importation<sup>1</sup>.

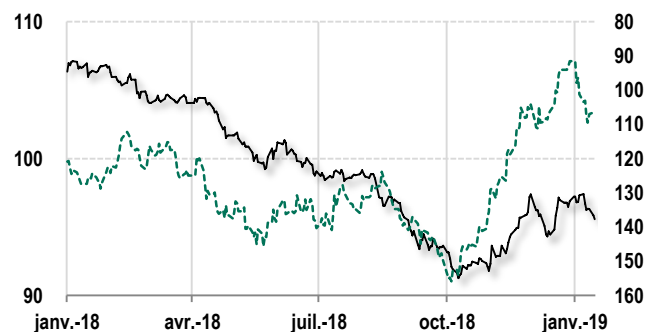
Les Etats, à l'inverse du gouvernement central, sont parvenus à contenir leur déficit budgétaire au premier semestre de l'exercice budgétaire en cours, lequel a atteint moins de 35% de sa cible fixée à 2,6% du PIB pour l'ensemble de l'année (vs 3,1% du PIB en 2017/18)<sup>2</sup>. Ce bon résultat, à l'image de celui de l'année dernière, reflète essentiellement une hausse des recettes induites par les transferts de la part du gouvernement pour compenser les pertes de revenus induites par la mise en place de la TVA. Cependant, contrairement au gouvernement central, les Etats engageront la plus grande partie de leurs dépenses au deuxième semestre de l'exercice budgétaire. Trois Etats ont par ailleurs annoncé des dépenses supplémentaires suite au changement de gouvernement après les résultats des élections le 11 décembre dernier : le Madhya Pradesh, le Rajasthan et le Chhastigarh. Les nouveaux gouverneurs (membres du parti du Congrès) ont décidé d'annuler certains prêts contractés par les agriculteurs (à l'instar de ce qui a déjà été fait précédemment dans sept autres Etats) et d'augmenter

<sup>1</sup> Pour limiter l'impact de la hausse des prix du pétrole sur le pouvoir d'achat, le gouvernement a réduit en octobre ses taxes à l'importation sur les produits pétroliers et demandé aux gouvernements locaux de réduire la TVA sur ces produits. Moody's estime que le coût budgétaire restera modeste (0,05% du PIB d'ici la fin de l'exercice budgétaire en cours).

<sup>2</sup> Bulletin de la Banque centrale indienne, décembre 2018.

### 3- Evolution inversée de la roupie et du pétrole (2017 = 100)

— Taux de change INR par USD (baisse = dépréciation)  
 - - - Prix du pétrole (échelle inversée, droite)



Source : Datastream

le prix de vente minimum de certaines cultures en plus de ce qui a été annoncé par le gouvernement Modi cet été. Le coût de l'annulation des prêts s'élève dans certains Etats, comme le Madhya Pradesh, à 20% de leur budget et devra donc être réparti sur plusieurs années. Même si le risque de dérapage budgétaire dans les Etats reste contenu, ces annulations de dettes, à l'instar de celles dont ont bénéficié les entreprises publiques d'électricité, ne sont pas favorables à la mise en place d'une bonne gouvernance et d'une bonne gestion des risques de crédit dans le pays.

En dépit des risques de dérapage budgétaire, le FMI prévoyait en octobre une diminution du ratio de dette publique rapportée au PIB. Au cours des cinq dernières années, ce ratio a augmenté de plus de deux points de pourcentage selon la banque centrale et il est resté bien supérieur à ce qui prévalait dans les autres pays d'Asie (68,9% du PIB en mars 2018 selon la banque centrale). Une simple stabilisation est la plus probable.

#### ■ Stabilisation de la situation des banques publiques

La situation des banques a cessé de se dégrader mais elle reste fragile. Au T2 2018/2019, le taux de créances douteuses a décliné pour la première fois depuis mi-2014 pour atteindre 10,8% (14,8% dans les banques publiques). Le taux de provisionnement, bien que toujours très insuffisant, s'est élevé à 52,4% en septembre contre 48,1% en mars 2018. Dans le même temps, les ratios de solvabilité se sont légèrement dégradés. Afin que les banques les plus fragiles puissent respecter le ratio fixé à 9% au 31 mars 2019, le gouvernement a annoncé qu'il injecterait INR 410 mds supplémentaires d'ici là. En effet, en raison de leurs difficultés financières, les banques publiques ne sont parvenues à lever que INR 240 mds sur les 580 mds nécessaires. L'apport du gouvernement s'élèverait ainsi à INR 1060 mds sur l'année budgétaire 2018/19. Par ailleurs la banque centrale a annoncé le report d'un an du relèvement de 0,625% du ratio de fonds propres de précaution (« *Capital Conservation Buffer* ») à 2,5%.

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# Brésil

## Une nouvelle ère

L'élection de Jair Bolsonaro à la présidence du Brésil, en plus de marquer un virage à droite et un affaiblissement des partis politiques traditionnels, signe le retour des militaires au sein du paysage politique national. Le nouveau gouvernement aura pour défi majeur de gagner la confiance des investisseurs étrangers en engageant rapidement une réforme budgétaire tout en réconciliant d'importantes différences idéologiques au sein de ses rangs. La reprise économique se poursuit mais reste hésitante. De larges capacités de production sont inutilisées dans l'industrie tandis que le chômage reste élevé. Les indicateurs de confiance laissent toutefois augurer une activité à la hausse au 1<sup>er</sup> trimestre 2019.

### ■ Leadership tricéphale?

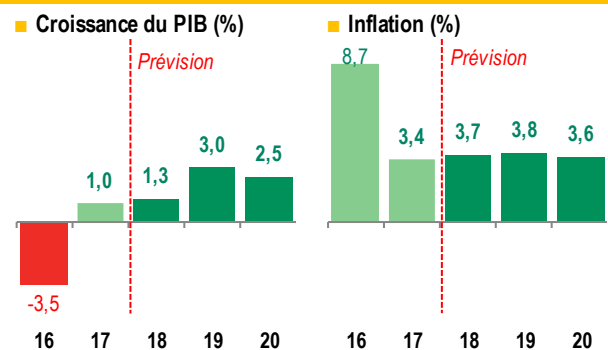
Depuis l'entrée en fonction du nouveau président, la composition de l'équipe ministérielle a été marquée par l'émergence de trois groupes distincts : les technocrates libéraux, les militaires et le groupe nationaliste anti-mondialisation emmené par Ernesto Araujo, ministre des Affaires étrangères et fervent admirateur de la rhétorique nationaliste du président américain Donald Trump.

