ECO PERSPECTIVES

2^e trimestre 2019 (achevé de rédiger le 17 avril 2019)

Editorial

L'inconfort persiste malgré des signes encourageants

Les données récentes sur la Chine et la zone euro indiquant une stabilisation de la croissance ont été accueillies avec soulagement. Aux États-Unis, la croissance devrait rester à un niveau satisfaisant à court terme malgré le ralentissement. Des inquiétudes persistent néanmoins sur la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale. Le FMI, qui a de nouveau révisé à la baisse ses prévisions, table sur un léger rebond au second semestre, sans plus. L'aplatissement de la courbe de taux US alimente les craintes d'une croissance décevante .../...

p. 2



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



La banque d'un monde qui change



Editorial

L'inconfort persiste malgré des signes encourageants

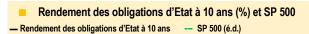
Les données récentes sur la Chine et la zone euro indiquant une stabilisation de la croissance ont été accueillies avec soulagement. Aux États-Unis, la croissance devrait rester à un niveau satisfaisant à court terme malgré le ralentissement. Des inquiétudes persistent néanmoins sur la vigueur sous-jacente de l'économie mondiale. Le FMI, qui a de nouveau révisé à la baisse ses prévisions, table sur un léger rebond au second semestre, sans plus. L'aplatissement de la courbe de taux US alimente les craintes d'une croissance décevante. La Fed, confiante dans les perspectives, se montre toutefois patiente dans sa politique, un ton accommodant que les bourses ont salué. Cependant, les marchés des actions et des obligations envoient des signaux très différents concernant la croissance future. Une préoccupation supplémentaire sur une liste déjà longue.

Des signes encourageants

Après des mois de fléchissement, les données récentes, qui indiquent une légère amélioration, ont été accueillies avec soulagement. En Chine, l'indice des directeurs d'achat pour le mois de mars a rebondi, quoiqu'à un niveau à peine supérieur à 50, et la croissance au premier trimestre s'inscrit à 6,4 %, inchangée par rapport au trimestre précédent et légèrement supérieure aux attentes. Il n'en fallait pas davantage pour redonner de l'espoir aux partenaires commerciaux de la Chine et, en particulier, à l'Allemagne où l'évaluation des exportations avait sensiblement baissé ces derniers mois. En Allemagne, précisément, les données ont également progressé dans les services, le commerce et la construction, à l'exception notable de l'industrie manufacturière, toujours dans une mauvaise passe. Le PMI des services, en hausse en mars dans la zone euro, porté par une embellie en Italie et en Espagne, est resté stable en Allemagne, à un niveau bien supérieur à 50. En France, les données reflètent également un léger mieux. Aux États-Unis, les chiffres médiocres de l'emploi pour février ont cédé la place à des données robustes pour le mois de mars.

L'inconfort est toujours là

Malgré des signes encourageants, les préoccupations restent entières, et ce pour de nombreuses raisons. Tout d'abord, l'aplatissement de la courbe de taux américaine. L'avance avec laquelle elle annonce une récession est variable et des années de politique monétaire expansionniste, dont le programme de quantitative easing, ont très probablement influencé le profil de la courbe. Mais du fait de sa fiabilité historique, cet indicateur avancé pourrait finir par influencer l'économie réelle en incitant les entreprises à une plus grande prudence en matière d'investissement ou de crédit bancaire. L'enquête Duke University auprès des directeurs financiers de 469 entreprises américaines, montre que 38 % d'entre eux s'attendent à une récession au premier trimestre 2020, 67 % au troisième trimestre 2020 et 84 % au troisième trimestre 2021. L'autre question qui se pose est de savoir si l'amélioration des données en Chine va être autoentretenue ou si les mesures de relance devront être poursuivies. Troisième point d'interrogation : les effets différés d'une longue incertitude. Concernant les négociations entre les États-Unis et la Chine, un accord semble prendre forme, mais il reste à savoir quelles en seront les conséquences concrètes (un meilleur accès au marché? Des flux commerciaux réorientés?). Entre-temps, les négociations entre les États-Unis et l'UE ont commencé et risquent de constituer une nouvelle source d'incertitude. De plus, le flou persiste sur l'issue du Brexit. Un extrait, tiré de l'édition d'avril 2019





Sources: Réserve fédérale américaine, Standard & Poor's, BNP Paribas

des Perspectives de l'économie mondiale du FMI frappe par son ton circonspect (soulignement ajouté): « La prévision de croissance mondiale reflète une combinaison de forces cycliques <u>qui s'essoufflent</u> et d'un retour à une croissance potentielle <u>timide</u> dans les pays avancés, une reprise <u>précaire</u> dans les pays émergents et les pays en développement, portée dans une large mesure par les pays qui sont confrontés actuellement à de <u>graves difficultés macroéconomiques</u>, et des facteurs <u>complexes</u> qui orientent les perspectives de la croissance potentielle dans les deux groupes de pays ».

L'appétit pour le risque oscille

En conséquence, le ton des banques centrales a évolué. Confrontée à un ralentissement de l'économie et à la faiblesse de l'inflation (inflation sous-jacente d'à peine 0,8 % en mars), la BCE va lancer une autre opération ciblée de refinancement à long terme (TLTRO). Cette opération devrait permettre de stimuler la croissance du crédit sur fond de ralentissement de la demande des entreprises. La Réserve fédérale américaine, qui bénéficie à la fois d'une croissance supérieure à la tendance et d'une inflation stable, proche de l'objectif, a souligné à plusieurs reprises qu'elle saurait se montrer patiente avant d'envisager un changement de politique monétaire. Ce type de discours a grandement contribué à un rebond des cours des actions au point que l'indice S&P500 est à présent proche de son record de fin septembre dernier. Quant aux rendements des Treasuries à 10 ans, ils se situent toujours à 70 points de base en dessous du niveau de fin septembre. Devant la divergence des signaux envoyés par les marchés, il y a de bonnes raisons d'être vigilant.

William De Vijlder william.devijlder@bnpparibas.com





Etats-Unis

Inversion vaut-elle récession ?

Si elle ralentit, la croissance économique des Etats-Unis conserverait un rythme somme toute enviable en 2019. Le Fonds monétaire international la situe encore à 2,3%, un chiffre qui, toutefois, contraste avec un discours de plus en plus prudent. Le taux d'endettement record des entreprises, l'opacité ainsi que la moindre sélectivité du marché des prêts à effet de levier, les valorisations boursières tendues, sont autant de risques pointés par l'Institution. La courbe des taux d'intérêt se retrouve, par ailleurs, quasiment inversée, ce qui a toujours constitué, par le passé, un signe avant-coureur de récession.

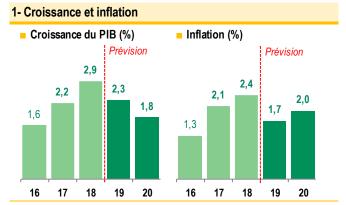
C'est désormais presque une habitude. Aux Etats-Unis, le changement d'année s'est accompagné d'une météo anormalement chaude et sèche au sud-ouest, humide et froide au nord-est, telle que l'activité a pu s'en trouver perturbée. Avatar possible du dérèglement climatique, la correction des variations saisonnières est devenue une gageure pour les statisticiens, et une source d'aléa dans l'évaluation du PIB (produit intérieur brut). Au premier trimestre de 2019 et après avoir crû de près de 3% en 2018, celui-ci aura, sans doute, marqué le pas. La fermeture partielle des services de l'Etat fédéral (shutdown) et l'affrontement commercial avec la Chine n'auront évidemment rien arrangé.

La plupart des observateurs de la conjoncture américaine jugent toutefois la baisse de régime transitoire. C'est notamment le cas des membres de la Réserve fédérale (Fed), qui prévoient un « solide rebond » de l'économie au second trimestre 1. De fait, quelques indicateurs, comme ceux du commerce mondial ou de l'emploi, se sont repris, après leur passage à vide de l'hiver dernier. La Bourse a aussi retrouvé des couleurs. Mais d'autres tendances ne se sont pas vraiment redressées. Euphorisée en 2018 par les baisses d'impôts, la croissance bénéficiaire des entreprises poursuit sa normalisation. Certaines enquêtes, comme celle menée par la Réserve fédérale de Philadelphie, témoignent d'anticipations d'industriels plus que mitigées au mois de mars. Réputé fiable, l'indicateur avancé de l'activité calculé par l'OCDE (Organisation pour la coopération et de développement économiques) baisse toujours.

Il n'est donc pas absolument certain que l'activité ait fini de freiner. A en juger par l'aspect quasi inversé de la courbe des taux d'intérêt², la situation économique des Etats-Unis pourrait même aller plus mal, au cours des mois et trimestres à venir, avant d'aller mieux. Pour certains, l'alerte est cependant à relativiser.

Cette fois, c'est différent

L'argument le plus souvent entendu est que la distribution par échéance des taux d'intérêt américains est biaisée par le programme d'achats d'actifs ou *quantitative easing* (QE) de la Fed. Sans lui, les rendements longs seraient plus élevés, la courbe ne se trouverait pas inversée. Une étude régulièrement citée de Bonis et

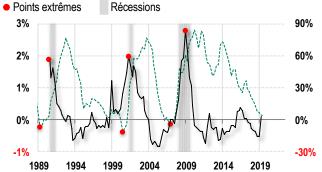


Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Que disent les inversions de courbes ?

- Banques resserrant leurs critères de prêts (solde, é.d.)

--- Ecart de taux 10 ans – 2 ans (*Treasuries*, é.g.)



Sources: Réserve fédérale, Refinitiv

al. (2017) évalue à -100 points de base l'impact du QE sur la prime de terme attachée aux *Treasuries*³. Mais comme celle-ci n'est pas directement observable, l'estimation est à considérer avec prudence; elle est assortie d'une marge d'erreur assez importante (+/- 50 points de base). En outre, la Fed, se désengage. Depuis octobre 2017, elle a réduit de quelque USD 500 milliards sa détention de titres; elle pèse donc moins directement sur la partie longue de la courbe.



¹ Federal Open Market Committee (2019), Minutes de la réunion des 19 et 20 mars 2019.

² Au 12/04/2019, les rendements à 2 ans (2,4%) et à 10 ans (2,5%) des obligations de l'Etat fédéral américain se confondaient presque ; ils étaient inférieurs au taux d'intérêt des bons du Trésor à 3 mois.

³ Bonis B., Ihrig J., Wei M. (2017), *The Effect of the Federal Reserve's Securities Holding on Longer-term Interest Rates*, FEDS Notes, April.



Ce n'est pas tant la politique quantitative de la banque centrale que son discours aux marchés qui a pu faire baisser les rendements obligataires ces derniers mois, jusqu'à les positionner au-dessous du niveau des taux courts. En prenant acte de la détérioration de la conjoncture, en indiquant une pause dans son resserrement monétaire, la Réserve fédérale a accompagné, sinon favorisé, le retournement des anticipations. Bien que les membres du Comité de l'open market aient paru moins inquiets lors de leur dernière réunion, les intervenants de marché continuent de pondérer à 50% la probabilité d'une baisse du loyer de l'argent en fin d'année. Signe qu'à leurs yeux, un ralentissement supplémentaire de l'activité et des prix reste possible, les forwards de taux à 3 mois dans 12 mois continuent d'évoluer au-dessous du taux spot.

L'inversion de la courbe des taux américains n'a finalement pas moins de portée en 2019 qu'en 1989, 2000 ou 2007. La régularité avec laquelle elle anticipe le retournement des cycles économique et monétaire est suffisamment éprouvée pour ne pas être sous-estimée. Une analyse émanant de la Réserve fédérale de Saint-Louis lui prête d'ailleurs un pouvoir explicatif dans les phases consécutives de récession (Wheelock, 2018) ⁴. Parce qu'elle dégrade les conditions de transformation des intermédiaires financiers, une situation de taux inversés peut, en effet, entraîner une plus forte sélectivité du crédit et freiner l'activité (graphique 2).

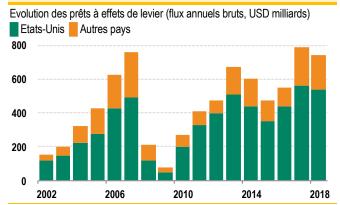
Le risque de grippage ne proviendrait pas tant des banques que des circuits alternatifs de financement de marché par lesquels la dette américaine a beaucoup gonflé. Les *Real Estate Investment Trust* (REITS), qui empruntent à court terme sur le marché du *repo* pour investir à long terme sur le compartiment des MBS (Mortgage-Backed Securities), font partie de ces entités du *shadow banking* qui apparaissent les plus vulnérables face à un aplatissement de courbe (FMI, 2013⁵).

Le segment qui focalise, toutefois, le plus l'attention est celui des prêts à effet de levier. Dominé là encore par des intermédiaires nonbancaires, sociétés de financement ou véhicules de type CLO (Collateralized loan obligations), ce marché s'est inscrit en très forte expansion ces dernières années. De plus en plus internationalisé et complexe, il fait aussi l'objet d'une prise de risque croissante, 80% des opérations nouvelles étant « covenant lite », soit exemptes de garantie ou presque (cf. graphique 3 et encadré 4). Le Fonds Monétaire International (FMI) lui consacre régulièrement quelques pages de sa Revue de la Stabilité Financière, généralement pour en dénoncer les excès⁶.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

3- Prêt à effets de levier, le retour

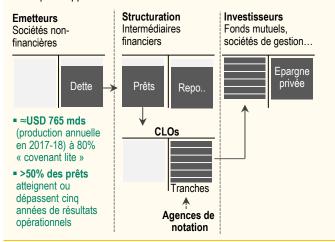


Source : FMI

4- Prêts à effet de levier, le circuit

Les prêts à effet de levier s'adressent à des entreprises disposant de ressources en fonds propres limitées, la plupart du temps déjà endettées; ils visent typiquement à les accompagner dans des opérations de haut de bilan (capital investissement, fusions acquisitions, etc.). Par nature assez risqués, ils offrent un rendement (un taux d'intérêt) attractif. En 2017 et 2018, leur production annuelle moyenne a atteint USD 765 milliards de par le monde, dépassant le pic de 2007 (graphique 3).

Au-delà des montants en jeu, le FMI s'inquiète du fait que la dernière génération de prêts à effet de levier apparait peu sélective, 80% des opérations étant « covenant lite », soit exemptes de garantie ou presque. Dans la moitié des cas, les montants engagés atteignent ou dépassent cinq années de résultats opérationnels, ce qui, là encore, établit un record. Le marché américain capte le gros des volumes (près des trois-quarts). Favorisée par une politique de taux bas, son animation a surtout été le fait d'acteurs non bancaires, sociétés de financement ou véhicules de type CLOs (Collateralized loan obligations). Bénéficiant d'un effet de levier important ainsi que du concours des agences de notation, les tranches émises par les CLOs ont rencontré un succès grandissant auprès des investisseurs ; leur chaine de distribution s'est internationalisée et complexifiée, à tel point que le Financial Stability Board (FSB) lui consacre, depuis mars 2019, une enquête approfondie.



