



REVUE TRIMESTRIELLE  
MONDE & ÉMERGENTS - Q1 2019

---

# Ralentissement et montée des incertitudes

### Ralentissement dans les pays industrialisés, stabilisation dans les émergents et montée des incertitudes

Le scénario de ralentissement de l'économie mondiale, à l'exception des Etats-Unis, que nous avons esquissé il y a un an, s'est concrétisé au cours des derniers mois. En effet, la réforme fiscale américaine, entamée fin 2017, a vigoureusement soutenu la croissance américaine en 2018. Mais, les effets de cette réforme ne se répéteront pas en 2019, de sorte que l'activité devrait ralentir. Un ralentissement certain est donc attendu, mais pas de récession dans l'immédiat, car il n'y a pas de déséquilibres marqués. En Europe, nonobstant le ralentissement de l'activité depuis la fin de 2017, l'économie ne devrait pas tomber en récession. En effet, la hausse des prix de l'énergie a pénalisé l'activité européenne. Mais, avec le repli des cours pétroliers ces dernières semaines, cette activité devrait encore ralentir quelque peu sans pour autant se contracter.

Dans les pays émergents, après une année 2018 marquée par un ralentissement général, à l'exception des pays exportateurs de brut, 2019 devrait être marquée par une stabilisation. Les facteurs de risque sont pourtant présents, en particulier la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Au total, la croissance mondiale ralentirait à 3.7% cette année, contre 4% en 2018. Le PIB dans les pays industrialisés décélérerait à 2% environ, contre 2.2% en 2018. Dans les pays émergents, la croissance resterait stable en 2019 avec une croissance de 5% environ.

Ce scénario central pourrait être notamment révisé à la baisse dans le cas d'une aggravation des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine.

Fig. 1 : Monde: PMI manufacturier OCDE et émergents

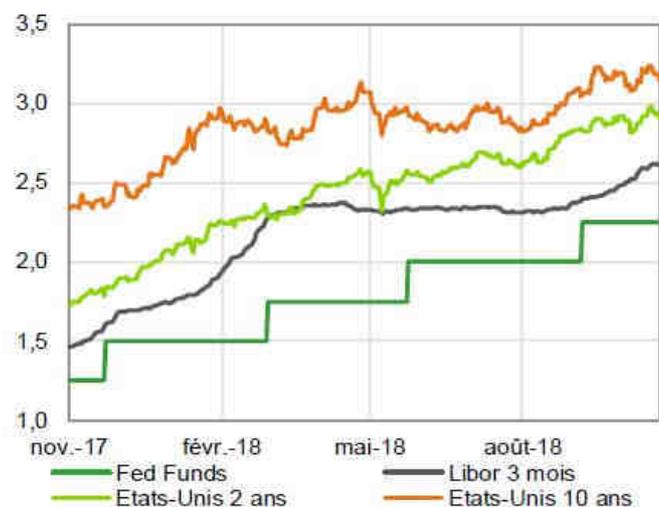
Source: IAM / Markit

	World	USA	Eurozone	Germany	France	Italy	Spain	CH	UK	Japan
oct.18	52.1	55.7	52	52.2	51.2	49.2	51.8	57.4	51.1	53.9
nov.18	52.0	55.3	51.8	51.8	50.8	48.6	52.6	57.7	53.6	52.2
déc.18	51.5	53.8	51.4	51.5	49.7	49.2	51.1	57.8	54.2	52.6

	World	Brazil	Russia	India	China	South Africa
oct.18	52.1	51.1	51.3	53.1	50.1	42.4
nov.18	52.0	52.7	52.6	54	50.2	49.5
déc.18	51.5	52.6	51.7	53.2	49.7	50.7