A la tête du contingent technocrate figure Paulo Guedes aux commandes d'un « super ministère » composé des ministères de l'Économie, du Plan, de l'Industrie et du Commerce. Roberto Campos Neto, ancien haut dirigeant de Banco Santander a été nommé gouverneur de la banque centrale tandis que Joaquim Levy, autre diplômé de l'université de Chicago – avec Guedes – et ancien ministre des Finances au sein du 2<sup>e</sup> gouvernement Rousseff, dirigera la 3<sup>e</sup> plus grande banque de développement nationale au monde, BNDES. Roberto Castello Branco, économiste de formation et troisième « Chicago Boy », a été nommé PDG de Petrobras après un passage auprès de Vale, le géant minier, et de la banque centrale en tant que cadre dirigeant. Tereza Cristina - chef de file du lobby agricole au parlement et l'une des deux seules femmes nommées au gouvernement – dirigera pour sa part le ministère de l'Agriculture, tandis que Ricardo Salles, avocat de formation, fervent critique des présidents Lula et Rousseff et défenseur du libéralisme économique, pilotera le ministère de l'Environnement. Pour rétablir la « primauté de la loi et de l'ordre », l'une de ses promesses électorales, Jair Bolsonaro a nommé l'ancien juge anti-corruption Sergio Moro à la tête du ministère de la Justice et salué la nomination de Mauricio Valeixo aux commandes de la police fédérale. Les deux hommes - personnalités majeures de l'opération « Lava Jato » - sont à l'origine de l'incarcération de l'ex-président Lula en avril 2018.

Les cadres militaires sont également très largement représentés au sein du nouveau gouvernement avec plus d'un tiers des postes – un record depuis la transition du Brésil vers un régime démocratique<sup>1</sup>.

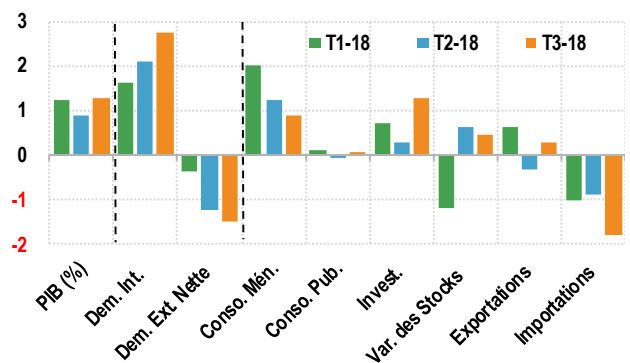
<sup>1</sup> Les postes importants occupés par des personnalités au passé militaire comprennent : la présidence (capitaine), la vice-présidence (général), le ministère de la Défense (général), le Bureau des renseignements (général), le ministère en charge des relations avec le congrès (général), le ministère des Sciences et des Technologies (officier de haut rang de l'Armée de l'air), le ministère de l'Énergie (amiral), le ministère de l'Infrastructure (ingénieur militaire), le ministère de la Transparence de la Supervision et du Contrôle (capitaine) et le secrétaire chargé de la Communication du gouvernement (général).

### 1- Croissance et Inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Contribution (p.p.) des composantes au PIB (g.a.)



Sources : IBGE, BNP Paribas

Les questions susceptibles d'attiser les tensions entre ces trois groupes comprennent notamment les relations avec la Chine, l'étendue des privatisations et les règles encadrant l'investissement étranger, le retrait des accords de Paris sur le climat et ses implications pour un accord commercial Mercosur - Union européenne<sup>2</sup>. Ces tensions risquent de s'exacerber lorsque le nouveau congrès siégera à partir de février. Le refus de Bolsonaro de former une coalition stable, au prix de nominations politiques, laisse présager des difficultés éventuelles à mettre en place ses politiques publiques.

<sup>2</sup> Dans le cadre de sa nouvelle politique, l'Union européenne refusera de signer des accords commerciaux avec des pays n'ayant pas ratifié l'accord de Paris sur les changements climatiques.



## ■ Regain de confiance

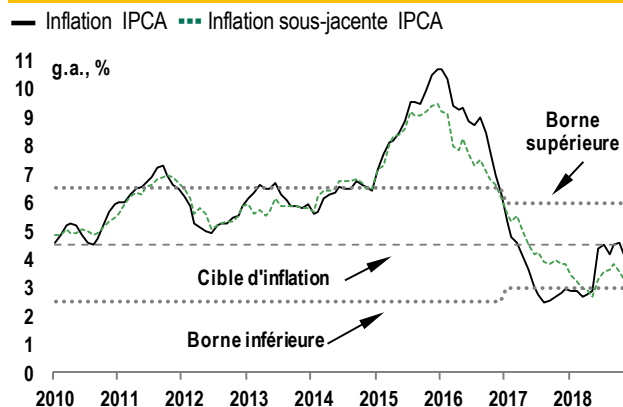
La reprise économique se poursuit mais reste hésitante. Le PIB a progressé de 0,8% t/t en données cvs et de 1,3% en glissement annuel (g.a.) au T3 2018. La croissance trimestrielle a bénéficié d'un effet de base important dû à un T2 largement impacté par la grève des routiers. Du côté de la demande, la croissance a été tirée par l'investissement et la consommation privée pour respectivement 1,3 p.p. et 0,9 p.p. En revanche, la contribution nette des échanges extérieurs a été négative (-1,5 p.p., cf. graphique 2). L'offre restant supérieure à la demande, la contribution des stocks à la variation annuelle du PIB a de nouveau été positive (+0,5 p.p.). L'acquis de croissance était de 1,1% au T3.