Sources: presse financière, FMI



⁴ Wheelock D. (2018), Can an Inverted Yield Curve Cause a Recession?, Federal Reserve Bank of St-Louis Blog, Dec. 27.

⁵ FMI (2013), *Transition challenges to stability*, Global Financial Stability Report, Ch. 1, October.

⁶ FMI (2019), *Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle*, Global Financial Stability Report, Ch.1, April.



20

19



Zone euro

Freins externes, espoirs internes

Le secteur manufacturier de la zone euro souffre de la baisse de la croissance du commerce international et du niveau toujours élevé des incertitudes. L'ouverture internationale forte de la zone euro la rend sensible aux ralentissements conjoncturels mondiaux. Les fondamentaux macroéconomiques internes restent toutefois solides et l'éclaircie venant du secteur des services résiste. La BCE prend acte de la dégradation plus durable qu'attendu de l'activité et mobilise de nouveau ses prêts à long terme. De nombreux risques pèsent toujours sur l'horizon de prévision. Les perspectives pourraient nettement s'assombrir si toutefois ces risques se matérialisaient.

Le début d'année montre toujours des signes de fragilité, après un net ralentissement économique fin 2018. Face à l'essoufflement de la demande extérieure, le secteur industriel est en première ligne. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) reste alerte et réactive ses prêts à long terme.

Le commerce extérieur, frein à la croissance

Le commerce extérieur a pesé sur la croissance de la zone euro en 2018, qui a atteint +1,8% en moyenne annuelle. La demande externe a faibli, fragilisant en particulier le secteur industriel, Allemagne en tête en raison de sa forte exposition internationale. L'activité a nettement ralenti par rapport à 2017, quand la croissance annuelle avait atteint +2,5%. Ce ralentissement s'est accentué au second semestre, l'Italie étant entrée en récession tandis que l'Allemagne, pénalisée par des chocs temporaires internes, notamment dans le secteur automobile, l'a évité de justesse. A l'inverse, l'économie française a fait preuve de résilience en dépit des mouvements sociaux de la fin de l'année, et l'Espagne a conservé un rythme de croissance soutenu.

Depuis le début de 2019, le commerce mondial est atone et l'incertitude autour de la stabilisation de l'activité en Chine, suite aux mesures de soutien, demeure. Dans ce contexte international peu porteur, les indicateurs conjoncturels dans l'industrie manufacturière restent mal orientés (cf. graphique 2). L'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur a atteint un point bas à 47,5 en mars 2019, sous l'effet de la poursuite de la dégradation dans le secteur industriel allemand (où le PMI est tombé à 44,1 en mars). Plus en détail, ce dernier est pénalisé par la baisse particulièrement sensible de la composante « nouvelles commandes à l'export ». Ces dynamiques contrastent avec le rebond de la production industrielle en zone euro en janvier, intervenu, il est vrai, après une fin d'année 2018 particulièrement dégradée notamment dans le secteur des matériels de transport. Les données pour l'ensemble du 1er trimestre 2019 nous donneront plus d'indications. Loin des difficultés du secteur industriel, l'activité dans le secteur des services de la zone euro se maintient. Le PMI a progressé en mars pour atteindre un niveau relativement confortable (53,3), suggérant la bonne tenue des soutiens internes à l'activité.

Au total, la croissance annuelle en zone euro fléchirait sensiblement cette année avant de globalement se stabiliser en 2020, à +0,9% puis +1,0% respectivement. L'Allemagne ralentirait sensiblement tandis que l'Italie afficherait une croissance nulle en 2019 avant de

1- Croissance et inflation Croissance du PIB (%) Inflation (%) Prévision Prévision 2.5 1.9 1,8 1,2 1,0 0,9

0.2

16

17

18

18 Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

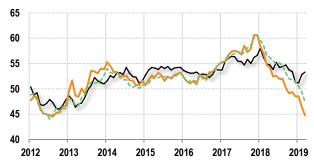
19

2-PMI en zone euro

17

16

--- PMI manufacturier — composante « nouvelles commandes à l'export » PMI services



Source : Markit

se redresser un peu en 2020. La croissance serait à son potentiel en France et elle baisserait en Espagne, tout en restant dynamique.

L'économie de la zone euro continuerait de faire face à la moindre vigueur du commerce international, dans un contexte d'incertitudes encore élevées. L'issue des négociations autour du Brexit, les tensions commerciales, avec, en ligne de mire, une possible instauration de taxes sur les automobiles européennes, mais aussi le rythme du ralentissement en Chine sont autant de sources d'inquiétudes pour les agents économiques de la zone euro. En revanche, les déterminants de la demande interne restent globalement robustes. Les conditions de financement toujours







favorables et le niveau confortable, bien qu'en baisse, des marges des entreprises supporteraient l'investissement privé. Par ailleurs, le dynamisme du marché du travail et l'accélération des salaires dans un contexte de baisse continue du taux de chômage soutiendraient la consommation des ménages.

La matérialisation des risques entourant le scénario de croissance en zone euro pourrait avoir un effet sensiblement négatif. Dans le cas d'un Brexit sans accord ou d'un ralentissement plus brutal de l'économie chinoise, l'activité de la zone euro, et en particulier l'Allemagne dont l'économie est très ouverte, en pâtirait significativement¹.

Une politique monétaire proactive

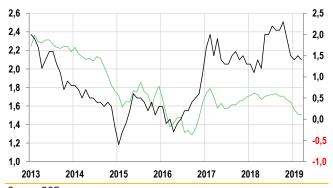
Après une première vague mi-2014, le président de la Banque centrale européenne a, plus tôt qu'anticipé, annoncé lors de la réunion de mars 2019 le lancement de nouvelles opérations de prêts à long terme aux banques de la zone euro (*TLTRO-III*). D'une maturité de deux ans, ces opérations débuteront en septembre prochain pour s'étendre jusqu'en mars 2021, et seront assorties d'un taux indexé sur le taux principal de refinancement, aujourd'hui fixé à zéro, qui pourrait varier d'ici à l'échéance². Ces prêts à long terme permettront notamment d'éviter un choc négatif de liquidité, en particulier au regard des ratios bancaires. Ils visent également à soutenir la transmission de la politique monétaire et l'offre de crédit, dont la dynamique globale dans la zone reste encore relativement bien orientée.

La Banque centrale européenne (BCE) a par ailleurs révisé sa forward guidance. Les taux d'intérêt resteront ainsi inchangés au moins jusqu'à la fin de l'année. Ils le resteront également en 2020 selon notre scénario. L'échéance de la fin de l'année, et non audelà, permet au Conseil des gouverneurs de ne pas lier les mains du successeur de Mario Draghi, dont le mandat prend fin en octobre prochain. Dans l'ensemble, les taux resteront à des niveaux faibles pour longtemps. Les taux longs à l'horizon de prévision resteraient bas, dans un contexte de réinvestissements par la BCE des titres de son bilan arrivant à maturité, maintenant ainsi son stock inchangé. Les rendements à 10 ans allemands sont d'ailleurs récemment passés en territoire négatif, la montée actuelle des incertitudes renforce l'attrait du Bund, considéré comme une valeur refuge par les investisseurs.

Tout ceci s'inscrit dans un contexte d'atonie de l'inflation, dont la composante sous-jacente, qui oscille autour de 1% en rythme annuel depuis 2013, n'était que de +0,8% en mars, selon les premières estimations. Les anticipations fléchissent également, et affichent une baisse tendancielle depuis mi-2018 (cf. graphique 3). Selon nos prévisions, l'inflation annuelle devrait rester assez nettement en deçà de la cible de 2% à l'horizon 2020 (+1,4% après +1,2% en 2019).

3-Inflation et anticipations d'inflation

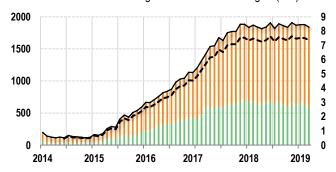
- Inflation totale (en g.a., é.d.)
 - Inflation-linked swap rate 5 years / 5 years (inflation anticipée)



Source : BCE

4- Estimation du coût annuel brut des taux négatifs (EUR Mds)

- Facilité de dépôt Réserves excédentaires
- Stock total soumis au taux négatif --- Coût brut taux négatif (é.d.)



Sources : BCE, BNP Paribas

Depuis 2014, la BCE, comme d'autres banques centrales, a intégré à ses instruments des taux négatifs (taux de facilité de dépôt à -0,4%). L'application prolongée de taux négatifs pèse sur la marge d'intermédiation des banques de la zone euro, en particulier celles ayant d'importantes réserves excédentaires (en Allemagne et en France en particulier). Des réflexions émergent aujourd'hui³ au sujet de la mise en place de mesures permettant de limiter ces effets sur la rentabilité du système bancaire. En particulier, la question de l'adoption d'un système de *tiering*⁴ se pose. Si toutefois elle devait voir le jour, l'efficacité de cette mesure, en termes de dynamique du crédit notamment, dépendra du comportement des banques notamment vis-à-vis du taux moyen appliqué à l'ensemble de leur stock de réserves excédentaires.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com



¹F. Cornuet et al. : Évaluer l'impact du Brexit sur l'activité des partenaires du Royaume-Uni : le canal des échanges commerciaux, note de conjoncture, Insee, mars 2019

² L'indexation sur le taux de refinancement laisse, pour l'heure, la possibilité au taux des nouveaux TLTRO de varier. En effet, jusqu'ici, les banquiers centraux annoncent des taux inchangés uniquement jusqu'à la fin de l'année 2019. Audelà des modifications sont possibles.

³ European central bank, Mars 2019: *Account of the monetary policy meeting*, (https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2019/html/ecb.mg190404~edc6058 30b.en.html)

⁴ Ce système, mis en place en Suisse et au Japon notamment, permet d'exonérer de taux négatifs une partie des réserves excédentaires.



Allemagne

Coup de blues dans l'industrie

Depuis le milieu de l'année 2018, l'activité économique a quasiment stagné, en grande partie sous l'effet du ralentissement du commerce international. Comme le confirment les enquêtes et les statistiques les plus récentes, la contraction du secteur manufacturier s'est poursuivie au premier trimestre 2019. Fer de lance de l'économie, ce secteur peut devenir une source de vulnérabilité lorsque les vents se font moins porteurs sur les marchés mondiaux. L'Allemagne a toutefois de quoi soutenir sa demande. En 2019, le gouvernement redistribuera aux ménages et aux entreprises une partie des excédents budgétaires records (plus de 50 milliards d'euros) de l'année précédente.

Depuis mi-2018, l'activité économique est restée quasiment étale. Dans un premier temps, la situation a été, dans une large mesure, attribuée à des facteurs temporaires, tels que l'introduction de la nouvelle réglementation sur les gaz d'échappement des voitures. Au second semestre 2018, la production automobile était en baisse de 7,1 % par rapport aux six mois précédents. De plus, suite à une longue période de sécheresse, les eaux du Rhin ont atteint leur plus bas niveau historique, perturbant sérieusement le transport de fret sur la voie navigable la plus fréquentée d'Europe. L'industrie chimique en a particulièrement pâti.

Un fléchissement qui n'est pas qu'anecdotique

Cependant, plus le second semestre avançait et plus il devenait évident que le ralentissement ne pouvait s'expliquer uniquement par facteurs temporaires. Les problèmes de l'industrie manufacturière peuvent être en grande partie imputés au fléchissement du commerce mondial, sur fond de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et d'incertitudes liées au Brexit. Au T4, les volumes des échanges internationaux étaient en repli de 1 % par rapport au trimestre précédent, en particulier en raison d'une nette contraction des importations par les pays asiatiques, importants partenaires commerciaux pour l'Allemagne (-5,6 %). Les exportations allemandes ont reculé de 0,1 % au second semestre.

La consommation privée est restée atone au second semestre 2018, en dépit de la progression des salaires et de l'emploi, comme du niveau de confiance élevé des ménages. Une situation qui peut s'expliquer par la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, qui a pénalisé le pouvoir d'achat. Par ailleurs, les achats d'automobiles ont pu être différés, en raison, du moins en partie, de problèmes de production, mais aussi du durcissement de la réglementation sur les émissions des véhicules diesel dans plusieurs grandes villes allemandes. Résultat, le taux d'épargne a régulièrement augmenté au cours de l'année, passant de 10 % au T1 2018 à 10,9 % au T4 2018, un niveau inédit depuis la mi-2008.

La croissance a principalement été portée par la consommation des administrations publiques et les investissements immobiliers, qui ont enregistré dans les deux cas une progression de 0,2 % au S2 par rapport au premier semestre. L'investissement dans les équipements est resté à peu près au même niveau qu'au S1. Sur l'ensemble de l'année, il est néanmoins ressorti en hausse de 4,2 % par rapport à 2017, soit une nette progression par rapport aux années précédentes.

1- Croissance et inflation Croissance du PIB (%) Inflation (%) Prévision 1,7 1,4 0.7 0,3

16

17

18

19

20

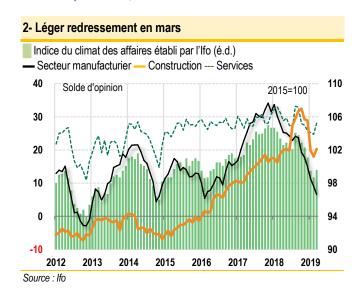
18 Source: Comptes nationaux, BNP Paribas

19

20

16

17



D'après les enquêtes et les statistiques les plus récentes, la décélération de l'industrie manufacturière a persisté au T1 2019. En mars, le PMI manufacturier a reculé à 44,1, son niveau le plus bas depuis juillet 2012, les carnets de commandes et les nouvelles commandes de l'étranger ayant reculé au rythme le plus rapide enregistré depuis avril 2009.

Par contre, les secteurs dont la production est destinée essentiellement au marché intérieur, comme la construction et les services, ont envoyé des signaux plus positifs. L'indice Ifo du climat des affaires s'est même redressé en mars après six mois



consécutifs de baisse, malgré une nouvelle détérioration de la composante manufacturière. C'est ce qui explique également l'orientation toujours aussi bonne des données sur le marché du travail. L'emploi continue de progresser, quoiqu'à un rythme moins élevé, tandis que le taux de chômage s'est replié à 3,1 % à peine en février, et que les offres d'emplois ont atteint un sommet historique (807 000 en mars).

Les caisses de l'Etat sont pleines

Suite à des rentrées fiscales en forte hausse sur fond de robustesse de la consommation et de progression des salaires, l'excédent des finances publiques s'est élevé à 1,7 % du PIB tandis que la dette publique est ressortie à 60,9 % du PIB en 2018. Cela devrait permettre au gouvernement de poursuivre sa politique expansionniste comme le prévoit l'accord de coalition.