**Les taux longs** dans les pays de l'OCDE ont reculé ces dernières semaines. Ainsi le Bund allemand est passé de 0.57% il y a trois mois à 0.16%. Aux Etats-Unis, les taux longs (10 ans) ont perdu 67 points de base, passant de 3.25% à 2.58%. Parallèlement, les investisseurs ont pris la relève des banques centrales dans les achats d'obligations publiques à long terme. Les obligations d'Etat semblent jouer pleinement leur statut de valeur refuge. En revanche, les taux courts ont poursuivi leur remontée tirés par la poursuite du resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale américaine (Fed). Par conséquent, la courbe des taux a continué de s'aplatir, ce qui annonce en général un ralentissement de l'activité. Compte tenu de la poursuite prévue de la remontée des Fed Funds cette année (1 à 2 remontée de 25 points de base ?) et d'un ralentissement de la croissance (donc stabilité des taux longs), la courbe des taux devrait encore s'aplatir cette année, voire s'inverser. En Europe, les taux longs pourraient se tendre légèrement en cours d'année. En effet, le taux du Bund allemand est aujourd'hui trop bas (fluctuation entre 0.25% et 0.50% ?) compte tenu des anticipations d'inflation et de croissance. Les *spreads* pour les autres pays de la zone euro devraient rester élevés en 2019 compte tenu du recul des taux allemands.

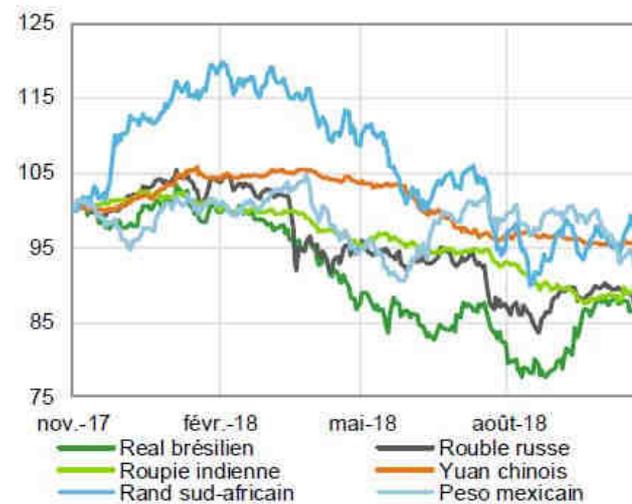
Fig.2: Taux d'intérêt aux Etats-Unis  
Source: BNP Paribas



Sur le marché des **taux de change**, le dollar est resté vigoureux ces derniers mois. Toutefois, cette situation pourrait changer au cours des prochains mois. En effet, les facteurs baissiers sur le dollar sont nombreux. D'abord, les incertitudes sur la politique monétaire de la Fed, en ligne avec le ralentissement de la croissance, vont peser sur la devise américaine. Par ailleurs, le dollar est nettement surévalué par rapport à la majorité des

devises du G10 poussant les investisseurs sur d'autres devises, comme actuellement sur le yen japonais. Ensuite, comme déjà indiqué il y a trois mois, le déficit ju-meau américain, même s'il reste financé sans problème, est un facteur négatif à long terme. Les devises émergentes, qui ont fortement reculé dans la première partie de 2018 à la suite de la remontée des taux d'intérêt à court terme américain, se sont stabilisées depuis l'automne dernier. Pour les prochains mois, ces devises devraient rester stables à un niveau bas. En effet, les politiques monétaires des pays émergents ne devraient pas s'assouplir rapidement, laissant le *spread* entre le dollar et ces devises inchangé. Toutefois, ces devises pourraient encore reculer face à l'euro et aux autres devises OCDE (yen notamment). Par ailleurs, certaines devises pourraient encore rester vulnérables, comme la lire turque impactée par les déficits extérieurs.

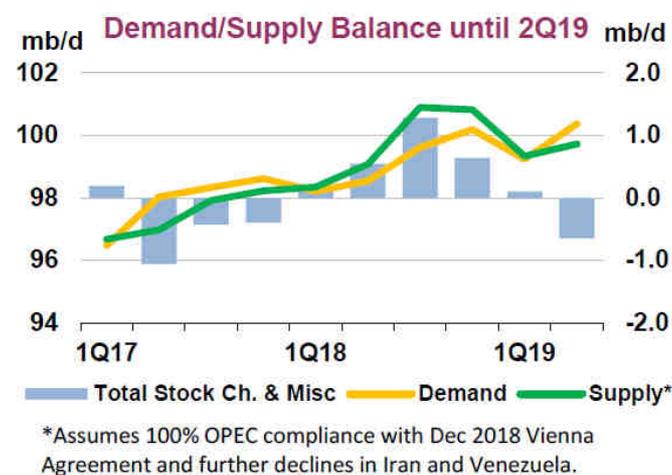
Fig.3 : Taux de change devises émergentes, 100 = novembre 2017, Source: BNP Paribas



Les **prix du pétrole** ont fortement corrigé (plus de 40%) ces dernières semaines pour atteindre un point bas le 24 décembre dernier. Depuis, les cours sont repartis à la hausse (+15% depuis le point bas) et ressortent à 58 dollars environ pour le Brent. Il apparaît que la correction opérée en automne était trop forte au regard des fondamentaux. Les prévisions de prix pour 2019 reflètent à la fois un ralentissement de la demande mondiale et une hausse de la production américaine qui a atteint un record à la fin 2018. Pour contrer la hausse de la production US, les pays membres de l'OPEP devaient retirer environ 1.2 million de barils par jour (mb/j) au 1er janvier.