L'économie bénéficie actuellement de facteurs de soutien atténuant le risque de retournement conjoncturel. L'amélioration de la situation financière de l'ensemble des ménages devrait soutenir la consommation. Après avoir connu une croissance négative pendant la majeure partie de 2016, les salaires réels se sont redressés progressivement. Le ratio de dette des ménages en pourcentage du revenu disponible s'est aussi amélioré. Le risque inflationniste étant contenu, la politique monétaire devrait par ailleurs restée accommodante (graphique 3). Le crédit aux ménages, qui progresse à un rythme mensuel en g.a. de l'ordre de +6,5%, continuera de soutenir la consommation privée tandis que l'élargissement de la base de financement du crédit hypothécaire devrait stimuler l'investissement résidentiel.

La période post-électorale a été marquée par un rebond des marchés financiers et, plus généralement, par une amélioration du climat de confiance. L'indicateur de confiance à la consommation (CCI) a progressé vigoureusement au T4, atteignant son plus haut niveau en décembre depuis avril 2014. Le climat des affaires reflète la volonté de la nouvelle équipe dirigeante de mettre en œuvre des politiques publiques favorables aux entreprises. L'indice de confiance des entreprises (BCI) a augmenté d'1 point en décembre pour atteindre 95,9 points, soit son plus fort rebond depuis mars 2014. Cette augmentation a été largement tirée par un regain d'optimisme notamment dans les secteurs des services, du commerce et de la construction (graphique 4). L'indice PMI composite est également revenu dans la zone d'expansion pour la première fois depuis mai, atteignant 52,4 points en décembre. La victoire de Bolsonaro a également déclenché une série d'introductions en Bourse au terme de plusieurs mois de paralysie. Le marché des actions a atteint des sommets avec une hausse de 12% depuis le second tour des élections. Le taux de change s'est quelque peu redressé depuis l'entrée en fonction de Bolsonaro (+4%), après une année de baisse du real face au dollar (-15%).

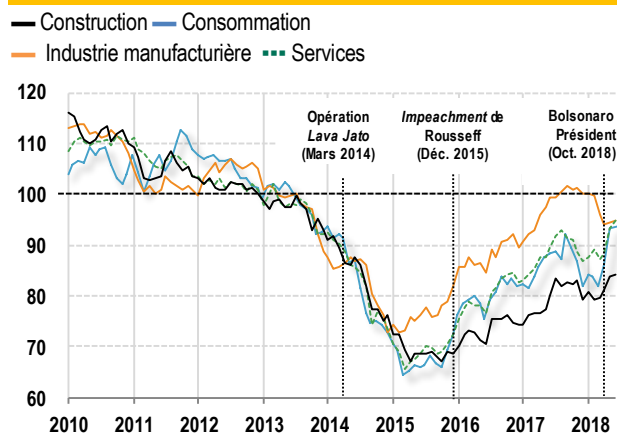
La résurgence des mouvements sociaux – à commencer par une possible nouvelle grève des routiers – constitue le principal risque conjoncturel à court terme. De plus, l'industrie tourne toujours au ralenti, en témoignent les taux d'utilisation des capacités productives dans le secteur manufacturier qui demeurent bien en deçà des niveaux d'avant-crise. La production automobile (-14% au second semestre) traduit bien la faiblesse de la production industrielle qui stagne depuis juillet. Le crédit aux entreprises reste

### 3- L'inflation reste contenue en deça de la cible



Sources : IBGE, BNP Paribas

### 4- Rebond des indices de confiance après l'élection



Sources : IBRE/FGV, BNP Paribas

pour sa part en berne, affichant un taux de croissance réel négatif depuis décembre 2014.

Plus fondamentalement, des marges de manœuvres limitées en matière de politique budgétaire ne permettent plus de relancer l'économie. Même s'il s'est un peu infléchi, le taux de chômage demeure élevé à 11,6%. Des obstacles structurels - faibles niveaux d'investissement, de productivité, d'ouverture commerciale et des niveaux élevés d'informalité, d'inégalité et de corruption - continueront de peser sur les perspectives de croissance à moyen-terme.

Salim, HAMDAD

[salim.hammad@bnpparibas.com](mailto:salim.hammad@bnpparibas.com)

# Russie

## 2019 : une année plus incertaine

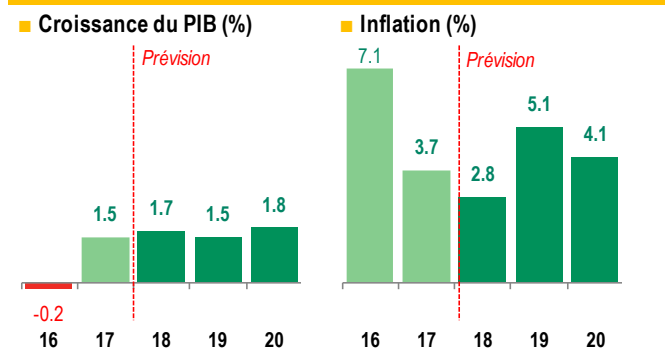
L'année 2018 a été marquée par une reprise de la croissance, un retour du surplus budgétaire, une hausse de l'excédent courant et la création d'un organisme de défaisance pour assainir le secteur bancaire. Le « nouveau » gouvernement Poutine a par ailleurs affirmé sa volonté de soutenir la croissance potentielle en augmentant l'âge de départ à la retraite et en adoptant un vaste programme de dépenses publiques pour les six prochaines années. Néanmoins, les risques qui pèsent à court terme sur l'économie sont en hausse. L'activité pourrait être pénalisée par le durcissement monétaire et la hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> janvier. Par ailleurs, un renforcement des sanctions américaines est à craindre, lequel pourrait générer de nouvelles pressions à la baisse sur le rouble.

### ■ Ralentissement de la croissance au T3 2018

Au troisième trimestre 2018, la croissance économique russe a décéléré à 1,5% en glissement annuel (g.a.) après 1,9% au trimestre précédent. Elle a atteint 1,6% sur les trois premiers trimestres de l'année 2018. La production de pétrole a rebondi de 5%, reflet de la hausse progressive des quotas (+4% au deuxième semestre) mais l'activité s'est contractée dans le secteur agricole, la croissance dans l'industrie a légèrement décéléré alors qu'elle a fortement augmenté dans les services. Les indicateurs avancés dans le secteur manufacturier comme dans les services restent favorables mais la décélération du pouvoir d'achat des salaires enregistrée depuis le mois d'août et la hausse du taux de TVA, de 18% à 20%, le 1<sup>er</sup> janvier devraient peser sur la consommation des ménages.