En 2019, les mesures budgétaires discrétionnaires représenteront 0,7 % du PIB. Elles comprendront une revalorisation des pensions pour les mères de famille (*Mütterrente II*) et une augmentation des dépenses en faveur de la défense, de l'aide au développement, de la garde des enfants et de l'investissement. Le budget prévoit, par ailleurs, une réduction de l'impôt sur le revenu et le financement de la recherche. Le plan de relance, qui représentera 0,4 % du PIB en 2020, sera en particulier destiné aux prestations d'assurancemaladie et aux allocations familiales. En outre, le seuil d'imposition va être relevé et les tranches d'imposition seront augmentées. L'excédent budgétaire (en % du PIB) devrait reculer, selon les prévisions, à 1,2 % en 2019 et à 1 % en 2020. D'après le Conseil allemand des experts économiques (*Sachverständigenrat*), le déficit structurel baissera de 1,7 % en 2018 à 0,7 % en 2019 et 0,4 % en 2020.

Le ministre des Finances, Olaf Scholz, a déjà annoncé qu'il était prêt à utiliser toute la marge de manœuvre budgétaire disponible pour stimuler l'économie en cas de crise. Cependant, il est peu probable que le gouvernement qualifie de crise le ralentissement actuel. De plus, une rupture de l'accord de gouvernement pourrait créer de nouveaux remous au sein d'une coalition déjà fragile.

Solide progression de l'emploi et de la productivité

D'après les indicateurs avancés et les données réelles préliminaires (ex. commandes d'usines), le ralentissement de la dynamique de croissance devrait continuer au premier semestre 2019. La croissance pourrait se stabiliser vers le milieu de l'année, avec le dénouement des tensions et des incertitudes qui pèsent actuellement sur le commerce mondial. Nous prévoyons un redressement graduel de l'économie par la suite. La croissance du PIB pourrait progressivement s'accélérer, de 0,7 % en 2019 à 0,9 % en 2020.

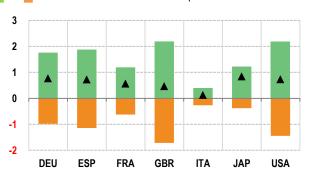
Par rapport aux autres pays industrialisés, l'Allemagne se distingue par un secteur manufacturier relativement important dont la part s'élevait en 2017 à 23 % de la valeur ajoutée brute totale, contre 11 % à peine en France. C'est la raison pour laquelle l'économie allemande est l'une de celles qui pâtissent le plus du ralentissement économique actuel.

Cependant, la taille importante de l'industrie manufacturière allemande est aussi source d'avantages majeurs pour l'économie

3- Productivité du travail et heures travaillées

croissance annuelle moyenne entre 2012 et 2017

PIB diminution des heures travaillées ▲ productivité



Sources: OCDE, BNP Paribas

du pays. Le secteur manufacturier ayant enregistré des gains de productivité bien plus élevés que celui des services, l'Allemagne affiche de meilleures performances que la plupart des autres économies avancées en termes de production par heure travaillée. Sur la période 2012-2017, la productivité a augmenté de 0,8 % par an en Allemagne, contre 0,6 % par an en France.

L'Allemagne a, par ailleurs, réussi à intégrer dans la population active de nombreux travailleurs ayant une faible productivité, essentiellement dans le secteur des services. Entre 2012 et 2017, le nombre total d'heures travaillées a augmenté d'environ 1 % par an en Allemagne, contre 0,6 % en France.

Il est vrai que bon nombre d'emplois créés sont des emplois à temps partiel. Toutefois, grâce aux allocations de revenu, le nombre de travailleurs pauvres est resté relativement bas. Le risque de pauvreté chez les employés, c'est-à-dire tout individu en emploi dont le revenu équivalent disponible du ménage est inférieur à 60% du revenu équivalent médian national, a reculé de 10,4 % en 2014 à 8,7 % en 2017. Parmi les grands pays de l'UE, seule la France figurait en meilleure place, avec 7,5 % en 2017. En Italie et en Espagne, ce taux s'établissait, respectivement, à 15,5 % et 13,4 %.

Le redressement de l'économie allemande est généralement attribué à la mise en œuvre, en 2003-2005, des réformes du marché du travail (« réformes Hartz »). Dans l'ensemble, ces réformes ont donné de bons résultats en termes d'accès au marché du travail et d'objectifs d'équité. Cependant, le modèle n'a pas encore été testé dans un environnement économique dans lequel les emplois se raréfient. Si la décélération économique actuelle se transforme en une longue récession, le modèle allemand pourrait avoir du mal à atteindre ses objectifs d'équité en l'absence de mesures correctrices.

Raymond Van der Putten raymond.vanderputten@bnpparibas.com



France

Une goutte de stabilisation dans un océan d'incertitudes

Les enquêtes sur le climat des affaires donnent des signes de stabilisation. Les données d'activité pour janvier et février sont plutôt positives. Ces éléments sont compatibles avec le maintien d'un taux de croissance de l'ordre de 1,2%, chiffre retenu pour 2019. Il s'agit d'un rythme peu élevé mais synonyme de résistance dans un environnement marqué par les incertitudes et les inquiétudes. La cause principale de cette résistance réside dans l'impulsion de la politique économique et budgétaire et, en particulier, dans les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages et le rebond attendu de leur consommation.

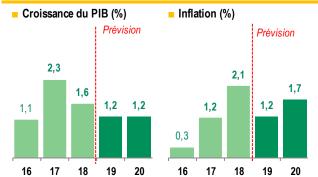
La croissance au T4 2018 s'est mieux tenue qu'attendu, le PIB progressant de 0,3% t/t contre 0,2% prévu. Il s'agit d'un rythme de croissance décevant dans l'absolu, peu dynamique, mais il s'est maintenu par rapport au T3 et dépasse une nouvelle fois la moyenne de la zone euro (+0,2% t/t au T4 2018 après +0,1% au T3). En revanche, la décélération de l'activité sur un an est conséquente : fin 2018, la croissance ne s'élevait plus qu'à 1% en glissement annuel contre 2,8% fin 2017. En moyenne annuelle, la croissance s'est tassée à 1,6% après 2,3% en 2017.

Croissance en demi-teinte

Si le rythme est similaire, la composition de la croissance diffère. Elle laisse, dans les deux cas, une impression mitigée, celle d'une croissance entravée par une série d'à-coups et de chocs¹. Au T3, la croissance a été soutenue par le rebond de la consommation des ménages. l'accélération de l'investissement des entreprises et la contribution positive du commerce extérieur mais elle a été tirée vers le bas par le recul de l'investissement des ménages, la stagnation de celui des administrations publiques et la contribution négative des variations de stocks. Au T4, cette dernière s'est nettement réduite (à -0,1 point après -0,5) mais la contribution positive de la demande intérieure finale s'est aussi effritée (+0,2 point après +0,5), la stagnation de la consommation des ménages et le contrecoup sur l'investissement des entreprises s'ajoutant à un nouveau recul de l'investissement des ménages. Le commerce extérieur a, de nouveau, contribué positivement à la croissance, à hauteur de 0,3 point comme au T3, mais sur la base d'une combinaison nettement plus dynamique des exportations et des importations (en hausse de 2,2% t/t et 1,3% t/t, respectivement, après +0,6% t/t et -0,2% t/t²).

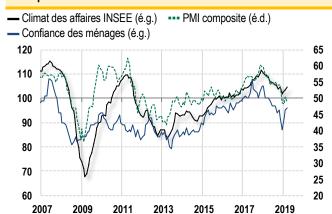
Les perspectives de croissance au T1 2019 restent en demi-teinte. Le sentiment d'une conjoncture dégradée est surtout alimenté par les PMI dans le secteur manufacturier et les services. Ils sont brutalement retombés sous la barre des 50 points en décembre dernier, soit en zone de contraction, et oscillent depuis autour de 49. Ce signal négatif est toutefois contrebalancé par celui, plus positif, des enquêtes de l'INSEE (cf. graphique 2). L'indice synthétique du climat des affaires se situe, en effet, toujours au-dessus de sa moyenne 100 de référence et donc en zone d'expansion³ (104 en

1- Croissance et inflation



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Enquêtes de confiance



Sources: INSEE, Markit

mars). Il est, de plus, en hausse depuis le début de l'année, à hauteur de +1 point par mois. Le détail par secteur d'activité montre que cette amélioration est portée par le bâtiment et le commerce (détail et gros). Dans l'industrie manufacturière et les services, le climat des affaires est resté à peu près stable, ce qui est une bonne nouvelle pour l'industrie mais un motif d'inquiétude pour les services. Dans chacun des secteurs, l'indice du climat des affaires dépasse sa moyenne 100 de référence⁴.



¹ Cf. France: 2019, nouvelle année test, EcoPerspectives T1 2019

² Soit une contribution à la croissance de +0,7 point pour les exportations au T4 (après +0,2 point au T3) et -0,4 point pour les importations (après +0,1 point).

³ Ce niveau 100 correspond depuis 2000 à une croissance moyenne de 0,3% t/t.

⁴ Dans le détail, l'indice dans l'industrie est à 102 en mars, 103 dans les services, 112 dans le bâtiment, 102 dans le commerce de détail et 107 dans le commerce de gros.



La confiance des ménages a plus nettement rebondi (+9 points entre janvier et mars), reprenant le terrain perdu en novembre et décembre (-8 points). A 96, l'indice qui la synthétise reste néanmoins assez nettement en-deçà de sa moyenne 100 de référence.

Entre le signal mitigé des enquêtes de confiance et celui plutôt positif des données d'activité sur janvier et février (production, consommation, exportations), le scénario le plus probable est celui d'une stabilisation de la croissance au T1, à 0,3% t/t. C'est aussi la prévision de la Banque de France tandis que l'INSEE table sur 0,4%. C'est aussi le résultat auquel parvient notre modèle *nowcast* sur la base des données d'activité tandis que l'estimation basée sur les données d'enquête s'établit à 0,2%.

Nous nous attendons ensuite à ce que la croissance se maintienne sur ce rythme de 0,3% t/t, un rythme peu élevé mais synonyme de résistance dont devrait faire preuve la croissance française face à la baisse de la croissance mondiale. Plus exactement, l'économie française n'échappera pas au ralentissement général, et européen en particulier, mais son tassement devrait être de moindre ampleur. D'après nos prévisions, la croissance française perdrait 0,4 point de pourcentage entre 2018 et 2019 (passant de 1,6% à 1,2%) quand celle de la zone euro en perdrait 0,9 (refluant de 1,8% à 0,9%). Ce faisant, la croissance française dépasserait celle de la zone euro pour la première fois depuis 2013.

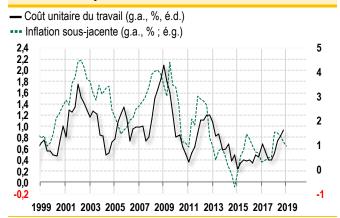
Les facteurs de cette résistance sont au nombre de trois. Deux sont propres à la France et avérés même si l'on peut débattre de l'ampleur de leur effet amortisseur : l'impulsion de la politique économique et budgétaire et un degré d'ouverture peu élevé⁵. Le troisième est commun à la zone euro et ne peut être tenu pour acquis car il relève de la prévision mais nous jugeons peu élevé le degré d'incertitude sur ce point : la bonne tenue du marché du travail et son cortège de créations d'emplois, de baisse du chômage et d'accélération des salaires. Les conditions monétaires et financières restent, par ailleurs, favorables.

Au niveau des composantes de la croissance, et compte tenu des facteurs évoqués, sa résistance repose sur le réveil de la consommation des ménages, stimulé par les importants gains de pouvoir d'achat attendus en 2019. En 2020, nous ne prévoyons pas d'accélération supplémentaire de la consommation⁶ et sans relais des autres moteurs, nous voyons la croissance stable, à 1,2%. Ce chiffre est légèrement inférieur aux prévisions du consensus et des organismes institutionnels (qui se situent entre 1,3% et 1,4%), les aléas entourant ce scénario étant importants et, surtout, baissiers (craintes de retournement du cycle, tensions commerciales, Brexit).

Inflation : la grande absente

Comme pour les objets perdus, on sait *a priori* où chercher l'inflation, sans être sûr de la trouver. Que l'on considère les prix en amont, la fermeture de l'écart de production, ou l'accélération des salaires, elle manque toujours à l'appel.

3- Inflation sous-jacente et coût unitaire du travail



Sources: INSEE, OCDE, BNP Paribas

Plus précisément, une hausse de l'inflation sous-jacente a bien été observée (de 0,4% en 2017 en moyenne annuelle à 0,8% en 2018) mais sa faible ampleur interroge. En fait, cette hausse semble même n'avoir rien à voir avec l'amélioration de l'économie et être le fruit d'un seul effet de base statistique : en effet, après un saut de 0,5% en glissement annuel en décembre 2017 à 0,9% en janvier 2018, l'inflation sous-jacente s'est ensuite inscrite sur une tendance légèrement baissière. En mars 2019, elle est même retombée à 0,5%.

L'effet désinflationniste de l'appréciation de l'euro entre la mi-2017 et la mi-2018 peut être un facteur explicatif du redressement limité de l'inflation sous-jacente. Des facteurs sectoriels ont également pesé, comme la répercussion de la baisse des APL sur les loyers dans le parc social et un nouvel épisode de forte baisse des prix des services de communication alors que les effets de second tour de la forte hausse des prix du pétrole jusqu'en octobre 2018 (sur les tarifs aériens notamment) ne sont pas encore manifestes.

Plus fondamentalement, la faiblesse de l'inflation sous-jacente peut aussi être mise sur le compte d'un effort des entreprises sur leurs marges, soutenable jusqu'ici car la hausse du coût unitaire du travail est somme toute récente et modeste (cf. graphique 3). Mais si comme on l'anticipe, cette hausse s'accentuait à l'horizon de la prévision, augmentant la pression sur les marges, il devrait s'ensuivre une remontée plus nette de l'inflation sous-jacente.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com



⁵ La France est néanmoins exposée indirectement *via* l'Allemagne, qui est son premier partenaire commercial.

⁶ Les mesures issues du Grand Débat National ne sont pas encore connues mais le stimulus budgétaire supplémentaire que le gouvernement est prêt à injecter augmenterait les chances d'une telle accélération.



Italie

Récession à court terme, défi démographique à long terme

L'Italie, qui a vu sa production industrielle baisser continûment en 2018, est en récession pour la troisième fois en dix ans. La demande intérieure a déçu, les ménages comme les entreprises restant extrêmement prudents. Compte tenu de la détérioration du scénario global, le gouvernement italien a, dans le Document économique et financier pour 2019, récemment abaissé de 1 % à 0,2 % la croissance du PIB attendue en 2019, avec un déficit public à 2,4 % et un ratio dette/PIB de 132,6 %. Le déficit structurel devrait se détériorer de 0,1 %, à 1,5 %. Un scénario complexe que le vieillissement progressif de la population complique encore davantage.

Au second semestre 2018, l'économie italienne est de nouveau entrée en récession, la troisième depuis dix ans. Le PIB réel a reculé de 0,1 % t/t au T3 et au T4. La contraction est le résultat de la contribution négative des stocks (-0,4 % au T4) et de l'atonie de la demande intérieure, tandis que les exportations nettes ont soutenu la progression du PIB. Elles ont augmenté davantage que les importations, ajoutant 0,4 % à la croissance globale au second semestre.