En 2018, sur le marché du pétrole, la demande a progressé de 1.7 mb/j, nettement au-dessus de la moyenne de ces 10 dernières années qui ressort à 1.1 mb/j. Cette croissance supérieure à la moyenne a été tirée par le dynamisme de l'activité dans les pays de l'OCDE, comme dans les pays émergents. Mais, la hausse de la consommation s'essouffle parallèlement au net rebond des prix. Du côté de l'offre, la baisse de la production des pays de l'OPEP en 2017 a été, certes, compensée par un accroissement de l'offre dans les pays non-OPEP, mais au total, cette hausse de l'offre est faible et inférieure à celle de la demande. Ainsi, « le groupe de Vienne » (OPEP et Russie) a fait reculer sa production de 2.5 mb/j entre octobre 2016 et avril 2018. Les conséquences sur les prix auraient été encore plus fortes si les Etats-Unis n'avaient pas pris le relais avec un net rebond de la production de pétrole non conventionnel (pétrole de schiste).

Fig.4 : Demande et production de pétrole  
Source: AIE

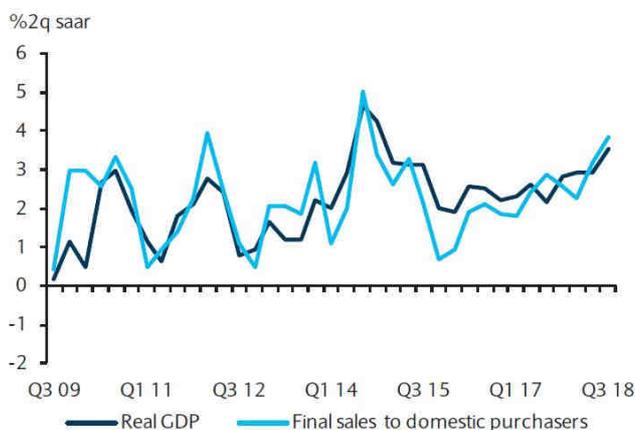


En dépit du rebond des prix de ces dernières semaines, les prévisions pour 2019 ont été révisées à la baisse. Désormais, les prévisionnistes tablent pour 2019 sur une fourchette comprise entre 55 et 65 dollars par baril. Si les prix devaient revenir durablement sous les 50 dollars, la production de pétrole de schiste ne serait plus rentable, et les producteurs américains réduiraient leur offre.

Aux **Etats-Unis**, avec une croissance estimée pour l'ensemble de 2018 à 3%, un ralentissement est attendu dans la deuxième partie de 2019. Sur l'ensemble de cette année, la hausse du PIB ressortirait à 2.6% environ. En effet, l'arrêt des effets du stimulus fiscal et la hausse des taux d'intérêt devraient pénaliser la demande intérieure.

A court terme, la consommation des ménages reste le moteur principal de la croissance. Celle-ci est tirée à la fois par les créations d'emplois et par la progression des salaires. Le taux de chômage ressort à 3.7%, soit nettement au-dessous du taux de plein emploi qui est estimé à 4.5% par la Fed. Ce goulot d'étranglement sur le marché du travail devrait continuer à pousser les salaires à la hausse et, par conséquent, les coûts salariaux unitaires et l'inflation. Toutefois, les dépenses dans l'immobilier résidentiel se sont retournées à la baisse en raison de la hausse des taux d'intérêt.