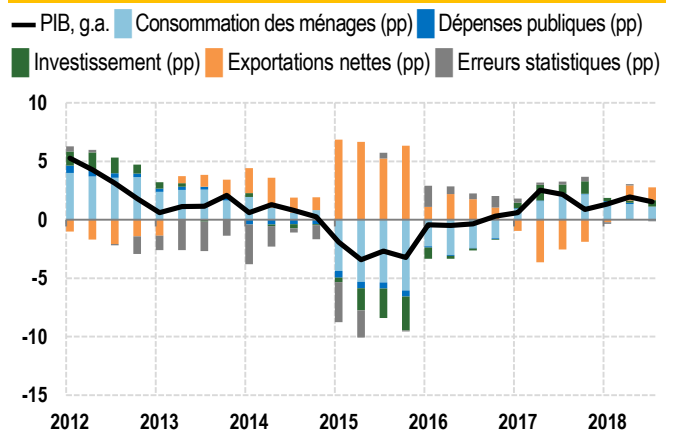
Depuis le début du deuxième semestre 2018, l'inflation a accéléré pour atteindre +3,8% en g.a. en novembre contre 2,3% en moyenne sur les six premiers mois de l'année. Pour l'instant, elle reste en deçà de la cible de 4% fixée par les autorités monétaires. Cette accélération reflète l'augmentation des prix des produits alimentaires, non alimentaires et des services. Elle s'explique par trois facteurs : des effets de base défavorables (en 2017 la récolte agricole avait été particulièrement bonne et ainsi favorisé une détente des prix alimentaires), la hausse des prix de l'essence qui s'est traduite par une hausse des coûts de transport et la dépréciation du rouble. A horizon des deux prochaines années, les perspectives de croissance restent modestes et les risques qui pèsent sur l'économie sont élevés. En premier lieu, la Russie s'est engagée en décembre 2018 à réduire sa production de pétrole de 230 000 barils par jour (l'équivalent de 2% de la production actuelle) à partir du mois de janvier 2019. Par ailleurs, l'activité domestique devrait être pénalisée par la hausse de la TVA et les effets de second tour qu'elle pourrait générer. A ce jour, la Banque centrale russe estime que la hausse des prix sur l'ensemble de l'année 2019 devrait être comprise entre 5% et 5,5% pour revenir à 4% en 2020 en moyenne. Néanmoins, le risque inflationniste pourrait être revu à la hausse si le Congrès américain décidait d'imposer des sanctions supplémentaires à l'encontre de la Russie, lesquelles pourraient alors générer de nouvelles pressions à la baisse sur le rouble. Pour contenir les risques de dérapage inflationniste, les autorités monétaires ont relevé de 25 points de base leurs taux directeurs en décembre dernier, à 7,75%, et annoncé d'ores et déjà de possibles nouvelles hausses de taux. Le durcissement de la politique

### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Ralentissement de la croissance au T3 2018



Source : CEIC

monétaire pourrait pénaliser l'investissement, dont la croissance a déjà commencé à décélérer au deuxième trimestre.

A plus long terme, la Banque mondiale estime que la croissance potentielle de la Russie continuerait de s'éroder de 1,5% en 2017 à 1,3% d'ici 2022. L'institut estime néanmoins qu'elle pourrait être relevée à 3% si d'importantes réformes étaient mises en oeuvre<sup>1</sup> afin d'accroître la population active (relèvement de l'âge de départ à la retraite, politique en faveur de l'immigration) et favoriser la diffusion du progrès technique

<sup>1</sup> Russia, Economic Report, November 2018.



### ■ Une politique budgétaire pour soutenir la croissance

Les finances publiques russes se sont sensiblement consolidées sur les onze premiers mois de l'année 2018 conjointement à la forte hausse des revenus et à la bonne maîtrise des dépenses publiques. Néanmoins, le gouvernement a provisoirement abandonné son objectif d'équilibrer le solde primaire pour les six prochains exercices budgétaires et prévoit désormais un déficit primaire de 0,5% du PIB. Le gouvernement s'est, en effet, engagé à accroître les dépenses structurelles afin de soutenir la croissance. Ce « dérapage » devrait toutefois être contenu.

Sur les 11 premiers mois de l'exercice 2018, l'excédent budgétaire du gouvernement fédéral a atteint 3,7% du PIB alors qu'en 2017 à la même époque, il affichait un déficit de 0,7%. Dans le même temps, le déficit hors revenus pétroliers et gaziers a été ramené à 4,9% du PIB, soit un point de pourcentage de moins qu'en 2017, reflet de la baisse du ratio des dépenses rapportées au PIB. Le solde primaire du gouvernement et des administrations a enregistré un excédent de plus de 3% sur les 10 premiers mois de l'année.

En 2018, la consolidation des finances publiques devrait permettre de réduire le ratio de la dette publique rapportée au PIB avant qu'il n'augmente progressivement au cours des six prochaines années suite à la hausse des dépenses publiques à partir de 2019.

En mai 2018, le gouvernement a annoncé plusieurs mesures visant notamment à inverser la dynamique démographique, élever le PIB potentiel, réduire la pauvreté, et allonger la durée de vie, à l'horizon 2024. Pour ce faire, le ministère des finances s'est engagé à augmenter les dépenses dans de nombreux domaines (éducation, santé, infrastructures, soutien aux PME, etc.). Le coût de ces dépenses est estimé à 1,1% du PIB par an au cours des six prochaines années. Le gouvernement prévoit de les financer en partie par la hausse de la TVA (laquelle devrait générer une hausse des recettes de 0,5 à 0,6 point de PIB tous les ans) et par une rationalisation de la fiscalité sur le secteur pétrolier d'ici 2024. Le solde serait financé par des émissions de dette sur le marché domestique. La hausse de la dette publique resterait néanmoins limitée à cinq points de pourcentage de PIB.