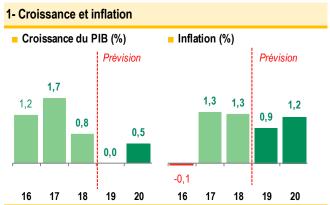
Récession sur fond de demande déprimée

Le ralentissement a principalement concerné les moteurs de la précédente reprise. En 2018, alors que les secteurs des services et la construction continuaient à se redresser modestement, dans le secteur manufacturier la valeur ajoutée a enregistré quatre contractions consécutives, le taux de croissance annuel passant de +5 % au T3 2017 à -1,1 % au T4 2018. La production automobile a reculé de plus de 15 % entre juillet et décembre.

Les conditions d'ensemble du marché du travail se sont encore dégradées. Le taux de chômage a dépassé les 10,5 %, tandis que celui des 15-24 ans est resté inchangé à 33 %. Remarquable depuis 2014, le redressement de l'emploi s'est interrompu, le nombre de personnes ayant un emploi étant resté quasiment stable, autour de 23,2 millions. La progression modeste du revenu et la légère hausse des prix à la consommation ont contribué à rogner le pouvoir d'achat des ménages (-0,7 % au second semestre 2018). Devant cette évolution décevante, la propension à épargner des ménages italiens a continué à diminuer, passant à 7,6 % au T4 2018.

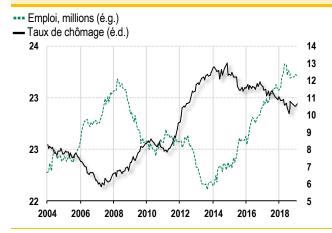
Entre janvier et septembre 2018, le patrimoine financier des ménages a chuté de EUR 125 mds, à EUR 4 100 mds, soit une perte de près de EUR 2 000 par personne. Les ménages italiens ont fait preuve d'une extrême prudence dans leurs décisions de dépenses, entraînant une stagnation de la consommation au cours des trois derniers trimestres de 2018, ainsi que dans leurs décisions d'investissement en augmentant la part des placements en dépôts, épargne-retraite et produits d'assurance.

Au cours du second semestre 2018, les conditions économiques et financières des entreprises italiennes se sont légèrement détériorées, avec une rentabilité de nouveau en retrait. La valeur ajoutée des sociétés non financières a dépassé la barre des EUR 800 mds, un record depuis vingt ans. Cela n'a pas empêché l'excédent brut d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée de reculer



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Marché du travail



Source : Istat

en dessous des 42 %. L'incertitude persistante entourant le scénario économique global a pesé sur le moral des chefs d'entreprises, qui n'a cessé de se replier depuis un an et demi, pour atteindre son plus bas niveau depuis le début de 2015. L'évolution de l'investissement est restée décevante, se maintenant à près de 20 points de pourcentage en dessous du niveau de 2008.

Creusement du déficit budgétaire

Le gouvernement italien a approuvé le Document économique et financier pour 2019. L'augmentation des investissements publics, le nouveau plan d'aide aux revenus, la révision du régime des retraites et toutes les autres mesures approuvées ou en cours de discussion





devraient avoir, selon les estimations, un effet positif global sur l'économie avec une croissance supplémentaire de 0,1 %. En 2019, le PIB réel devrait croître de 0,2 %, contre une progression attendue de +1 % dans la loi de finances de décembre 2018, tandis que l'emploi devrait reculer de 0,2 % et le taux de chômage augmenter à 11 %. Le déficit structurel devrait croître, selon les estimations, à 1,5 % contre 1,4 % en 2018, et le ratio de la dette sur le PIB devrait atteindre 132.6 %.

La population baisse...

La crise financière et la récession qui ont frappé l'économie mondiale il y a plus de dix ans ont eu des répercussions néfastes et durables sur la démographie. L'envolée du chômage a découragé les projets d'enfants, entraînant une baisse plus rapide que prévu du taux de fécondité. En Europe, l'impact de la récession mondiale sur la fécondité est particulièrement marqué en Espagne, en Grèce et en Italie.

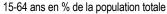
Au début de 2019, l'Italie comptait 60,4 millions d'habitants d'après les données de l'Istat, un chiffre en repli pour la quatrième année consécutive. Le nombre d'enfants par femme s'établit aujourd'hui à 1,32, avec des valeurs supérieures à la moyenne dans les régions septentrionales (autour de 1,37) et inférieures dans le sud (1,29 en moyenne, la Basilicate, le Molise et la Sardaigne enregistrant les chiffres les plus bas avec un enfant par femme environ). La baisse de la natalité s'est accompagnée d'une diminution de la mortalité, entraînant un net accroissement de l'espérance de vie à la naissance, de 66,5 ans en 1950-1955 à 83,26 en 2015-2020, un chiffre parmi les plus élevés au monde, après le Japon (84,0 ans), la Suisse (83,56) et l'Espagne (83,36).

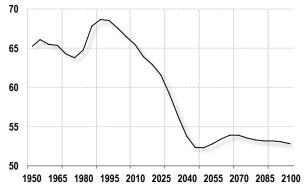
... et vieillit

L'allongement de l'espérance de vie a, à son tour, entraîné un accroissement significatif de la proportion des personnes âgées : les plus de 65 ans, en particulier, représentent 22,8 % de la population italienne totale en 2019, contre 8,1 % à peine en 1950. Sur la même période, la tranche d'âge de 0 à 14 ans s'est repliée de 26,7 % à 13,2 %. Selon des estimations de l'Istat et de la Banque d'Italie, le taux de dépendance des personnes âgées (soit le rapport entre les plus de 65 ans et la population de 20 à 64 ans) a crû de 14,3 % en 1950 à 37,8 % en 2015 (dernière année disponible pour les comparaisons internationales), soit la valeur la plus élevée au monde après le Japon (46,2 %). Sur la même période, la part de la population en âge de travailler par rapport à la population totale, après avoir atteint le taux maximum de 70 % au début des années 1980, a commencé à se replier et, selon les dernières prévisions, elle atteindre un plus bas de 52,3 % en 2050.

La démographie a eu un impact négatif sur la croissance économique italienne au cours des 25 dernières années. C'est ce qui ressort de l'analyse du revenu par habitant au regard de trois facteurs: la production par personne ayant un emploi, le taux d'emploi et le rapport entre la population en âge de travailler et la population totale. Selon une estimation basée sur une série longue (de 1861 à 2016), le facteur qui a le plus contribué à la croissance du revenu par habitant a été la productivité, en particulier au cours des années 1950 et 1960. La contribution de cette variable est

3- Population en âge de travailler





Source : Istat

moins importante – voire quasiment nulle – depuis le début des années 2000. Le taux d'emploi a eu un impact positif sur la croissance, en particulier dans la deuxième moitié du 20e siècle, tandis que ce que l'on a appelé le « dividende démographique » (population en âge de travailler rapportée à la population totale), après avoir sensiblement contribué à la croissance au cours des années 1980, est devenu insignifiant depuis le début des années 1990.

Un défi démographique de taille

Selon des statistiques récentes de l'Istat, l'Italie va connaître une réduction progressive des cohortes de personnes en âge de procréer (14-50 ans) dans les prochaines années et une augmentation des cohortes de personnes âgées (plus de 65 ans). Cela devrait se traduire par un allongement de l'espérance de vie à la naissance, à 86,1 ans pour les hommes et à 90,2 ans pour les femmes à horizon 2065. La population devrait rester stable à l'horizon 2025, mais elle connaîtra un repli notable en 2045. Elle devrait alors s'établir à 59 millions d'habitants, un repli qui pourrait se confirmer en 2065 avec une nouvelle baisse de 4,5 millions d'habitants (à 54,1 millions).

En 2025, la population italienne en âge de travailler devrait reculer à 63,2 % de la population totale, contre 64 % en 2019. On s'attend à une chute notable dans le deuxième segment des prévisions (de 2025 à 2045), à l'issue duquel les personnes en âge de travailler devraient représenter un peu plus de la moitié de la population totale (54,5 %); l'âge moyen de la population serait alors de 50 ans. En 2045, un Italien sur trois environ aura plus de 65 ans.

Paolo Ciocca paolo.ciocca@bnlmail.com Simona Costagli simona.costagli@bnlmail.com



Espagne

La croissance résiste

Dans un environnement économique morose, la croissance espagnole est l'une des plus résistantes de la zone euro, et commence l'année 2019 sur une tendance assez dynamique. Les facteurs de soutien à la conjoncture se situent essentiellement du côté des ménages, dont le taux d'épargne a retrouvé le point bas de 2008. A quelques jours des élections générales du 28 avril, la fragmentation du paysage électoral reste forte. Quel qu'il soit, le parti vainqueur des élections pourrait avoir du mal à construire une coalition majoritaire durable.

Un début d'année solide

L'Espagne reste, en ce printemps 2019, l'une des plus résilientes parmi les grandes économies de la zone euro. Après trois années de reprise très vive (2015-2017, avec un PIB en hausse de plus de 3,0% par an), l'activité a bien ralenti l'an dernier. Mais, à 2,6% contre 1,8% en moyenne pour l'ensemble de la zone euro, la croissance espagnole continue de faire très bonne figure dans l'espace européen (cf. graphique 2).

Ceci ne veut pas dire que l'activité s'est révélée insensible à la dégradation de l'environnement international et au ralentissement du commerce mondial. Au contraire, la croissance des exportations de marchandises n'a cessé de ralentir au cours des deux dernières années, jusqu'à devenir négative lors des derniers mois de 2018 et début 2019 (-2,4% g.a. en volume en janvier dernier). Ces développements ont fini par peser sur l'investissement productif qui, hors construction, s'est stabilisé puis a entamé un repli au second semestre de 2018.

De fait, les facteurs de résistance de la croissance espagnole sont plutôt à rechercher du côté de la demande intérieure et en particulier des ménages et, du point de vue sectoriel, du côté des services, dont l'activité était en hausse de +3% g.a. en volume fin 2018 (contre -0,5% g.a. dans le secteur manufacturier). Les données d'activité et d'enquêtes les plus récentes confirment la tendance. Dans le secteur manufacturier, la production était en léger repli au tournant de l'année et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur frôlait en février et mars 2019 le seuil de 50 points, indicatif d'une contraction de l'activité. Du côté des services en revanche, après un bref trou d'air à l'automne dernier, les enquêtes se redressent et les perspectives sont bien orientées (graphique 3).

Dans l'ensemble, ces éléments témoignent d'une économie dont la croissance reste pour l'instant stable, à un niveau relativement élevé, tirée par le renforcement de la demande intérieure, malgré le ralentissement des échanges extérieurs. A ce stade, les dernières estimations de la Banque d'Espagne comme de l'autorité de surveillance des politiques budgétaires (Airef) suggèrent d'ailleurs que la croissance trimestrielle du T1 était en ligne avec les rythmes enregistrés en 2018 (0,6%t/t). Même en fléchissant un peu au cours des trimestres suivants, la croissance annuelle du PIB pourrait dès lors s'établir un peu au-dessus de 2% en 2019.

L'issue de la crise britannique sur l'accord du Brexit constitue évidemment un risque baissier, qui se matérialiserait en cas de sortie sans accord et « par accident », entrainant des perturbations

1- Croissance et inflation Croissance du PIB (%) Inflation (%) Prévision Prévision 3.0 2,6 1,7 1,7

-0,3

16

17

18

19

20

18 Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

19

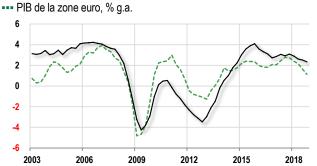
20

2- Parmi les plus dynamiques

- PIB de l'Espagne, % g.a.

17

16



Source : Eurostat

sur les échanges commerciaux à court terme, et accentuant le ralentissement des échanges en Europe. Au-delà, rappelons que, s'agissant du commerce extérieur, l'Espagne ne fait pas partie des pays les plus exposés par une sortie du Royaume-Uni de l'UE1

Des ménages (un peu trop) confiants

Plusieurs facteurs supportent le dynamisme de la demande intérieure. Les créations d'emplois bien sûr, qui conservent un rythme élevé (+2,3% g.a. au T4 2018), alors même que 2,3 millions



¹ Voir Évaluer l'impact du Brexit sur l'activité des partenaires du Royaume-Uni : le canal des échanges commerciaux, INSEE, note de Conjoncture mars 2019, pp33 à 51. L'impact estimé pour l'Espagne est légèrement plus faible que celui estimé pour la France, de 0,2 pp. (soft Brexit) à 0,5 pp. (hard brexit) de PIB.



de personnes ont retrouvé un travail depuis le point bas de 2013. Le taux de chômage est tombé en deçà de 14% de la population active début 2019 et devrait continuer de baisser tout au long de l'année. La faiblesse de l'inflation également, qui a perdu un point depuis octobre dernier (1,3% en mars 2019) sous l'effet du repli des prix de l'énergie, tandis que sa composante sous-jacente se maintient autour de 1% depuis près de dix-huit mois, sans signe d'accélération. La politique budgétaire enfin, qui, profitant des recettes générées par la croissance, reste légèrement expansionniste, en particulier à destination des ménages. De fait, après la hausse du SMIC en début d'année, et à l'approche des élections législatives, le gouvernement de Pedro Sanchez s'est efforcé de donner du contenu à sa politique de dépenses sociales (extension du congé paternité, amélioration de l'indemnisation des chômeurs âgés) dans les domaines où il peut agir par décrets. Sur les bases actuelles, et en attendant de connaître les orientations du prochain gouvernement, la Banque d'Espagne estime que le déficit budgétaire pourrait s'établir autour de 2,5% du PIB cette année, en légère baisse par rapport à 2018 (2,7%).

Dans ce contexte plutôt porteur, les ménages ibériques sont tout entier tournés vers la dépense, et il faut sans doute regretter qu'ils n'allouent une petite partie de la hausse de leur revenu disponible (1,3% en termes réels l'an dernier) à la reconstitution de leur épargne. Bien au contraire, le dynamisme de la consommation s'appuie également sur une baisse du taux d'épargne, qui est tombé à 5% fin 2018, soit en deçà du point bas de 2008. Avec un marché immobilier plus que dynamique², cette épargne ne suffit plus à couvrir les nouveaux flux d'investissement logement des ménages. Si ces tendances se poursuivent, le ratio d'endettement des ménages, qui a fortement diminué ces dernières années, finirait par se stabiliser à un niveau proche de la moyenne de la zone euro.

A la recherche d'une majorité

C'est le rejet en début d'année par le Parlement du projet de budget pour 2019 qui a conduit Pedro Sanchez à convoquer des élections générales anticipées qui se tiendront le 28 avril prochain.