Fig.5 : Etats-Unis: PIB et consommation privée (vol, q/q % annualisé), Source: Barclays



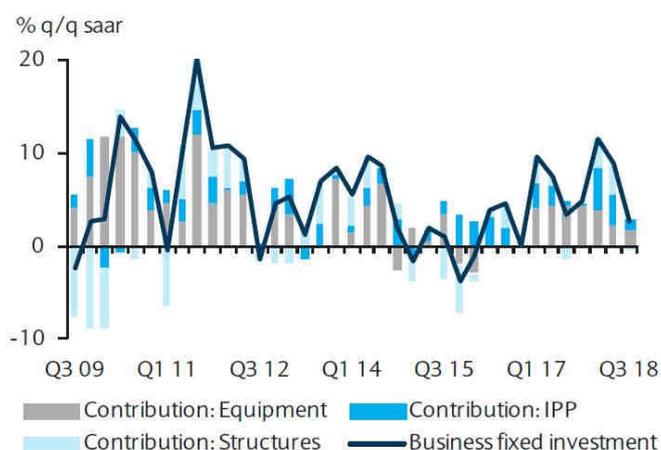
Du côté des entreprises et de la production, la majorité des facteurs reste très favorable. En effet, la demande domestique est forte. Par ailleurs, les baisses d'impôts ont généré un rebond marqué des bénéfices des entreprises, ce qui soutiendrait l'investissement cette année. En effet, selon les données disponibles pour les sociétés de l'indice S&P 500, les profits ont rebondi très vigoureusement au dernier trimestre 2018, à 26% sur un an. La forte baisse du taux d'imposition fin 2017, de 35% à 21%, a bénéficié aux plus grandes entreprises américaines dans un contexte conjoncturel porteur, avec une hausse du chiffre d'affaires moyen de 9% l'année dernière. Les mesures fiscales pourraient encore ajouter 0.6 point à la croissance 2019. Mais celles-ci auront disparu à la fin de l'année et en 2020.



Le ralentissement de l'activité observé depuis plusieurs mois et le récent « shutdown » de l'administration fédérale ont rendu la Réserve fédérale plus prudente. En effet, celle-ci a déjà procédé à neuf hausses consécutives de ses taux directeurs à 2.5%, ce qui a déjà nettement ralenti le secteur immobilier. Les craintes de la Fed sont désormais de ne pas resserrer trop sa politique monétaire afin de ne pas provoquer un trop fort ralentissement de l'activité, voire une récession.

Fig.6 : Etats-Unis: Investissements

Source: Barclays



La prudence affichée par la Fed a engendré un net repli des rendements obligataires des emprunts d'Etat. La courbe des taux s'est encore aplatie. Cet aplatissement et son inversion ont, dans le passé, presque toujours conduit à une récession. Le FMI a mis en garde sur le risque actuel des émissions obligataires des entreprises dont 80% seraient sans garantie...

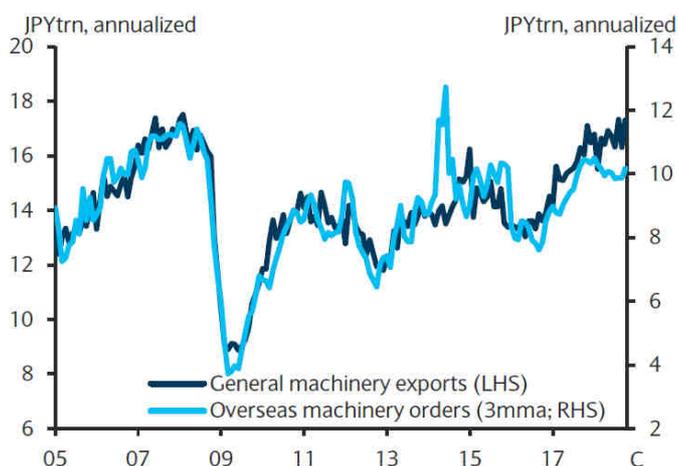
Au total, il reste une grande incertitude sur l'évolution de l'activité cette année. Le scénario central est un ralentissement graduel à partir du second semestre. Mais les risques liés à la guerre commerciale, le creusement du déficit commercial et le tassement de la demande extérieure pourraient conduire à un ralentissement plus fort qu'anticipé.