### ■ Le secteur bancaire toujours fragile

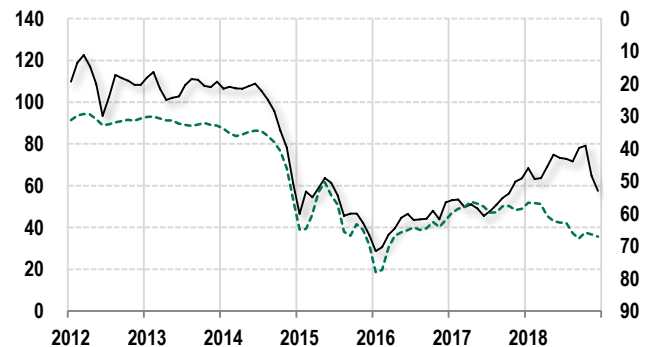
Le secteur bancaire reste fragile car exposé au risque de crédit, d'une part, et au risque de taux d'intérêt, d'autre part. Néanmoins le soutien du gouvernement, l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques et les mesures prises par les autorités monétaires sont favorables à sa consolidation.

Au cours des douze derniers mois, la qualité des actifs bancaires ne s'est pas améliorée, en dépit d'une meilleure situation financière des entreprises depuis la reprise de l'activité économique (les entreprises reçoivent 70% des prêts bancaires). La part des créances douteuses dans l'ensemble du secteur bancaire est restée quasiment stable à 10,7% au T3 2018 selon le FMI contre 10,2% fin 2017). En revanche, la part des prêts en défaut ou sur le point de l'être<sup>2</sup>, a continué d'augmenter, selon la banque centrale russe,

<sup>2</sup> Catégorie IV et V. Ces statistiques intègrent les mauvaises créances détenues par les banques publiques recapitalisées en 2017 Promsvyazbank, Otkritie, B&N.

### 3- Le rouble reste déconnecté du pétrole depuis 2017

— Prix du pétrole (USD, éch. gauche)  
 --- Cours de change du RUB par USD (échelle inversée, droite)



Sources : Irving, NBER

atteignant 11,9% en octobre contre 10,5% fin 2017). Les secteurs d'activité les plus fragiles sont ceux de la construction et de l'immobilier où la part des crédits risqués a continué d'augmenter au cours des douze derniers mois. Les entreprises endettées en devises pourraient voir leur situation se dégrader encore davantage suite à la dépréciation du rouble.

La forte accélération du crédit aux ménages au cours des douze derniers mois pourrait devenir une source de préoccupation. Elle a atteint +22,5% en octobre en g.a. (vs 10,7% il y a un an). Jusqu'à présent, la baisse des taux d'intérêt sur les crédits aux ménages à plus d'un an (-165 pb en un an) avait permis de contenir partiellement la hausse de leur charge d'endettement. Néanmoins, la croissance du crédit étant supérieure à celle des revenus des ménages, le ratio de dette rapportée à leur revenu a augmenté, même s'il reste encore très modéré autour de 25%. A ce jour, les arriérés de paiement sur les crédits à la consommation ou sur les crédits hypothécaires n'ont pas augmenté. Cependant, pour contenir les risques, la banque centrale a pris en mai et en septembre 2018 des mesures visant à renforcer la pondération des crédits à la consommation et des crédits hypothécaires (pour ceux avec des acomptes minimales) dans le calcul des actifs pondérés à risque afin d'inciter les banques à réduire leur exposition aux ménages. Fin octobre 2018, les ratios de solvabilité des banques étaient satisfaisants. Le CAR et le Tier-1 CAR atteignaient respectivement 12,4% et 9,5% en octobre 2018.

La hausse du risque de taux d'intérêt est l'autre source d'inquiétude. Selon la banque centrale, l'exposition des banques au risque de taux d'intérêt s'est accentuée en raison des déséquilibres croissants d'échéances entre leurs avoirs (longs) et leurs engagements (courts). En octobre 2018, leurs avoirs à moins d'un an ne couvraient que 61% de leurs engagements à moins d'un an (contre 63% en janvier 2018).

Johanna Melka

[johanna.melka@bnpparibas.com](mailto:johanna.melka@bnpparibas.com)



# Royaume-Uni

## Actualité du Brexit

Le 15 janvier 2019, les députés britanniques ont rejeté le projet d'accord sur le Brexit auquel les Chefs d'Etat de l'Union européenne étaient parvenus deux mois auparavant. Avec 432 voix contre sur 634 suffrages exprimés, ce vote fragilise nettement la première ministre, Theresa May, en vue de ses prochaines discussions avec l'Union européenne et les membres de son Parlement. Tout paraît aujourd'hui possible, à commencer par un report de la date officielle de retrait, prévue le 29 mars.

Un mois de tractations supplémentaire – les députés britanniques devaient initialement s'exprimer le 11 décembre 2018 - n'aura donc pas suffi à la première ministre britannique, Theresa May, pour obtenir le soutien de sa propre majorité, ni l'engagement de l'UE sur une durée limitée du « *backstop* »<sup>1</sup>, voire son évitement. Ce dernier constitue en effet le principal point d'achoppement du projet d'accord pour la sortie du Royaume-Uni de l'UE, mais pas le seul puisque les voix en faveur d'un second référendum se font de plus en plus pressantes, remettant en cause le principe même du Brexit. Ce dernier scénario a été alimenté par l'avis de la Cour de Justice de l'UE du 10 décembre 2018, selon lequel le Royaume-Uni est « *libre de révoquer unilatéralement (...) son intention de se retirer de l'Union européenne* ». L'issue d'un second référendum serait toutefois hautement incertaine, compte tenu des sondages.

À défaut d'être annulé, le Brexit pourrait être reporté si le gouvernement britannique le demande. L'UE y réfléchirait, tout en étant contrainte par les élections législatives européennes prévues entre le 23 et le 26 mai 2019 puisque le Parlement européen doit lui aussi entériner l'accord de retrait – si accord il y a. Les députés européens actuellement en fonction sont censés tenir leur dernière session plénière du 16 au 18 avril 2019, tandis que le parlement prochainement élu, sans représentant britannique, prendra ses fonctions tout début juillet 2019. Dans ces conditions, l'UE pourrait reculer l'échéance de l'Article 50 au-delà du 29 mars afin de laisser du temps au Royaume-Uni pour que ses députés adoptent un texte, convoquer des élections législatives nationales, ou encore soumettre à nouveau le sujet à l'avis de sa population. Reste à savoir quel délai sera accordé et s'il sera suffisant pour trouver une solution au dénouement de ce Brexit.