A ce stade, les sondages suggèrent que le Parti socialiste espagnol (*PSOE*) fait la course en tête, mais tout en rassemblant des intentions de vote plus faibles que celles recueillies par le Parti populaire lors des élections générales de 2016 (33%). Le second fait marquant de la dynamique électorale actuelle est la poussée du parti d'extrême droite *Vox*, dernier né de la scène politique espagnole, qui bénéficie actuellement d'intentions de vote de l'ordre de 10%. Enfin, en Espagne comme ailleurs, la poussée des partis extrémistes durcit les discours des partis traditionnels.

Au final, il est clair que la fragmentation du paysage politique espagnol ne s'est pas résorbée depuis 2016, bien au contraire. Dans ce contexte, Pedro Sanchez, même si son parti devrait remporter ces élections, pourrait bien rencontrer de grandes difficultés à former une coalition capable de s'installer durablement à la tête du gouvernement. La question de savoir s'il peut s'appuyer,

3- Ralentissement manufacturier

Indices des directeurs d'achats (pts)



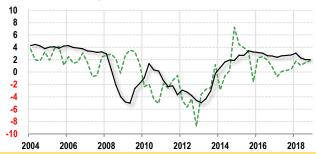


Source : Markit

4- Les ménages à la manœuvre

- consommation privée, en volume, % g.a.

••• pouvoir d'achat, % g.a.



Sources : INE, Eurostat

outre Podémos, sur le soutien des partis indépendantistes restera centrale, alors même que la question catalane reste un facteur majeur de division dans le pays. Jusqu'ici, son offre de discuter en profondeur de l'autonomie catalane, dans un cadre constitutionnel, est restée sans écho. Du côté du Parti Populaire (PP) et de son nouveau leader Pablo Casado, la question est de savoir s'il pourrait convaincre Vox et Ciudadanos de répliquer à l'échelle nationale l'alliance formée pour prendre la tête de l'Andalousie en décembre dernier. Même si elle n'est actuellement pas envisagée par ses acteurs, les observateurs n'écartent pas non plus la possibilité d'une alliance PSOE-Ciudadanos.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com



² Les prix, dont la hausse dépasse 6% g.a. depuis plus de dix-huit mois, ne sont plus que 20% en deçà du point haut de 2007, contre 37% au point bas fin 2013.



Chine

Que voir dans la multiplication des défauts des entreprises ?

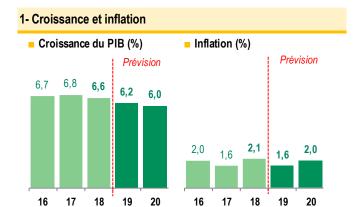
Les entreprises industrielles ont souffert du resserrement de leurs conditions de crédit en 2017 et début 2018, puis du ralentissement de leur activité et de leur chiffre d'affaires. Ces difficultés ont contribué à la détérioration de leur capacité de paiement en 2018, avec notamment la multiplication des défauts sur le marché obligataire local. Indicateur de la fragilité financière des entreprises, la montée des défauts semble aussi accompagner une plus grande différenciation des risques de crédit par les créanciers et un certain assainissement du secteur financier. Cette dynamique pourrait se poursuivre à court terme avec l'assouplissement ciblé de la politique monétaire. Cependant, la persistance de l'excès de dette des entreprises entretiendra les risques de crédit à moyen terme.

Les entreprises chinoises ont évolué dans un environnement difficile en 2018, faisant face au durcissement de leurs conditions de financement puis à l'affaiblissement de leur activité. Leur capacité de paiement s'est dégradée en conséquence, alors que leur endettement reste excessivement élevé. Depuis quelques mois, en réponse à l'aggravation du ralentissement économique, les autorités ont introduit des mesures budgétaires de soutien à la demande et assoupli la politique monétaire. Cette orientation accommodante devrait être maintenue à court terme et ainsi permettre un ralentissement modéré de la croissance en 2019. Dans ce contexte, comment évolueront les risques sur les crédits aux entreprises ?

Un environnement complexe pour les entreprises

Depuis la fin de l'année 2016, il est devenu plus difficile pour les entreprises d'accéder au crédit. Les autorités ont durci leur politique monétaire de fin 2016 jusqu'au T2 2018, avant de procéder à un assouplissement prudent, et le cadre réglementaire du secteur financier a été considérablement renforcé. La croissance des crédits totaux à l'économie a ainsi ralenti progressivement, avant de se redresser légèrement au T1 2019 (graphique 2). Le taux moyen sur les prêts bancaires a augmenté de 5,3% fin 2016 à 6% mi-2018, avant de redescendre à 5,6% à la fin de 2018.

Aux conséquences du durcissement des conditions de financement sur la croissance se sont ajoutés les effets de la détérioration de l'environnement international. Les entreprises du secteur industriel ont été les plus fragilisées par l'affaiblissement de leur activité dans ce contexte de moindre progression de la demande interne et externe. La croissance de la production industrielle a atteint un point bas de 5,3% en g.a. en janvier-février 2019, contre 5,7% par mois en moyenne en septembre-décembre 2018 et 6,5% en janvier-août 2018. Alors que la demande mondiale s'essouffle, le secteur manufacturier exportateur a été durement touché par les hausses de droits de douane américains. Les effets de la dernière hausse (de 10% en septembre) ont été sévères, puisque le total des exportations s'est contracté de 0,1% en g.a. en novembredécembre 2018 et de 5,2% en janvier-février 2019 (mais a rebondi en mars). Les entreprises industrielles tournées vers le marché intérieur ont quant à elles continué de souffrir du repli des transactions sur le marché immobilier (+1,3% seulement en 2018 and -3,6% en g.a. en janvier-février 2019) et du ralentissement des ventes au détail, en particulier dans les secteurs des biens durables et de l'automobile (les achats de véhicules ont chuté de 3,1% en 2018 puis de 15% sur les deux premiers mois de 2019).



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Moins de crédits et moins de profits

Financements à l'économie (social financing) hors prêts aux ménages, g.a. (é.g.)

- Profits des entreprises industrielles, g.a., moyenne mobile 3 mois (é.d.)



Sources: PBOC, NBS

L'affaiblissement de la demande, la diminution des taux d'utilisation des capacités de production en 2018 (après deux années d'amélioration) et la baisse des prix de l'énergie en fin d'année ont conduit à une rapide désinflation de l'indice des prix à la production (+0,2% en g.a. au T1 2019 contre 3,7% au T1 2018). Or, les revenus des sociétés sont historiquement très corrélés à cet indice. Les profits des entreprises industrielles ont d'ailleurs ralenti depuis mi-2018 et chuté de 14% en g.a. sur les deux premiers mois de 2019.





Multiplication des événements de défaut

Dans cet environnement, la capacité de paiement des entreprises s'est dégradée. Les délais de paiements aux fournisseurs ont été allongés et les retards multipliés, contribuant à la diffusion des difficultés dans l'économie. Selon les données de la Coface, la durée moyenne des retards de paiements s'est accrue (les transports et la construction affichent les retards les plus longs, supérieurs à 100 jours). Surtout, des retards de paiements « ultra longs » (dont 80% ne sont jamais honorés) ont été observés dans de nombreux secteurs (notamment dans la construction, l'automobile, le textile, les technologies de l'information et de la communication et les transports).

Du côté du remboursement de la dette, les banques commerciales n'ont enregistré qu'une légère hausse de leurs ratios de créances douteuses (à 1,83% fin 2018 contre 1,74% fin 2017). L'augmentation du nombre de défauts sur le marché obligataire local est plus spectaculaire : il est passé de moins de 20 par an en 2015-2017 à près de 40 en 2018 et 10 au T1 2019 (divers secteurs sont concernés, en premier lieu celui de l'énergie). Le montant de dette en défaut reste limité (USD 16 mds en 2018, soit moins de 0,5% du stock d'obligations des entreprises). Il n'en demeure pas moins que la multiplication de ces événements indique une détérioration de la situation financière des entreprises, mais aussi un changement de comportements sur le marché chinois (le premier défaut obligataire n'a eu lieu qu'en 2014). Et ce d'autant plus que les défauts ne touchent pas que des entreprises privées, mais aussi quelques entreprises publiques, signifiant que le soutien de l'Etat ne peut plus être considéré comme totalement certain.

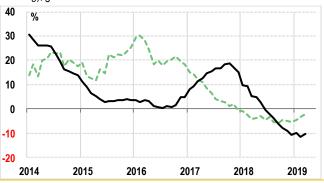
La montée des risques de défaut, signal inquiétant de la fragilité des entreprises, semble donc accompagner un certain assainissement des pratiques de crédit. En outre, les autres sources de vulnérabilité et les risques d'instabilité dans le secteur financier se sont atténués depuis deux ans en réponse au resserrement monétaire et réglementaire. D'une part, la baisse des financements interbancaires a réduit les interconnexions entre les institutions financières (bancaires et non bancaires) et permis leur désendettement. D'autre part, les activités de *shadow banking*¹ se sont réduites (graphique 3). Dans ce contexte, le secteur des entreprises a commencé à enregistrer une légère baisse de son ratio de dette-sur-PIB (estimé à 133% fin 2018 contre 137% fin 2017)². Mais cette dernière dynamique devrait s'inverser en 2019.

Vers une meilleure appréciation des risques de crédit

Entre croissance et désendettement, la priorité des autorités a changé depuis quelques mois : la politique économique actuelle vise d'abord à soutenir l'activité à court terme. Le crédit bancaire et

3- Atténuation des risques d'instabilité dans le secteur financier

- •-- Financements interbancaires (créances sur les banques et les institutions financières non bancaires), g.a.
- Financements du *shadow banking* (inclus dans les statistiques de *social financing*), g.a.



Sources : PBOC, NBS

les financements obligataires ont de fait ré-accéléré légèrement depuis le T4 2018 et l'investissement dans les infrastructures publiques s'est renforcé. Avec la multiplication des mesures d'incitations fiscales depuis le début de 2019, ceci devrait aider la croissance économique à se redresser – très modérément – après avoir touché un creux sur la première partie de l'année. En outre, l'assouplissement des conditions de crédit devrait aussi améliorer la situation de trésorerie des entreprises. Les risques de défaut restent néanmoins élevés, du simple fait de la persistance de l'excès de dette des entreprises. Ainsi, le nombre de défauts sur le marché obligataire devrait d'autant plus augmenter que les tombées de dette des entreprises non financières atteindront un montant record en 2019 (USD 459 mds selon l'*Institute of International Finance*).

Dans le même temps, une sélection plus « positive » entre les différentes catégories d'emprunteurs pourrait s'opérer. Tout d'abord, les autorités procèdent à un assouplissement monétaire « ciblé » : les banques sont notamment encouragées (via des directives ou des facilités de financement dédiées) à augmenter leurs prêts aux entreprises privées, PME et entreprises les plus saines. En outre, la multiplication des défauts semble conduire à une hausse de l'aversion au risque et à une meilleure appréciation des risques par les créanciers. Les sociétés les plus fragiles pourraient donc voir leurs conditions de financement continuer de se dégrader. Enfin, la réduction des risques d'instabilité financière reste un objectif clé pour Pékin, et des efforts de réforme de la réglementation financière et des entreprises publiques devraient être maintenus. Les divergences de performance entre institutions financières devraient continuer de croître, les grandes banques restant relativement solides et les autres (petites banques et non-banques) subissant la hausse des créances douteuses et la détérioration de leur liquidité et solvabilité. Là aussi, les difficultés de certaines institutions, tout en exposant la Chine à des épisodes de stress et de volatilité, pourront être le signe d'un certain assainissement du système.

Christine PELTIER

christine.peltier@bnpparibas.com



¹ Les financements relevant du *shadow banking* sont beaucoup moins bien répertoriés et supervisés que les prêts bancaires. Une partie est prise en compte dans les statistiques officielles de financements à l'économie (*social financing*), par exemple les fonds fiduciaires et les *entrusted loans* (prêts interentreprises intermédiés par les banques). D'autres activités de *shadow banking* sont exclues de ces statistiques (actifs financés par les produits de gestion de fortune, prêts des sociétés de financement, microcrédits, prêts entre particuliers en ligne, etc.). L'ensemble s'est contracté depuis deux ans.

² Dette des entreprises hors collectivités locales et véhicules de financement.



Inde

Bilan économique à la veille des élections

Après bientôt cinq années au pouvoir, le bilan de Narendra Modi est globalement positif même si la dernière année de son mandat a été difficile avec un ralentissement de la croissance au T3 2018/19. La croissance reste tirée par la consommation des ménages et, plus récemment, par les investissements privés grâce à l'amélioration de la situation financière des entreprises, à l'exception de certains secteurs. Les comptes extérieurs se sont légèrement détériorés sur l'ensemble de l'année 2018, la hausse du déficit courant n'étant plus compensée par les IDE. L'un des défis du prochain gouvernement sera de parvenir à créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers.

Croissance robuste en 2018, malgré un ralentissement au T3 2018/19

Au troisième trimestre de l'exercice budgétaire 2018/2019 (octobredécembre 2018) la croissance économique a ralenti à 6,6% en glissement annuel (g.a.). Ce ralentissement s'explique en partie par la décélération des dépenses du gouvernement alors que la consommation des ménages et les investissements sont restés dynamiques. L'activité a ralenti dans le secteur primaire alors qu'elle est restée robuste dans l'industrie et les services. Pour soutenir sa croissance, la banque centrale indienne a abaissé à deux reprises (février et avril) ses taux directeurs profitant de la modération des tensions inflationnistes (+2,6% en février en g.a.) et de la fin du durcissement de la politique monétaire américaine.

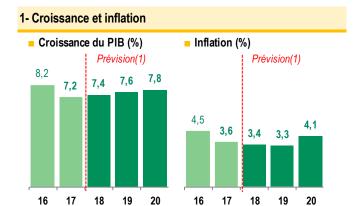
Sur l'ensemble de l'année calendaire 2018, la croissance économique a atteint 7,4% (contre 6,9% en 2017) soit l'un des rythmes les plus élevés au sein des pays en Asie. A titre de comparaison, elle a atteint 5,2% en Indonésie, 6,2% aux Philippines, 6,6% en Chine et 7,1% au Vietnam. Cependant, en dépit d'une croissance solide, le revenu par tête de l'Inde reste faible (USD 2016).

Consolidation de la situation des entreprises

La situation des entreprises privées non financières s'est sensiblement améliorée et elle est aujourd'hui plus solide qu'elle ne l'était en 2011, date à laquelle elle avait commencé à se dégrader.

Depuis 2014, les entreprises indiennes dans leur ensemble sont dans un processus de consolidation financière. Leur ratio de dette rapportée au PIB a diminué de 5 points de pourcentage pour atteindre 57% au T3 2018. Selon les données sur les entreprises privées non-financières cotées publiées par la banque centrale, leurs charges d'intérêts ont baissé et s'élevaient à 22,3% des profits avant impôts au T4 2018 alors qu'elles atteignaient plus de 35% en 2014. Par ailleurs, la croissance de leur chiffre d'affaires a fortement accéléré depuis la fin 2017 générant une hausse des profits nets de près de 25% au T4 2018 en dépit d'une hausse de la masse salariale. Ainsi, leurs profits avant impôts couvraient 4,5 fois leurs charges d'intérêt au T4 2018 contre seulement 2,8 fois en 2014.