Au **Japon**, le PIB en volume s'est contracté de 2.5% l'an au troisième trimestre. Toutefois, ce recul ne serait qu'un accident lié notamment aux conditions climatiques (vague de chaleur à l'été 2018, typhons et tremblement de terre) et l'activité est repartie à la hausse au dernier trimestre. Au total, selon les dernières prévisions du FMI, le PIB sur l'ensemble de 2018 ne progresserait que de 0.9%, avant d'accélérer légèrement cette année à 1.1%. L'économie japonaise très concentrée sur les exportations est lourdement pénalisée par le recul du commerce mondial (revenu à son niveau de 2017). Par ailleurs, la hausse de la TVA programmée en octobre prochain devrait également peser sur la croissance. En effet, la dernière hausse de TVA a provoqué une atonie prolongée de la consommation des ménages. Toutefois, compte tenu des mesures de soutien du gouvernement, les conséquences devraient être moins négatives lors de cette nouvelle hausse que lors des précédentes.

La bonne surprise vient de l'accélération des salaires réels en progression de 2% en novembre. Cette hausse est due aux profits records des entreprises qui ont entraîné un net accroissement des bonus. Par ailleurs, les travailleurs à temps partiel ont encore progressé (personnes qui ne travaillaient pas auparavant). Avec une inflation qui ralentit, en ligne avec les prix de l'énergie, les ménages japonais voient, au total, leurs revenus réels disponibles progresser. Les prochaines négociations salariales (shunto) qui débutent le 29 janvier prochain devraient les salaires encore accélérer de 2% environ. Ces hausses salariales et la poursuite de la bonne tenue du marché du travail devraient soutenir la consommation des ménages au cours des mois à venir.

Fig.7: Japon: biens d'équipement: exportations et commandes

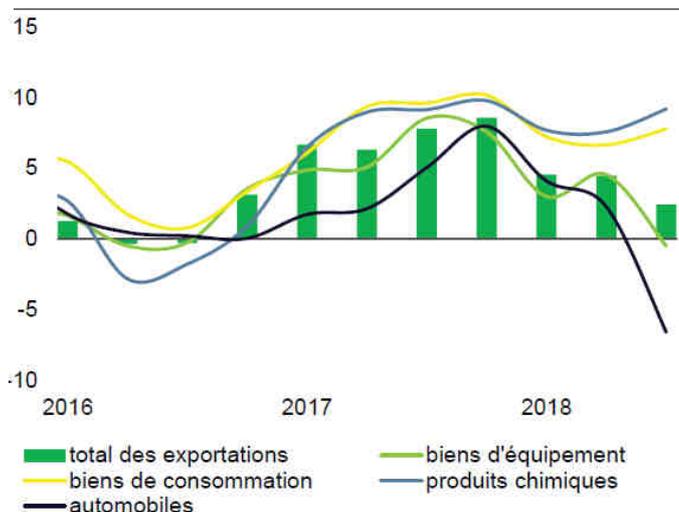
Source: Barclays



En **Europe**, on assiste à un net ralentissement de l'activité ces dernières semaines. Selon les premières estimations de Destatis, la croissance allemande aurait plafonné à 1.5% en 2018, contre 2.2% en 2017. Le ralentissement de la croissance outre-Rhin a été plus forte que prévue et a pesé sur l'ensemble de ses partenaires commerciaux comme la Suisse. Deux facteurs principaux sont à l'origine de cette contre performance. Premièrement, l'industrie automobile a vu sa production reculer depuis l'été suite à des problèmes d'homologation des nouveaux véhicules (normes d'émission). La production industrielle a même reculé au 3e trimestre de 0.9% (t/t), expliquée essentiellement par la chute de la production automobile de 7% sur le trimestre et de 6% sur un an. Ce repli a impacté toute la filière des fournisseurs (caoutchouc, etc.). Par ailleurs, le repli du commerce mondial a également pesé sur les exportations. Mais au total, comme l'indique l'institut IFO de Munich, ces facteurs sont temporaires.

Fig.8: Allemagne: exportations (a/a %)

Source: Crédit Agricole



En effet, le marché du travail, les revenus réels et dans l'ensemble la demande intérieure restent dynamiques. Toutefois, plusieurs facteurs négatifs pèseront encore sur la croissance allemande cette année. Ainsi, la guerre commerciale initiée par les Etats-Unis (ralentissement du commerce mondial) et le Brexit pourraient impacter d'un demi point la croissance allemande et celle de la zone euro en 2019. Au total, le PIB allemand ne progresserait que de 1.3% cette année et celui de la zone euro de 1.6%. Dans le détail, le rythme de croissance en France (1.5%) resterait stable grâce aux mesures de soutien aux ménages (suite à la crise dite des « gilets jaunes »), alors que celle de l'Italie (0.6%) serait presque à l'arrêt. Parmi les grands pays, seule l'Espagne devrait connaître un rythme supérieur à 2%.