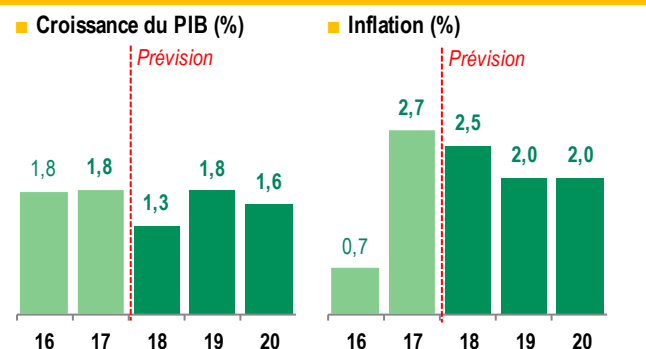
### ■ Poursuite des activités financières

En cas de Brexit, avec ou sans accord, le Royaume-Uni deviendra un pays tiers et sera *a priori* soumis au régime des équivalences s'agissant de ses échanges de services financiers avec l'Espace économique européen (EEE)<sup>2</sup> en lieu et place des passeports

<sup>1</sup> Afin d'éviter la réintroduction d'une frontière physique entre les deux Irlande, un filet de sécurité (*backstop*) prévoit de maintenir le Royaume-Uni et l'Union européenne dans une union douanière au-delà de la période de transition s'achevant le 31 décembre 2020, ceci en cas de progrès insuffisant concernant le cadre des relations futures.

<sup>2</sup> Suite à l'accord de 1992, l'EEE comprend l'UE et trois des pays de l'AELE : l'Islande, la Norvège et le Lichtenstein, la Suisse ayant refusé par référendum d'y adhérer.

## 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

européens en vigueur jusque-là. À cet égard, l'adoption du projet d'accord sur le Brexit par les députés britanniques ce 15 janvier n'aurait pas eu d'autre effet que de retarder la perte de ces passeports à la fin de la période de transition prévue puisque l'UE refuse de les répliquer au bénéfice du Royaume-Uni après son retrait. Or le régime des équivalences est nettement moins avantageux et stable que celui des passeports. Soumis à l'acceptation par les autorités européennes, il peut être accordé pour une durée limitée et porte sur des champs géographiques et d'activités moins larges. Autant de restrictions qui risquent d'entraver l'accès des sociétés européennes à la place de Londres et réciproquement pour les sociétés britanniques. Ce changement de régime requerrait également une modification de statut des sociétés britanniques et européennes désireuses de poursuivre leurs activités dans l'EEE pour les premières, et au Royaume-Uni pour les secondes.

Ceci étant, le secteur financier passe pour être l'un des mieux préparés, y compris à une sortie sans accord. Dans cette perspective, la Commission européenne estime cependant qu'un arrêt brutal de l'accès des sociétés européennes aux chambres de compensation londoniennes pourrait affecter la stabilité financière de l'UE. C'est pourquoi elle est prête à autoriser cet accès durant les 12 mois suivants une éventuelle sortie sans accord pour laisser le temps aux sociétés européennes de s'adapter et aux chambres de compensation londoniennes d'obtenir les équivalences nécessaires à la poursuite de leurs activités avec l'EEE.

Laure Baquero

[laure.baquero@bnpparibas.com](mailto:laure.baquero@bnpparibas.com)



## Global

### Peu d'avancées dans les négociations sur le climat

Les participants à la COP 24 ont à peine réussi à se mettre d'accord sur des règles de mesure, de notification et de vérification des émissions de carbone. En attendant, le monde s'éloigne toujours un peu plus de son objectif de limiter le réchauffement climatique à 1,5°C. Les émissions de CO<sub>2</sub> sont appelées à augmenter d'ici à 2030 alors qu'elles devaient atteindre un pic en 2020. Les pays sous-estiment l'urgence de la situation ou sont freinés dans leur action par des intérêts commerciaux. La législation en matière de protection de l'environnement se heurte, par ailleurs, à une opinion publique de plus en plus réfractaire. Il faut donc améliorer l'élaboration des politiques climatiques. L'OMC doit, par ailleurs, être associée au débat sur le changement climatique.

#### ■ COP 24 : des résultats a minima

L'Accord de Paris sur le climat, conclu lors de la 21<sup>e</sup> Conférence des Parties (COP 21), en 2015, a marqué une étape importante dans le processus de réduction des émissions de CO<sub>2</sub> dans le monde. Les quelque 200 pays participants ont convenu de limiter le réchauffement climatique à 2°C par rapport à l'ère préindustrielle et de poursuivre les efforts en vue de le maintenir en dessous de 1,5°C. De plus, les pays développés ont renouvelé leur engagement à mobiliser conjointement USD 100 mds en faveur de l'action pour le climat dans les pays les moins développés.

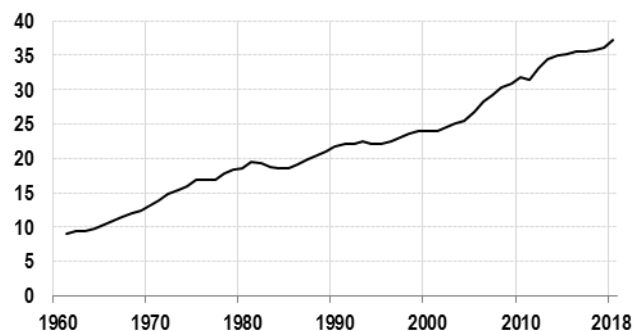
L'accord est peu exigeant. Avant la COP 21, les pays avaient annoncé leurs propres plans d'action pour le climat, appelés « contributions nationales déterminées » (NDC) qui, dans la plupart des cas, n'étaient pas très ambitieux. Les signataires ont décidé que les détails de l'accord, tels que la mesure des émissions et les procédures de relèvement des engagements nationaux, seraient arrêtés lors des prochaines conférences des parties.

Ce fut un processus laborieux. Aucun progrès ou presque n'a été enregistré concernant un accord sur les USD 100 mds de financements en faveur du climat à l'horizon 2020, alors que la promesse en avait été faite lors de la COP 15 en 2009. La COP 24, qui s'est tenue l'année dernière à Katowice (Pologne), a été décevante. Les participants ont tout juste réussi, au dernier moment, à s'accorder sur des règles de mesure, de notification et de vérification des émissions de carbone.