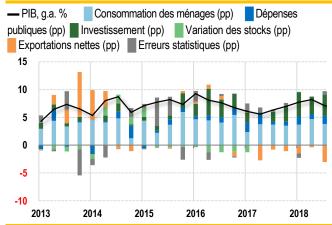
La situation reste néanmoins très fragile dans certains secteurs d'activité, notamment les télécommunications et l'énergie. Selon Crédit Suisse 1, 96% et 58% des entreprises respectivement du



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

(1): Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

2- Ralentissement de la croissance au T3 2018/19



Source : CEIC

secteur des télécommunications et de l'énergie ont des charges d'intérêts supérieures à leurs profits nets avant impôts. Dans le secteur de la métallurgie qui concentrait encore fin septembre 2018 le taux de crédits risqués² le plus important (34,2% des crédits selon la banque centrale), les entreprises sont parvenues à consolider sensiblement leur situation financière grâce à la hausse de leur chiffre d'affaires mais surtout grâce à la baisse de leur endettement. Leurs profits nets avant impôts couvraient 11,7 fois le paiement des intérêts au T3 2018 contre 4,3 fois en 2014.



¹ India corporate health tracker, February 2019.

² Somme des crédits non performants et des crédits restructurés.



Les IDE insuffisants

En 2018, pour la première fois depuis 2013, la balance des paiements (hors variations des réserves de change) a affiché un déficit estimé à 0,2% du PIB. Il s'explique par une forte hausse du déficit courant associée à une baisse des entrées nettes de capitaux.

Le déficit courant a atteint 2,4% du PIB en 2018, en hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à 2017. Cette détérioration reflète la forte hausse du déficit commercial qui a augmenté de 1,1 point de pourcentage à 6,9% du PIB. Les exportations ont crû de seulement 5,9% sur l'ensemble de l'année alors que la hausse des importations a atteint 12,1%, conséquence de l'augmentation des investissements et de la facture pétrolière.

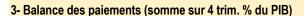
Dans le même temps, les entrées nettes de capitaux ont baissé pour atteindre seulement 2,2% du PIB en 2018 (contre 3% du PIB en 2017). Les investissements directs nets étrangers (1,2% du PIB en 2018), en recul par rapport au point haut de 2015-2016, ne suffisent plus à couvrir le déficit courant, rendant le pays dépendant des investissements de portefeuille et donc vulnérable à la volatilité sur les marchés financiers internationaux. Or, les sorties nettes d'investissement de portefeuille ont atteint l'équivalent de 0.4% du PIB. Les entrées nettes de capitaux financiers étant insuffisantes pour couvrir la hausse du déficit courant, les réserves de change ont baissé de USD 20 mds et la roupie s'est dépréciée face au dollar de 9% sur l'ensemble de l'année 2018. Les réserves de change restaient cependant suffisantes pour couvrir largement les besoins de financement à court terme du pays (1,3 fois). Par ailleurs, les entreprises indiennes sont légèrement moins exposées au risque de revalorisation de leur dette induit par la dépréciation de la roupie face au dollar qu'en 2013/2014. La part de la dette extérieure libellée en dollars s'élevait à seulement 45,9% de la dette totale fin 2018 alors qu'elle atteignait plus de 63% cinq ans plus tôt.

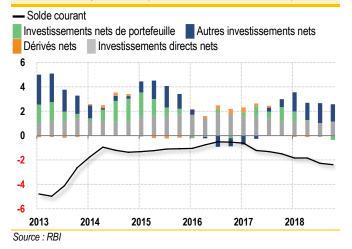
Au T1 2019, la balance des paiements semble s'être renforcée au vu de l'évolution positive de la roupie et des réserves de change. Sur les deux premiers mois de l'année, le déficit commercial a légèrement diminué grâce à la baisse des importations.

L'un des objectifs du futur gouvernement sera de parvenir à stimuler davantage les IDE afin de soutenir la croissance et réduire la dépendance aux capitaux volatils. En dépit d'une amélioration significative de l'environnement des affaires pendant le mandat du gouvernement Modi, les flux d'IDE sont restés modestes et le stock d'IDE s'élevait à seulement 14,3% du PIB en Inde fin 2018 (contre 22,5% du PIB en Indonésie et 21,7% du PIB en Chine).

Fin des tarifs préférentiels vers les Etats-Unis ?

Depuis 1974, l'Inde bénéficie de tarifs préférentiels pour certains produits exportés à destination des Etats-Unis dans le cadre de la *Generalised System of Preferences* (GSP) visant à favoriser le développement des pays émergents. Or, le président Trump a annoncé qu'il pourrait supprimer cet avantage dans la mesure où des contraintes pèsent lourdement sur les ventes de produits américains en Inde, en particulier dans le domaine médical et les produits de première nécessité comme le lait.





L'impact sur l'économie indienne serait néanmoins modéré. Selon la US International Trade Commission, le montant des exportations indiennes vers les Etats-Unis au titre de la GSP s'élèverait à USD 6,2 mds, ce qui représente 11,5% des exportations à destination des Etats-Unis soit l'équivalent de 0,23% du PIB. Les produits sont des produits mécaniques, des véhicules, de l'acier et du fer, des produits chimiques mais aussi des produits de consommation.

D'importants défis pour le futur gouvernement ?

Entre le 11 avril et le 19 mai se tiendront les élections générales qui permettront de renouveler l'intégralité de la chambre basse du Parlement et de nommer un Premier ministre pour les cinq prochaines années.

Alors que le bilan du gouvernement de Narendra Modi est globalement positif grâce notamment à l'adoption de la taxe sur les biens et services (GST), la couverture biométrique de la population (projet Aadhaar) et la loi sur les faillites des entreprises, les défis qui attendent le futur gouvernement sont très importants. En effet, même si le revenu par tête en termes réels a fortement augmenté (+6,8% par an en moyenne au cours des cinq dernières années) et que le taux de pauvreté a baissé, les emplois productifs sont insuffisants et la part de l'emploi informel reste trop élevée (81% selon l'Organisation internationale du travail) pour augmenter significativement le niveau de développement du pays.

Le futur gouvernement devra parvenir à créer un environnement plus favorable aux investissements domestiques et étrangers. Ses efforts devront notamment porter sur l'éducation (pour tous) et le marché du travail (faciliter l'accès aux femmes, réduire les contraintes à l'embauche et les coûts supportés par les entreprises en cas de licenciement).

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com





Brésil

Redressement à retardement

Les espoirs suscités par l'élection de Jair Bolsonaro sont retombés. Au premier trimestre 2019, certains indicateurs font état d'une possible contraction de l'activité alors même que les indices de confiance semblaient s'améliorer. Dans le même temps, la réforme du régime de retraite – élément phare du programme économique du président Bolsonaro – a été présentée par le gouvernement en février. La réforme est actuellement en discussion au Congrès mais les négociations pourraient être plus longues et difficiles que prévu. En effet, depuis sa prise de fonction, la cote de popularité du président brésilien a été chahutée et les rapports entre pouvoirs exécutif et législatif se sont tendus.

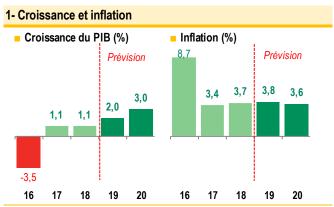
Passage à vide depuis le dernier trimestre 2018

En 2018, la croissance s'est maintenue au même rythme qu'en 2017, soit 1,1% en moyenne annuelle. L'année a été marquée par la grève des routiers et la tenue des élections présidentielles. La consommation des ménages est restée le principal moteur grâce notamment à la hausse du crédit à la consommation, qui a tiré la reprise du crédit (+5% en 2018) après deux années de contraction en 2016 et 2017. L'investissement s'est redressé (+4,1% g.a.) après quatre années de repli. Le taux d'investissement demeure largement en deçà de son pic de 2013 (17,4% contre 22,8% du PIB).

En revanche, la contribution nette du commerce extérieur est négative (-0,5 pp) pour la première fois depuis 2013. Cependant, le déficit du compte courant (USD 14,5 mds) a été contenu (0,8% du PIB) et a été largement couvert par les flux nets d'IDE (USD 74,3 mds, soit 4,1% du PIB). L'acquis de croissance pour 2019 est faible, la croissance ayant marqué le pas en fin d'année (+0,1% t/t au T4).

Depuis le début de l'année, les indicateurs d'activité ont été très décevants malgré le redressement de certains indices de confiance. La production industrielle est restée étale sur les deux premiers mois de l'année (-0,8% m/m, en données cvs en janvier suivi de +0,7% en février). La production minière a même fortement chuté (-15% en février) suite à la rupture du barrage à Brumadinho fin janvier. Les capacités non utilisées dans l'industrie restent importantes, ce qui explique que le crédit aux entreprises ne se redresse que très lentement (+2% g.a. en février) dans un contexte de rationnement de l'offre de crédit bancaire subventionné. Plus étonnant, les ventes au détail sont erratiques malgré la progression des salaires réels depuis novembre et la bonne tenue du crédit à la consommation (+9% en g.a. en février). Le marché du travail se dégrade avec un taux de chômage en hausse (12,4% fin février contre 11,6% en décembre). Enfin, l'activité dans les services a aussi ralenti depuis le début de l'année. Au total, l'indicateur avancé d'activité de la banque centrale (IBC-BR) s'est replié en janvier et février (-0,3% et -0,7% m/m, cvs) laissant craindre une contraction du PIB au T1 2019.

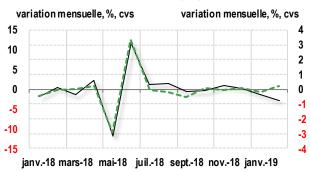
Pour l'instant, les marchés financiers ne sanctionnent pas ces mauvais indicateurs conjoncturels. Le marché actions a fait mieux que résister même s'il connaît des mouvements plutôt baissiers depuis un mois après avoir passé la barre des 100,000 points pour la première fois de son histoire. Les primes de risque sur le souverain (EMBI+Br) se maintiennent autour de 250 points de base (pb) après s'être tassé de près de 100 pb depuis début septembre



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Contraction de l'indicateur avancé d'activité depuis janvier

- Indice d'activité IBC-BR (é.g.)
- --- Indice de production industrielle IBGE (é.d.)



Sources : Banque centrale du Brésil, IBGE, BNP Paribas

2018. Le real a cédé ses gains contre le dollar acquis au cours du premier mois (+6% début février) pour retrouver son niveau du début de l'année. La monnaie reste toutefois en retrait de 12% sur un an.

A ce stade, les espoirs de voir l'activité ré-accélérer sont limités. La consolidation budgétaire ne laisse pas de marge pour augmenter les dépenses publiques tandis que le climat d'attentisme lié à la réforme pèse sur les décisions d'investissement. Enfin, les facteurs externes ne sont pas particulièrement porteurs : au ralentissement général de l'économie mondiale s'ajoute la récession en Argentine qui pèse sur les exportations de biens d'équipements notamment dans l'industrie automobile. Heureusement, le relâchement des



0

2019



conditions financières et la désinflation restent favorables à la croissance de la consommation privée et du crédit. Le taux directeur est à son plus bas historique (6,5%) depuis un an et l'inflation devrait rester contenue en deçà de la cible de la banque centrale en 2019.

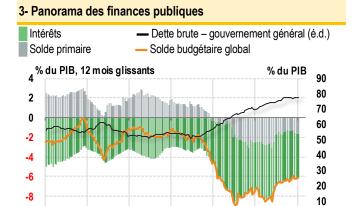
EcoPerspectives // 2e trimestre 2019

Des finances publiques dégradées...

Les comptes publics du Brésil se sont très largement dégradés depuis 2014, année où le solde primaire (hors charges des intérêts de la dette) est devenu négatif après 10 ans d'excédent. Sur la période 2014-2018, le déficit budgétaire du gouvernement central s'est affiché en moyenne à 6,8% du PIB, tandis que le déficit primaire s'établissait à 1,7% en moyenne. La détérioration du solde budgétaire est imputable à des facteurs conjoncturels (effondrement des recettes pendant la récession (2015-2016); reprise économique poussive). Il est surtout symptomatique d'importants déséquilibres structurels du côté des dépenses qui ont conduit celles-ci à augmenter trois fois plus vite que le PIB au cours des 10 dernières années. L'inflation des dépenses concerne en premier lieu le régime de retraite et les prestations sociales¹, mais aussi la masse salariale² ainsi que les subventions indirectes et directes.

Compte tenu d'une charge d'intérêts structurellement élevée (~5% du PIB), l'incapacité à corriger les déficits primaires a conduit à une forte augmentation de la dette publique (+25 points de pourcentage de PIB depuis 2013 à 77% en 2018). Malgré la loi sur le gel des dépenses primaires votée en 2016³, les fortes contraintes pesant sur les dépenses obligatoires (dépenses sociales et pensions notamment) ont limité les progrès en termes de consolidation fiscale.

Pour l'instant, le financement de la dette ne pose pas problème. Le profil de la dette publique s'est amélioré au cours des 10 dernières années (échéances plus longues, faible dette en devises, meilleur profil d'amortissement, remplacement progressif d'instruments à taux variables par des instruments à taux fixes). La couverture des besoins de financement de l'Etat demeure, en outre, bien assurée par un marché des capitaux local liquide. La dette publique reste par ailleurs principalement détenue par des acteurs locaux, et la part des non-résidents n'était que de 11% fin 2018 contre 21% en mai 2015. Dans le même temps, le coût moyen d'emprunt sur la dette domestique s'est réduit (17,5 % en 2015 contre 10,6% en 2018) au cours des dernières années grâce à la désinflation et à la baisse du taux de référence SELIC.



Sources : Banque centrale du Brésil, Trésor national, BNP Paribas

2011

....sur fond du projet de loi de réforme des retraites

2013

2015

2017

Le projet de loi sur la réforme des retraites — présenté par le gouvernement en février est actuellement en discussion au Congrès. Il prévoit des économies estimées à environ USD 300 mds sur 10 ans, (environ 1,5% du PIB par an) ⁴. Un récent sondage de Datafolha révèle que le soutien populaire en faveur de la réforme s'est accru (51% de rejet contre 71% en avril 2017).

Cependant, l'ampleur des économies sera probablement revue à la baisse d'au moins un tiers à l'issue des négociations au Congrès. En effet, les tensions récentes entre l'exécutif et le Congrès suscitent des doutes quant à la capacité du gouvernement à obtenir les soutiens nécessaires au vote de la réforme. De surcroît, la forte popularité de Bolsonaro – principal levier pour pousser un Congrés fragmenté à former une majorité qualifiée (3/5°) – s'est effritée. Le dernier sondage lbope fait état d'une chute de la cote de popularité du président de 49% en janvier à 34% en mars.

Au mieux, la réforme devrait permettre de réduire le déficit primaire à hauteur de 0,7 à 1 pp de PIB. En conséquence, elle ne permettra pas à elle seule de stabiliser le ratio de dette publique.