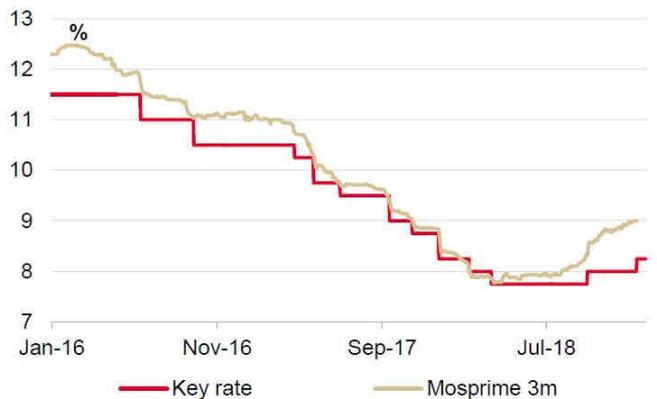
Dans les **pays émergents**, 2018 a été une année difficile (sauf pour les exportateurs de pétrole). En effet, les chocs de change, associés au renchérissement de l'accès au financement en dollars, ont amputé le « pouvoir d'achat international » des économies en développement et poussé les plus fragiles vers la récession (Argentine, Turquie). La plupart des pays émergents connaîtront une nouvelle modération de leur croissance en 2019, dans le sillage de la Chine. Pour autant, un ralentissement supplémentaire n'est pas envisagé. Au total, nous révisons très légèrement la croissance des émergents de 0.2 point pour cette année à 4.5%, avant une accélération en 2020 à 4.9%.

En **Russie**, la croissance économique a mieux résisté que dans d'autres pays émergents grâce aux exportations d'hydrocarbures. Pour autant, le PIB n'aurait progressé que de 1.7% en 2018. Les prévisions pour 2019 prévoient une stabilité du rythme de croissance à 1.6%. En effet, en dépit du prix du pétrole qui est remonté ces dernières semaines, les conséquences des sanctions américaines continueraient de pénaliser l'économie russe, en particulier sur le rouble. Par ailleurs, pour soutenir les prix du brut, la Russie s'est engagée à réduire sa production de 0.23 mb/j à partir du 1er janvier 2019, soit l'équivalent d'environ 2% de la production. Enfin, la consommation des ménages va être impactée par la hausse de la TVA prévue cette année. A moyen terme, la Banque mondiale a corrigé à la baisse ses prévisions pour la croissance russe à 1.3% seulement d'ici 4 ans. A moins de réformes structurelles importantes, notamment sur les retraites ou sur le marché du travail, la croissance russe devrait ralentir, voire stagner.

L'inflation a accéléré ces derniers mois, en ligne avec la dévaluation du rouble (+3.8% en novembre sur un an, contre 2.3% au premier semestre). La hausse de la TVA devrait encore faire accélérer les prix à la consommation. Sur l'ensemble de 2019, l'inflation pourrait atteindre 5.5% selon la Banque centrale. Cette dernière a déjà relevé de 25 points de base ses taux directeurs à 7.75% à la fin 2018 et pourrait continuer à resserrer sa politique si des sanctions supplémentaires étaient décidées par les américains.

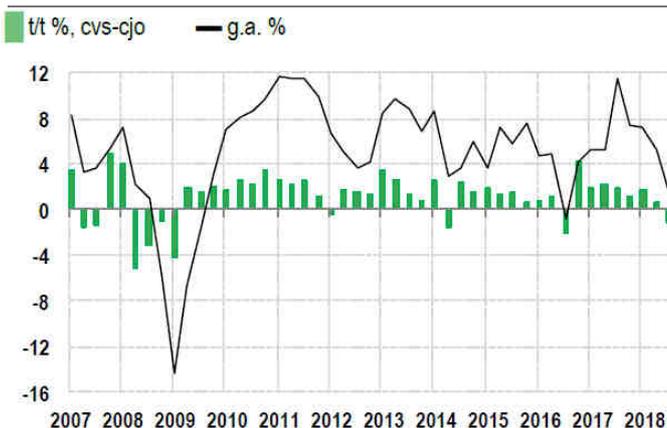
Avec la hausse des revenus provenant de l'exportation d'énergie et une meilleure maîtrise des dépenses, les finances publiques se sont améliorées. En effet, l'excédent budgétaire atteignait près de 4% du PIB à la fin 2018 et le déficit hors revenus énergétiques est revenu à 4%, contre 5% en 2017. Toutefois, avec une hausse prévue des dépenses dans les infrastructures, le déficit primaire passerait à 0.5% du PIB avec, comme corolaire, une hausse de la dette publique de 5 points de PIB au cours des 5 prochaines années.