Avant la COP 24 à Katowice (Pologne), le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC), a publié un rapport spécial intitulé : « *Global warming of 1,5 °C* » (réchauffement planétaire de 1,5°C). Le principal message délivré est que la planète se réchauffe rapidement et que des mesures plus importantes doivent être prises pour ramener l'économie mondiale sur une trajectoire bas carbone. Il est important, soulignent les auteurs du rapport, de maintenir le réchauffement climatique en dessous de 1,5°C, un objectif qui implique beaucoup plus d'investissements, en particulier, dans les sources d'énergie renouvelable. La conférence n'a pas approuvé le rapport du GIEC sur le réchauffement climatique de 1,5°C en raison de l'opposition de quatre pays producteurs de pétrole : les États-Unis, l'Arabie Saoudite, la Russie et le Koweït.

#### 1- Les émissions de CO<sub>2</sub> continuent de croître

GtCO<sub>2</sub> par an



Source : Global Carbon Project

Le temps presse pour les négociateurs qui doivent trouver une solution sur la manière de revoir à la hausse les ambitions nationales sur le climat. Le secrétaire général de l'ONU, Antonio Guterres, a annoncé un sommet spécial pour les chefs d'État et de gouvernement en septembre 2019, avant la COP 25. C'est à l'occasion de la COP 25, qui doit se tenir au Chili, que les participants décideront du processus de rehaussement des nouveaux objectifs sur le climat.

#### ■ Un contexte politique défavorable

Même si les premiers signes du changement climatique sont déjà perceptibles, nombre de participants à la Conférence des Parties continuent de nier l'urgence d'une action immédiate, car, pour la plupart d'entre eux, les effets catastrophiques d'un tel changement ne se feront sentir que bien au-delà de l'horizon de prévision traditionnel. C'est ce que Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, appelle « la tragédie des horizons ». Normalement, les gouvernements ont la responsabilité de développer des politiques et un environnement réglementaire appropriés pour remédier aux défaillances du marché.

Des intérêts commerciaux freinent l'action de certains pays dans ce domaine. L'approvisionnement en combustibles fossiles et l'investissement dans l'énergie thermique relèvent de plus en plus d'entreprises publiques. Au cours de la COP 24, les États-Unis et l'Australie se sont ouvertement fait les défenseurs de l'industrie du





charbon. La délégation australienne a fait valoir que le développement de solutions de capture et de stockage du carbone pouvait réduire efficacement les émissions. Ce type d'argument va à l'encontre des recommandations des climatologues, selon lesquels les pays devraient assurer dès que possible leur transition vers des sources d'énergie renouvelable pour éviter des niveaux catastrophiques de réchauffement climatique.

En juin 2017, le président Trump a annoncé le retrait des États-Unis de l'Accord de Paris sur le climat. Pour le moment, les États-Unis restent associés aux négociations sur le climat car, selon les termes de l'accord, le pays ne pourra en sortir officiellement qu'en novembre 2020. Principal argument avancé par la première puissance économique mondiale : le traité est contraire à ses intérêts commerciaux. Grâce à une grande habileté diplomatique, déployée en particulier dans les pays de l'UE, principal soutien de l'accord, on a pu éviter qu'un autre pays suive l'exemple américain. De plus, même aux États-Unis, la décision a été largement contestée. Certains États, municipalités et entreprises ont décidé de renforcer leur action pour compenser l'absence de mesures au niveau du gouvernement fédéral.

Le Brésil pourrait emboîter le pas aux États-Unis. Pendant sa campagne, le président récemment élu, Jair Bolsonaro, s'est en effet engagé à retirer son pays de l'Accord de Paris. Le pays a déjà renoncé à accueillir la COP 25, officiellement pour des raisons budgétaires. Cette conférence doit, désormais, avoir lieu au Chili. Le départ du Brésil pourrait porter un coup fatal à l'accord, car d'autres pays en développement risquent, à leur tour, de revoir leur position.

Cependant, les intérêts commerciaux peuvent aussi empêcher ce pays de s'engager dans cette voie. Dans le discours qu'il a prononcé devant l'assemblée générale des Nations-Unies, le président français, Emmanuel Macron, a annoncé que son pays et, par extension, l'ensemble de l'Union européenne, ne signeraient aucun accord commercial avec un pays qui ne respecterait pas l'Accord de Paris. De plus, les accords commerciaux de l'UE devraient intégrer les obligations environnementales et sociales. Sa position a reçu le soutien public de Cecilia Malmström, Commissaire au commerce de l'UE. Un retrait éventuel du Brésil pourrait donner un coup d'arrêt aux négociations sur l'accord de libre-échange entre l'UE et les pays du Mercosur. Or cela se retournerait contre le Brésil et son très important secteur agricole. De plus, ce pays est aussi l'un des principaux bénéficiaires de l'Accord de Paris : l'importante forêt tropicale constituant un puits de carbone efficace, le pays reçoit, à ce titre, des aides pour arrêter la déforestation.

### ■ Une approche différente s'impose

Pour limiter le réchauffement de la planète à 1,5°C, les émissions de gaz à effet de serre devaient atteindre un point culminant en 2020. Cependant, comme cela a été annoncé au cours de la COP 24, les émissions de CO<sub>2</sub> ont encore augmenté en 2018. Selon le rapport de l'ONU sur l'écart entre les besoins et les perspectives en matière de réduction des émissions (*UN Emissions Gap Report*), les rejets de gaz à effet de serre des pays du G20, en tant que groupe, n'atteindront pas un pic d'ici 2030 sans un

relèvement rapide des ambitions et actions au cours des prochaines années.

Malheureusement, nombre de pays accusent un plus grand retard encore sur les engagements nationaux en matière d'environnement. L'un des problèmes qu'il convient de souligner est que la législation sur l'environnement se heurte à une opinion publique de plus en plus réfractaire. Dès lors que le changement climatique ne semble pas être une urgence immédiate, il est très tentant de se comporter en « passager clandestin » (*free-rider*) et de laisser les générations futures consentir l'essentiel des efforts en matière de réduction des gaz à effet de serre.