Salim, HAMMAD

2007

2009

salim.hammad@bnpparibas.com



¹ Compte tenu de la transition démographique du pays (baisse du taux de fécondité, augmentation de l'espérance de vie, augmentation de la part des personnes âgées dans la population).

² Les effectifs du gouvernement central ont augmenté de 8% en moyenne sur la période 2010-2017, représentant environ 4% du PIB.

³ Selon la loi, les dépenses primaires ne peuvent croître plus rapidement que l'inflation pendant une période de 20 ans.

⁴ Le nouveau système de retraite, qui vise à réduire l'écart entre les travailleurs du secteur public et ceux du secteur privé, serait mis en place sur une période de transition de 12 ans. La réforme fixe l'âge minimum du départ à la retraite à 65 ans pour les hommes et à 62 ans pour les femmes contre 55 ans actuellement, dans le secteur public comme privé. Elle prévoit aussi d'allonger la durée des cotisations sociales, de modifier en profondeur le calcul des prestations de retraite et d'harmoniser les règles de départ à la retraite qui s'appliquent aux fonctionnaires fédéraux avec celles des Etats et des municipalités. Enfin, elle met fin aux importantes disparités qui existent entre les régimes de retraite (les enseignants, policiers et autres militaires bénéficiant de règles de retraite anticipée).



Russie

Une croissance sous contraintes

La croissance économique a ralenti sur les premiers mois de 2019 et serait proche de son potentiel (1,5%) selon la banque centrale. La consommation des ménages a été pénalisée par la hausse de deux points de la TVA au 1er janvier qui a pesé sur l'évolution des salaires réels. L'augmentation des prix (+5,2% en g.a. en février) reste toutefois inférieure aux anticipations de la banque centrale qui a maintenu son taux directeur à 7,75% lors du dernier comité de politique monétaire en mars. Sur les deux premiers mois de l'année, les niveaux élevés des rendements des obligations russes ont attiré les investisseurs en dépit, une nouvelle fois, du risque de durcissement des sanctions américaines. Par ailleurs, le rouble s'est apprécié de 5% face au dollar au T1 2019.

Une accélération en trompe-l'œil de la croissance en 2018

La croissance économique a accéléré à 2,3% sur l'ensemble de l'année 2018 après avoir atteint 1,6% en 2017. Néanmoins, ce bon résultat est à nuancer. En effet, l'accélération de la croissance s'explique principalement par la décélération des importations, reflet du ralentissement des investissements et, dans une moindre mesure, de la consommation des ménages. Ainsi, la contribution des exportations nettes à la croissance a été fortement positive en 2018 (0,8 point de pourcentage) alors qu'elle était négative en 2017. Les autres composantes de la croissance ont toutes enregistré un ralentissement. Celui des investissements (+0,2% en g.a. au T4 2018 contre +4.5% sur les trois premiers trimestres) s'explique partiellement par des conditions monétaires moins favorables. Les taux d'intérêt sur les crédits aux entreprises ont légèrement augmenté (+60 points de base) dans un contexte de durcissement de la politique monétaire.

En effet, confrontée, d'une part, aux pressions baissières sur le rouble en raison du risque de durcissement des sanctions américaines et, d'autre part, à la hausse des anticipations inflationnistes avec la hausse du taux de TVA au 1er janvier 2019, la Banque centrale russe a procédé au relèvement de ses taux d'intérêt directeurs à deux reprises, en septembre et décembre 2018 (+25 pb chacune), les élevant à 7,75%.

La croissance économique devrait ralentir en 2019. Sur les deux premiers mois de l'année, les indicateurs d'activité montrent que l'activité économique a décéléré. La croissance de la production industrielle s'est tassée (+2,3% sur les deux premiers mois de l'année selon les estimations de la banque centrale contre 2,7% au T4 2018). Elle résiste grâce à l'augmentation de la production de gaz et de métaux. En revanche, la production de pétrole a continué de ralentir conformément aux accords passés avec l'OPEP.

La production de biens d'investissements et de biens de (hors produits alimentaires) a décéléré consommation conjointement au net ralentissement des ventes au détail et à la chute des ventes automobiles. Le ralentissement de la consommation des ménages s'explique principalement par le relèvement de deux points du taux de TVA qui a pesé sur l'évolution des salaires réels (+0,7% en g.a. en février 2019 contre +7% en moyenne en 2018).

Les indicateurs de confiance restent néanmoins bien orientés dans l'industrie. Les résultats d'enquête suggèrent que les commandes

1- Croissance et inflation Croissance du PIB (%) Inflation (%) 7,1 Prévision 5,1 3.7 2,9 1.6 1,7 1,5 0,3

16

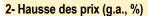
17

18

19

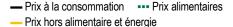
20

18 Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

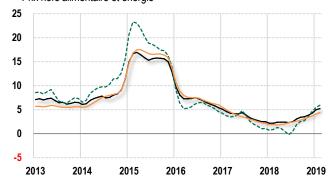


16

17



19



Source : CBR

domestiques ont accéléré en mars alors qu'elles restent mal orientées à l'exportation.

La croissance économique serait proche de son potentiel (1,5%) selon la Banque centrale russe.

Hausse des tensions inflationnistes

Les prix à la consommation ont commencé à accélérer dès le mois de juillet, conjointement à la dépréciation du rouble, à la hausse des prix de certaines matières premières (agricoles et pétrole) et en raison d'effets de base défavorables (notamment sur les prix des produits alimentaires). Ainsi, en décembre 2018 l'augmentation des





prix a atteint 4,3% en g.a. alors qu'elle s'établissait à seulement 2,5% un an plus tôt. Cette accélération a concerné tous les produits (alimentaires et non-alimentaires). Depuis la fin de l'année, la hausse des prix s'est accentuée (+1,2 point de pourcentage à 5,2% en g.a en février) en raison du relèvement du taux de TVA, responsable, selon la banque centrale, de près de la moitié de cette récente accélération.

Retour des investisseurs étrangers en début d'année

En 2018, le surplus du compte courant a atteint 6,9% du PIB contre 2,1% du PIB en 2017. En effet, dans un contexte de forte hausse des prix internationaux du pétrole et du gaz, le surplus commercial a augmenté de 4,5 points de pourcentage à 11,8% du PIB. Dans le même temps, les importations ont légèrement diminué (-0,1% du PIB). L'excédent courant a permis de couvrir le déficit du compte financier qui a atteint environ 5% du PIB.

Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2018, la position extérieure nette de la Russie a augmenté de près de USD 100 mds pour atteindre l'équivalent de 22,4% du PIB (contre 17,3% du PIB un an plus tôt). Ce mouvement reflète les importantes sorties de capitaux qui ont suivi le durcissement des sanctions américaines en avril 2018 : baisse du stock d'investissements directs étrangers et d'investissements de portefeuille (de respectivement -6,2% et -9,5%). L'amélioration de la position extérieure reflète également la contraction des prêts (-13%). La dette extérieure russe a continué de baisser en 2018 (-64mds) et s'élevait fin 2018 à seulement 27,4% du PIB (100% des exportations) alors qu'elle s'établissait à plus de 41% du PIB (157% des exportations) au T2 2016.

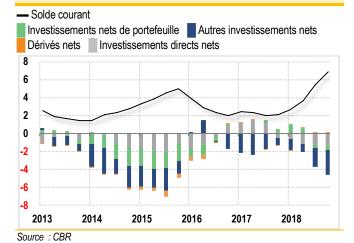
Sur les deux premiers mois de l'année 2019, le surplus courant aurait légèrement augmenté, reflet de la baisse des importations, selon les premières estimations de la banque centrale. Les entrées de capitaux ont accéléré, en dépit du risque de durcissement des sanctions américaines. Le stock d'obligations d'Etat détenues par les investisseurs étrangers a augmenté pendant deux mois consécutifs, même s'il reste inférieur à ce qu'il était il y a un an. Début mars, les investisseurs étrangers détenaient près de 26% des obligations du gouvernement émises en roubles. Les rendements élevés sur les obligations russes dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas en Europe et, dans une moindre mesure, aux Etats-Unis ont attiré les investisseurs étrangers.

Conjointement à la hausse du prix du pétrole depuis le début de l'année et à la baisse des tensions sur les marchés financiers, les autorités monétaires ont repris leurs achats de devises, ce qui n'a pas empêché le rouble de s'apprécier face au dollar de 5% au T1 2019. Les réserves de change ont augmenté de USD 9 mds pour atteindre fin février plus de USD 390 mds, soit cinq fois les remboursements de dette à horizon un an.

Risque de durcissement des sanctions américaines

En août 2018, Chris Van Hollen, sénateur démocrate et Marco Rubio, sénateur républicain, avaient présenté un projet de loi au Congrès, le *Defending Elections from Threats by Establishing Redlines Act* ou *Deter Act*, visant à sanctionner les autorités russes suspectées d'ingérence dans les élections américaines de 2016.

3- Balance des paiements (somme sur 4 trim. % PIB)



Mais ce projet avait été rejeté. Les deux sénateurs ont soumis le 3 avril 2019 une nouvelle version de leur projet au Congrès (extrêmement proche de la précédente). Ce projet de loi vise à sanctionner tout pays qui aurait influencé d'une quelconque manière les résultats des élections américaines (après résultats d'enquête réalisée par la direction du renseignement national Director of National Intelligence). Si cette loi était adoptée et que la Russie était reconnue coupable d'une telle ingérence, alors il serait totalement interdit pour les entités américaines (US persons) d'acheter des titres de dette du gouvernement russe et d'entreprises détenues ou contrôlées par le gouvernement russe. Par ailleurs, des sanctions seraient adoptées à l'encontre des entreprises du secteur de la finance, de l'énergie et de la défense. Sberbank, VTB bank, Gazprombank, Vnesheconombank et Rosselkhozbank auraient l'interdiction de réaliser des transactions avec les Etats-Unis. Dans le secteur de l'énergie, tout nouvel investissement serait interdit pour les entités américaines. Finalement, les hommes politiques et les oligarques impliqués dans une quelconque interférence dans les élections américaines seraient interdits d'entrée sur le sol américain et auraient l'interdiction de réaliser des transactions avec les US persons.

A ce jour, les dissensions au sein du Congrès sur les mesures à prendre à l'encontre de la Russie restent fortes et le Président Trump y reste opposé.

Même si le projet devait être adopté, à horizon d'un an, il ne mettrait pas en danger les besoins de financement extérieurs du gouvernement russe estimés à un peu moins de USD 80 mds.

Johanna Melka

johanna.melka@bnpparibas.com





Japon

Ciel pâle

L'activité économique reste peu dynamique et le ralentissement observé en 2018 devrait perdurer. Début 2019, l'activité dans le secteur manufacturier du pays s'est, d'ailleurs, dégradée. A court et moyen terme, le Japon devrait continuer à pâtir du ralentissement en Chine, son premier partenaire commercial. Par ailleurs, la question de la démographie reste prégnante dans un pays où la population âgée de plus de 65 ans ne cesse de croître et représente aujourd'hui plus du quart de la population totale. Elle est une incitation permanente à soutenir la productivité par des réformes structurelles d'envergure, sur les marchés des biens, des services ou du travail.

L'économie du Japon est, au sein de l'OCDE, l'une des plus exposées aux marchés émergents d'Asie. Déjà confrontée à de nombreux défis structurels, elle est en première ligne face au risque de ralentissement chinois.

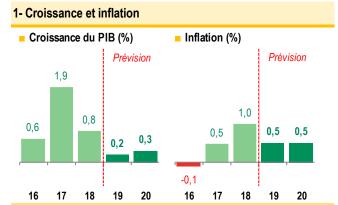
Situation économique atone

L'année 2018 a vu l'activité économique sensiblement ralentir au Japon. La croissance s'est ainsi établie à seulement +0,8%, après +1,9% en 2017, et a affiché un profil heurté. Le pays a en particulier été touché par un typhon au T3 2018 qui a sensiblement pesé sur la demande interne, investissement en tête. Le rebond du quatrième trimestre a été moins fort qu'attendu, le commerce extérieur ayant, une nouvelle fois, freiné.

Au 1er trimestre 2019, les indicateurs conjoncturels continuent d'envoyer des signaux mitigés. L'enquête Tankan de la Banque du Japon auprès des entreprises, considérée comme un bon indicateur du climat des affaires, montre une stagnation dans le secteur non manufacturier tandis que la confiance se dégrade dans le secteur manufacturier, pouvant suggérer une baisse des commandes en provenance d'Asie et de Chine essentiellement. L'indice des directeurs d'achat (PMI), tombé de 52,6 en décembre 2018 à 49,2 en mars 2019 dans le secteur manufacturier, appuie ce constat. Bien que l'économie japonaise demeure relativement peu ouverte (les exportations en valeur représentent moins de 20% de la valeur ajoutée totale du pays), le poids du secteur manufacturier est élevé au regard de la moyenne des pays de l'OCDE, affichant même une légère tendance haussière depuis 20131. La structure du tissu productif et des échanges extérieurs (plus de la moitié des exportations japonaises est à destination de l'Asie, et environ 20% vers la seule Chine) peuvent rendre l'économie vulnérable au retournement actuel de la conjoncture mondiale, et au faible dynamisme du commerce international.

Au total, la croissance au Japon fléchirait sensiblement et serait proche de zéro en 2019 et en 2020, à respectivement +0,2% et +0,3%. L'activité pâtirait notamment du retournement du cycle de l'investissement, les industriels restant attentistes face au ralentissement de la demande externe.

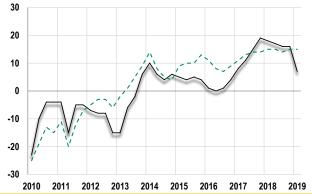
Le scénario de croissance est entouré d'aléas. Ainsi, dans le cas d'un ralentissement plus brutal de la demande en provenance de



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Indicateur Tankan du climat des affaires

- Ensemble des entreprises manufacturières
- --- Ensemble des entreprises non manufacturières



Source : Banque du Japon

Chine, l'économie japonaise serait l'une des plus affectées, notamment à court terme².

L'efficacité de la politique monétaire en question

Le bilan de la Banque du Japon atteint aujourd'hui 100% du PIB du pays, en très nette hausse depuis 2013. Alors que le bilan de la Réserve fédérale diminue et que celui de la Banque centrale européenne stagne, celui de la Banque du Japon continue de



¹ Source : OCDE

² Global growth weakening as some risks materialize, OECD Interim Economic Outlook, March 2019



progresser, à un rythme toutefois moindre depuis 2017. Dans le même temps la politique de taux négatif et la politique de *Yield Curve Control*, permettent de maintenir le niveau des taux autour de zéro le long d'un large spectre de maturités. Cette politique monétaire très expansionniste a pu avoir des effets bénéfiques sur la croissance, les coûts de financement et l'inflation. Toutefois, la dynamique des prix reste très contenue, atteignant seulement en glissement annuel +0,2% en février 2019 comme en janvier 2019. Sur l'ensemble de l'année, l'inflation resterait faible à +0,5% en moyenne annuelle, sous l'effet notamment du ralentissement de l'activité, et serait stable en 2020.