Fig.9 : Russie: taux d'intérêt directeurs et taux à court terme  
Source: Société Générale



En **Turquie**, l'année écoulée a vu les déséquilibres macroéconomiques s'aggraver sur fond de fortes tensions géopolitiques avec les Etats-Unis et la guerre en Syrie. Les sanctions américaines, le décrochage de la devise turque (-42% entre janvier et août) et la hausse massive des taux directeurs par la Banque centrale ont plongé le pays en récession. Bien que la situation se soit quelque peu calmée depuis la fin de l'été, avec l'arrêt de la dévaluation de la lire turque, au cours du 3e trimestre, le PIB s'est contracté de près de 4.5% l'an. La récession a continué au 4e trimestre avec un recul de la production industrielle de plus de 6% à la fin de l'année et un recul dans le secteur de la construction de plus de 5%. Seul le commerce extérieur tire la croissance, mais grâce surtout à une chute des importations de près de 17%, en raison de la contraction de la demande intérieure. L'inflation, qui avait atteint un pic à plus de 25% sur un an en octobre, a quelque peu reflué en décembre à 20%. Si le pic de la crise semble dépassé, les perspectives de croissance pour 2019 sont mauvaises avec un PIB qui ne progresserait que de 2%, contre 2.9% en 2018 et 7.4% en 2017.

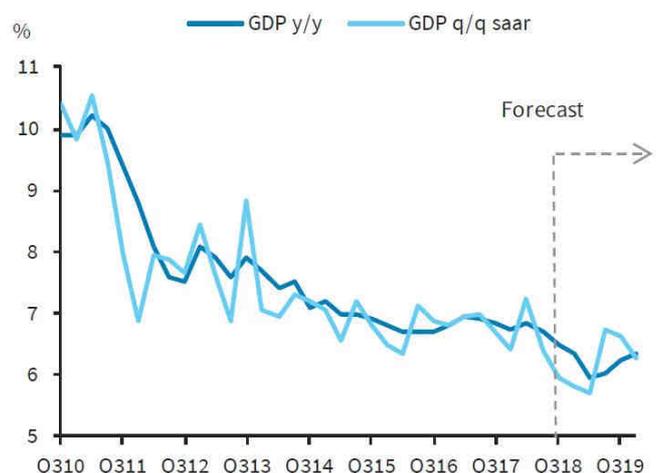
Fig.10 : Turquie: PIB, croissance en %  
Source: BNP



En **Asie émergente**, depuis le début de l'hiver, les derniers indicateurs montrent une stabilisation de la croissance en dépit du net ralentissement des exportations (Chine). La demande intérieure ne faiblit pas pour l'instant, soutenue notamment par la consommation des ménages (hors Chine) et les investissements. Compte tenu des tensions commerciales avec les Etats-Unis, les exportations ne devraient pas soutenir l'activité cette année. Au total, le rythme de croissance du PIB ressortirait à 6% cette année, contre 6.2% estimé en 2018, et resterait stable en 2020.

La croissance en **Chine** a encore ralenti au 4e trimestre à 6.4%, contre 6.5% au 3e trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a progressé de 6.6%, contre 6.8% en 2017. Le ralentissement devrait se poursuivre cette année avec une croissance de 6.4% environ et de 6.2% en 2020. Un des facteurs principaux de ce ralentissement est le net ralentissement des exportations. En effet, les derniers indicateurs conjoncturels ne sont pas bons. L'activité manufacturière serait en repli selon la dernière enquête PMI, en raison notamment des composantes des « nouvelles commandes » et des « commandes à l'exportation ». En revanche, le secteur des services, après un trou d'air début 2018, a accéléré pour ressortir en hausse de près de 8% sur l'ensemble de l'année. Les exportations sont impactées par la hausse des droits de douane américains avec un recul de 5% en décembre. Les négociations actuelles entre la Chine et les Etats-Unis concernant les droits de douane n'ont pas encore débouché sur un quelconque résultat. Par conséquent, il n'est pas possible de faire de prévisions sur une éventuelle reprise des exportations chinoises et leurs impacts sur la croissance.