Les taxes carbone, en particulier, se heurtent à des résistances : pour passer rapidement à des solutions alternatives moins coûteuses, le prix à payer pour les usagers est élevé. Par ailleurs, le lien entre les taxes carbone et les objectifs sur le climat n'est pas toujours évident pour les contribuables. Ces taxes peuvent simplement être perçues comme un autre moyen de financer le budget. En France, une légère hausse des taxes sur les carburants, en 2018, a déclenché d'importantes manifestations de rue, contraignant le gouvernement à annuler cette mesure. Dans l'État de Washington, les électeurs ont aussi, récemment, rejeté une taxe carbone.

L'une des solutions pourrait consister en une meilleure conception des politiques climatiques. Récemment, George Shultz et Ted Halstead ont proposé le *Carbon Dividends Plan* (plan taxe-dividende sur le CO<sub>2</sub>), reposant sur l'instauration d'une redevance carbone dont les rentrées ou « dividendes » seraient directement reversées à la population. Comme les foyers les plus aisés ont tendance à polluer plus dans l'absolu, ils supporteraient les coûts les plus élevés tandis que les gains nets les plus importants iraient, selon les auteurs, aux déciles de revenus les plus bas.

Le deuxième problème réside dans le fait que l'Accord de Paris sur le climat n'est pas, à proprement parler, contraignant : les pays ont fixé librement leurs propres objectifs, ils ne sont pas soumis à des sanctions si ces objectifs ne sont pas atteints et peuvent se retirer de l'Accord lorsqu'ils le souhaitent. On observe, néanmoins, certains changements de comportement. Ainsi, l'Union européenne met d'ores et déjà en avant la nécessité d'intégrer des clauses sociales et environnementales dans les accords commerciaux. William D. Nordhaus, lauréat 2018 du prix Nobel d'économie, suggère, quant à lui, la formation de coalitions, appelées « clubs climatiques » entre pays acceptant un prix du carbone. Des droits à l'importation seraient appliqués aux produits en provenance de pays n'appartenant pas au club. Ces droits pourraient être établis en fonction du contenu carbone des produits. Une idée intéressante pouvant nécessiter la participation de l'OMC au débat sur le changement climatique.

**Raymond Van der Putten**

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)



## Synthèse des prévisions économiques\*

%	Croissance du PIB			Inflation		
	2018 e	2019 e	2020 e	2018 e	2019 e	2020 e
<b>Avancés</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
États-Unis	2,9	2,1	1,5	2,4	1,8	2,0
Japon	0,9	0,7	0,3	1,0	0,6	1,4
Royaume-Uni	1,3	1,8	1,6	2,5	2,0	2,0
<b>Zone euro</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>
Allemagne	1,6	1,5	1,3	1,8	2,2	1,6
France	1,5	1,6	1,3	2,1	1,5	1,6
Italie	1,0	0,6	0,5	1,3	1,5	1,2
Espagne	2,5	2,2	2,0	1,7	1,7	1,3
<b>Emergents</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	1,9	2,5
Inde	7,4	7,6	7,8	3,8	4,0	4,1
Brésil	1,3	3,0	2,5	3,7	3,8	3,6
Russie	1,8	1,7	1,6	2,8	3,6	4,2

Source : BNPP Group Economic Research (e: Estimations, prévisions)

## Synthèse des prévisions financières\*

Taux d'intérêt, %	2018				2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période											
<b>E-Unis</b> Fed Funds	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	2,50	3,00	3,00
Libor 3m \$	2,31	2,34	2,40	2,81	2,90	3,05	3,05	3,05	2,81	3,05	2,80
Treas. 10a	2,75	2,86	3,06	2,69	3,30	3,40	3,45	3,50	2,69	3,50	3,25
<b>Z. euro</b> Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20
Euribor 3M	-0,33	-0,32	-0,32	-0,31	-0,30	-0,25	-0,20	-0,15	-0,31	-0,15	0,00
Bund 10a	0,50	0,31	0,47	0,25	0,55	0,60	0,80	1,00	0,25	1,00	0,90
OAT 10a	0,60	0,62	0,75	0,71	0,95	1,00	1,10	1,25	0,71	1,25	1,15
<b>R-Uni</b> Taux BoE	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,50
Gilt 10a	1,39	1,33	1,48	1,27	1,70	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
<b>Japon</b> Taux BoJ	-0,07	-0,07	-0,06	-0,07	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,10
JGB 10a	0,04	0,03	0,13	0,00	0,15	0,15	0,15	0,14	0,00	0,14	0,08

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux de change	2018				2019				2018	2019e	2020e
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2e	T3e	T4e			
Fin de période											
USD EUR / USD	1,23	1,17	1,16	1,14	1,15	1,17	1,21	1,25	1,14	1,25	1,34
USD / JPY	106	111	114	110	110	108	105	100	110	100	90
GBP / USD	1,40	1,32	1,30	1,27	1,32	1,36	1,41	1,47	1,27	1,47	1,58
USD / CHF	0,96	0,99	0,98	0,99	1,01	1,00	0,98	0,96	0,99	0,96	0,93
EUR EUR / GBP	0,88	0,88	0,89	0,90	0,87	0,86	0,86	0,85	0,90	0,85	0,85
EUR / CHF	1,18	1,16	1,13	1,13	1,16	1,17	1,18	1,20	1,13	1,20	1,25
EUR / JPY	131	129	132	125	127	126	127	125	125	125	121

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

\*Chiffres à fin novembre 2018 (mise à jour trimestrielle)



# Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJLDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

## ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Louis BOISSET** +33.(0)1.57.43.02.91 louis.boisset@bnpparibas.com  
Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com  
Statistiques

## ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Laure BAQUERO** +33.(0)1.43.16.95.50 laure.baquero@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT** +33.(0)1.40.14.30.77 thomas.humbloit@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Ukraine, Europe centrale

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.43.86 sara.confalonieri@bnpparibas.com  
Afrique lusophone et anglophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

■ **Salim HAMMAD** +33.(0)1.42.98.74.26 salim.hammad@bnpparibas.com  
Amérique latine

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com  
Contact Média

## NOS PUBLICATIONS



### CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



### EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



### PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



### ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail...



### ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



### ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



### ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :  
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT  
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN  
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>  
OU TWITTER  
[https://twitter.com/EtudesEco\\_BNPP](https://twitter.com/EtudesEco_BNPP)



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques de BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : [group.bnpparibas.com](http://group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William De Vijlder