Plus globalement, la période prolongée de faible taux au Japon et les tendances démographiques du pays (vieillissement et baisse de la population en âge de travailler), qui réduiraient la demande crédit, posent des défis importants au système financier local. La marge nette d'intérêts des banques régionales est en baisse tendancielle depuis le milieu des années 2000. Ces dernières tendent, dans ce contexte, à prendre davantage de risques, en particulier dans leur politique d'octroi de crédit aux petites et moyennes entreprises (FMI, 2018)³.

Limiter les effets du déclin démographique

La troisième flèche des *Abenomics* lancés en 2012 met l'accent sur les réformes dites « structurelles ». Encore parcellaire, ce programme recouvre plusieurs aspects de l'économie japonaise. Outre la volonté de renforcer l'innovation et l'ouverture commerciale, marquée par l'accord récemment signé avec l'Union européenne, les réformes visent à limiter l'impact négatif sur l'économie du déclin démographique et de la dualité sur le marché du travail entre les employés réguliers et les employés non réguliers.

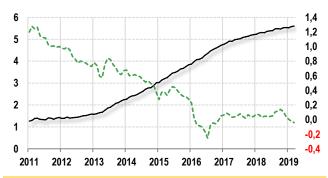
Le Japon est aujourd'hui le pays le plus âgé du monde, la population de plus de 65 ans représentant plus du quart de la population totale (cf. graphique 4). Le vieillissement de la population couplé à la baisse de la part de la population en âge de travailler, pose un défi économique majeur. D'abord, il aurait un effet négatif sur la croissance potentielle, en réduisant le volume de travail disponible. Aussi, en termes de finances publiques, la baisse de la main-d'œuvre amenuiserait les recettes fiscales et conduirait à une hausse mécanique des dépenses publiques liées au vieillissement. Les efforts en termes d'inclusion des femmes sur le marché du travail constituent une des réponses. Le taux d'emploi des femmes a en effet affiché une augmentation importante depuis quelques années (70% en 2018 contre 60% environ en 2012) mais demeure toutefois sensiblement inférieur à celui des hommes, de l'ordre de 15 points.

Par ailleurs, la question de la structure du marché du travail, marquée par une dualité croissante et importante, se pose. La hausse importante de la part des travailleurs non réguliers a réduit la productivité du travail⁴. Ces contrats, moins protecteurs, sont relativement moins rémunérateurs que les contrats réguliers, tandis que les formations et les opportunités de carrières associées y sont

3- Hausse du bilan et taux au plancher

Actif total (en EUR bn)

---- Taux souverain à 10 ans (en %, é.d.)

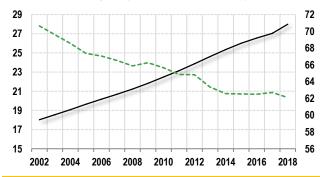


Source : Banque du Japon

4- Défis démographiques majeurs

— Part de la population de plus de 65 ans (en % de la population totale)

---- Part de l'emploi régulier (en % de l'emploi total, é.d.)



Sources : Bureau des statistiques, Banque mondiale, INED, BNP Paribas

également moindres. Alors que les travailleurs réguliers représentaient 70% de l'emploi total au début des années 2000, cette part s'établit aujourd'hui légèrement au-dessus de 60%.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com



³ FMI, Article IV Consultation with Japan, novembre 2018

⁴ M. Colacelli, *Macroeconomic effects of Japan's demographics: Can structural reforms reverse them?*, IMF Working Papers, novembre 2018



Royaume-Uni

Parti pour rester ?

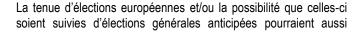
En optant pour une sortie de l'Union européenne (UE) sans même imaginer où aller, le Royaume-Uni s'est mis face à un choix impossible. L'impasse du Brexit s'est révélée, semaine après semaine, dans l'incapacité du Parlement britannique à acter la moindre décision, à commencer par celle consistant à ratifier les termes du divorce, pourtant négociés pendant deux ans par la Première ministre, Mme Theresa May. L'échéance en vient finalement à être repoussée: d'abord fixée au 29 mars, puis au 12 avril, la date limite de sortie est désormais celle du 31 octobre 2019, jour d'Halloween. Elle pourrait être anticipée si, d'aventure, le Royaume-Uni parvenait à ratifier l'accord de retrait rejeté jusqu'ici. Mais le plus probable est que son maintien dans l'UE se prolonge.

Trois ans après s'être prononcé par référendum pour une sortie de l'Union européenne (UE) et moyennant une procédure de divorce de deux ans, le Royaume-Uni a finalement décidé... de ne rien décider. Ayant échoué par trois fois à faire ratifier par la Chambre des communes l'accord de retrait conclu avec les 27 partenaires européens, la Première ministre britannique, Mme Theresa May, n'a eu d'autre choix que demander un report du Brexit. Ce que les 27 lui ont accordé, par deux fois.

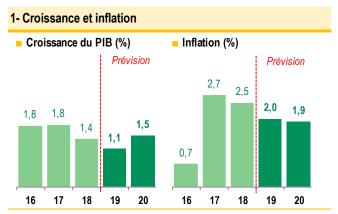
D'abord repoussée au 12 avril, la date limite de sortie du Royaume-Uni de l'UE est désormais fixée au 31 octobre 2019, qui ne marque pas seulement la fête d'Halloween mais aussi la fin de mandat officielle de la Commission « Juncker ». D'ici là, le champ des possibles reste vaste (voir schéma).

Si le Conseil européen exclut toute réouverture de l'accord de retrait, il offre la possibilité à la Chambre des communes de le ratifier à tout moment jusqu'au 31 octobre 2019, la sortie devenant effective le premier jour du mois suivant. Toutefois, seule une approbation avant le 22 mai minuit (pour une sortie le 1er juin) permettrait aux Britanniques d'éviter de participer aux élections européennes. Un « non » à tout (à l'accord, aux élections...) ré-ouvrant la possibilité d'un « no deal » après le 31 mai, il devient plus que probable que le Royaume-Uni joue les prolongations dans l'UE. Ce qui implique de lui réattribuer 73 sièges au Parlement européen, quitte à les supprimer ou les redistribuer après le 31 octobre, selon un schéma déjà arrêté (où la France récupérerait, par exemple, 5 sièges).

Cette forme d'intérim constituant, bien sûr, une première, le Conseil a voulu se prémunir du blocage des institutions en enjoignant le Royaume-Uni à « s'abst[enir] de toute mesure susceptible de mettre en péril la réalisation des objectifs de l'Union, en particulier lorsqu'il participe aux processus décisionnels [...]». De fait, la question du Brexit n'a sans doute pas fini d'interférer dans les débats. Si elle n'est pas nulle, la probabilité de voir l'accord de retrait finalement ratifié par le Parlement britannique reste faible. Il ressort des votes indicatifs à la Chambre des communes que le maintien dans l'union douanière, permettant une forme de Brexit « adoucie », est la mieux à même d'emporter la majorité. Un vote de l'Accord retenant cette option est théoriquement possible¹, mais il serait nécessairement bipartisan. La majorité, déjà fragile, de Mme May aurait beaucoup de difficulté à lui survivre.

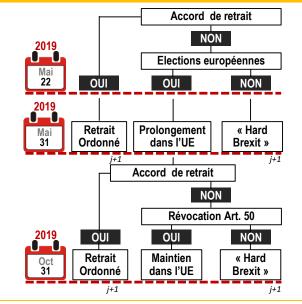


¹ Moyennant sans doute quelques ajustements apportés à la déclaration politique.



Sources: Comptes nationaux, BNP Paribas

2- Champ (non exhaustif) des possibles



Source : Conseil européen

donner l'occasion de reposer la question du Brexit. A moins que, toujours dans l'impasse, le Royaume-Uni demande une fois de plus à différer sa sortie, au-delà du 31 octobre.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com





Synthèse des prévisions économiques

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

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

Synthèse des prévisions financières

Taux d'intérêt, %	2019						
Fin de période	T1	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
E-Unis Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Libor 3m \$	2,60	2,60	2,60	2,60	2,81	2,60	2,50
Treas. 10a	2,42	2,80	2,75	2,70	2,69	2,70	2,50
Z. eurc Refi BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3M	-0,31	-0,30	-0,30	-0,30	-0,31	-0,30	-0,30
Bund 10a	-0,07	0,30	0,30	0,30	0,25	0,30	0,40
OAT 10a	0,26	0,65	0,65	0,60	0,71	0,60	0,70
R-Uni Taux BoE	0,75	1,00	1,00	1,25	0,75	1,25	1,25
Gilt 10a	1,00	1,85	2,00	2,10	1,27	2,10	2,10
Japon Taux BoJ	-0,06	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07	-0,10	-0,20
JGB 10a	-0,09	-0,03	-0,05	-0,05	0,00	-0,05	-0,20

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)

Taux	de change	2019						
Fin de	période	T1	T2e	T3e	T4e	2018	2019e	2020e
USD	EUR / USD	1,12	1,17	1,18	1,20	1,14	1,20	1,25
	USD / JPY	111	108	105	100	110	100	90
	GBP / USD	1,30	1,38	1,40	1,45	1,27	1,45	1,51
	USD / CHF	1,00	0,97	0,97	0,97	0,99	0,97	0,93
EUR	EUR / GBP	0,85	0,85	0,84	0,83	0,90	0,83	0,83
	EUR / CHF	1,12	1,14	1,15	1,16	1,13	1,16	1,16
	EUR / JPY	124	126	124	120	125	120	113

Source : BNP Paribas GlobalMarkets (e: prévisions)



^{*} Année budgétaire du 1er avril de l'année t au 31 mars de l'année t+1

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder Chef économiste	+33 1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com
ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES		
Jean-Luc Proutat Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni	+33 1 58 16 73 32	jeanluc.proutat@bnpparibas.com
Hélène Baudchon France – Marché du travail	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Louis Boisset Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon	+33 1 57 43 02 91	louis.boisset@bnpparibas.com
Frédérique Cerisier Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33 1 43 16 95 52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Catherine Stephan Pays nordiques – Commerce international – Education, santé, conditions de vie	+33 1 55 77 71 89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond Van Der Putten Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme	+33 1 42 98 53 99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Statistiques	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Laurent Quignon Responsable	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Laure Baquero	+ 33 1 43 16 95 50	laure.baquero@bnpparibas.com
Céline Choulet	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas Humblot	+ 33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS		
François Faure Responsable	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine Peltier Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane Alby Afrique francophone	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain Bellefontaine Turquie, Ukraine, Europe centrale	+33 1 42 98 26 77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Sara Confalonieri Afrique lusophone et anglophone	+33 1 42 98 43 86	sara.confalonieri@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
Salim Hammad Amérique latine	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Johanna Melka Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
CONTACT MEDIA		
Michel Bernardini	+33 1 42 98 05 71	michel.bernardini@bnpparibas.com



PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



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



ECOFLASH

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



ECOTY WEEK

Ouel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

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



NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN https://www.linkedin.com/showcase/bnp--paribas-economic-research/ https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implichement, 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 dittes ou autres placements. In e 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'excerter son propre jugement : elles sont par allieurs susceptibles d'être modificées a tout moment sans notification et ne sauraient service suppernet : elles sont par allieurs susceptibles d'être modificées a tout moment sans notification et ne sauraient service sur support à une évaluation des instruments eventueilement mentionnes dans le présent document. Toute éventueile référence à une performance réalisée dans le passe ne constitue pas une indication d'une pérformance huture. Dans toute la mesure pérmise par la bit, aucune société du Groupe BNP Parabas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de peries directées ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contienues dans ce document, au d'une portier par le la dafe de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il mest pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas s', sont susceptibles d'agri comme tenteur de marche, d'agent ou encourent, il mest pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas s', sont susceptibles d'agri comme tente marche, d'agent ou encoure, à titre principal, d'intervent pour achetre ou vendre des tittes entis par les emetteurs une participation au capitai des émetteurs ou presonnes mentionnés dans ce document, de souver en positions d'entre un vendre des trouver en positions d'entre un vendre des prouvers positions d'entre un vendre des prouvers positions d'entre un vendre de services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnea aux présentes au cours des 12 demiers mois précédant la publication de ce document. BNP Partass peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Partass est susceptible, dans iss limites autorisées par la toil en vigleux. If avoir aig sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contends dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desqueis elles sont communiquées, et ce présiablement à la publication de ce document. BNP Partiss est susceptible d'obtenir une remuneration ou de chercher à être remunére au titre de services d'investissement fournis à l'une quélonque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois sulvant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document prealablement à sa publication afin de verifier l'exactitude des faits sur le fondement desqueise il à et é elabore.

BNP Partiss est en France constituée en société anonyme. Son slege est situé au 16 boulevard des traites sur le fondement des étaitors en une société de Groupe RNP Partiss. Il est conque l'internit en exclusive des destinataises qui en sont bénéficialises et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre engages par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document à été approuve en vue de sa publication au Royaume-Unit par BNP Partiss. Succursai de Londres.

BNP Partiss Succursais de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détais de l'autorisée de la procuée pour publication en France par BNP Partiss SA, constitue en France en societé nonnyme et autorisée et autorisée et supervi

Finanzalienstieistungsaurkicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une fillaie de BNP Paribas in e benéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., fillaie de BNP paribas, est un broker-dealer enregistre aupries 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 prépare par une entité non américaine du groupe BNP Paribas gue lorsqu'il a été distribué a 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 les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par une succursale ou les certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou par la paribas certifiés (Japan) Limited, ou paribas cert

DNP Partibas Que charge it als the unanumer a use investiments part oner profited by the interest course. Japan 1: I present document est distribute au Japon par BNP Partibas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité ou groupe BNP Partibas qui n'est pas enregistrée comme une maison de thres au Japon, à certaines institutions financières définites par l'article 17-3 ainéa it du décret d'application de la Loi Japonaise sur les instituments et marches financières. BNP Partibas Securities (Japan) Limited, est une maison de thres enregistrée conformément à la Loi Japonaise sur les instituments et marches financières et est membre de la Japan Securities Delaters Association ainsi que de la Pinancial Futures Association du Japon. BNP Partibas Cecurities (Japan) Limited, Succursale de Toltyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document prépare par une entité non Japonaise membre du groupe BNP Partibas que lorsqu'il fait rotigé d'une distribution par BNP Partibas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des thrès etrangers memtionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi Japonaise sur les instruments et marches financiers.

Certains des thrès etrangers memtionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi Japonaise sur les instruments et marches financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Partibas Hong Kong Branch, filiale de BNP Partibas dont le siège social est situle à Partis, France. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extru de la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extru de la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branch exèrce sous licence bancaire octroyée en extrudé la Banking Ordinance et est rejementée par l'Autorifé Monétaire de Hong Kong. BNP Partibas Hong Kong Branc

://globalmarkets.bnpparlbas.co

© BNP Partbas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet: www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre Rédacteur en chef William De Vijlder