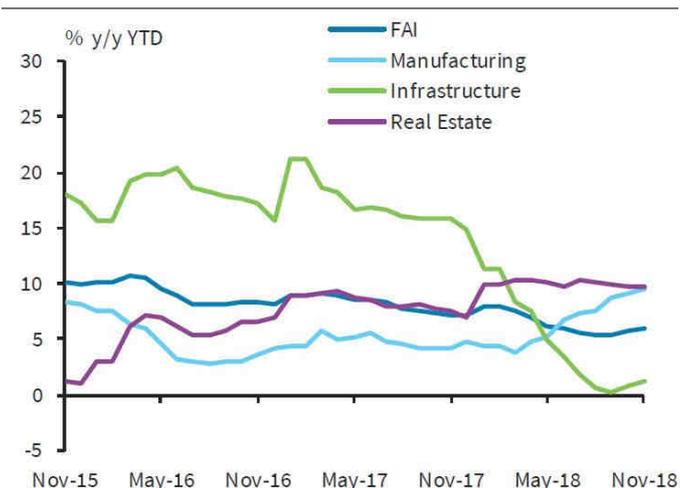
Fig.11 : Chine: croissance du PIB  
Source: Barclays



La consommation des ménages a ralenti, mais soutient encore la croissance. En effet, les ventes au détail se sont tassées à 8.3%, en raison du repli des ventes automobiles et de logements. Les ventes en ligne ralentissent également, mais sur un rythme élevé (+25%). Le ralentissement de la consommation des ménages est dû à la politique de contrôle du crédit et au tassement des revenus des ménages. En revanche, les investissements (7.9%) ont bénéficié du récent assouplissement des autorités monétaires en terme d'émission de nouvelles dettes, notamment de la part des autorités locales. Mais l'investissement dans l'immobilier résidentiel reste plombé par la volonté des autorités de « calmer » la spéculation dans le secteur résidentiel. Les objectifs des autorités d'arrêter l'accroissement de la dette, d'une part, et de soutien de l'activité, d'autre part, sont difficilement compatibles.

Fig.12 : Chine: investissements

Source: Barclays

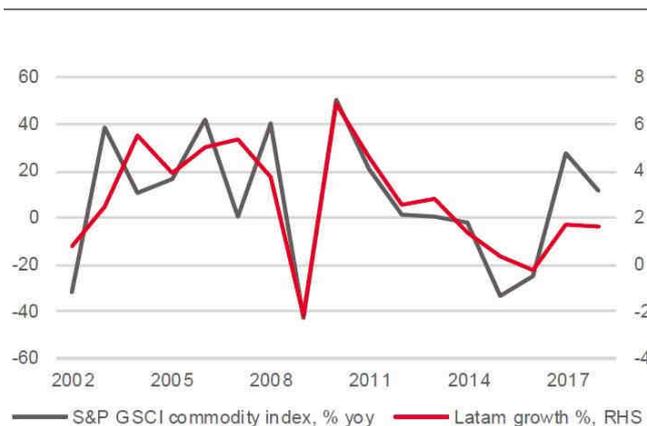


En **Inde**, au 2e trimestre fiscal 2018/2019 (3<sup>e</sup> trimestre 2018), le rythme de la croissance économique a ralenti à 7.2% (a/a) à cause du commerce extérieur. En effet, les importations ont rebondi (énergie et biens d'investissement) tirées par une demande domestique dynamique. Par ailleurs, les investissements ont progressé de 12.5% sur un an, soutenu par le programme de développement des infrastructures publiques. En dépit de la hausse des prix de l'énergie de ces derniers mois, l'inflation n'a pas accéléré grâce au recul des prix alimentaires. Malgré la bonne tenue de la croissance, le déficit budgétaire n'a pas diminué comme prévu ces derniers mois en raison d'une surestimation des revenus de la TVA (seulement 35% de l'objectif du ministère des finances!). Le déficit sera donc supérieur aux 3.3% du PIB comme prévu. Au total, la croissance du PIB pour l'année fiscale 2018 resterait inchangée à 7.5%. 2019 et 2020 devraient connaître une accélération de l'activité à, respectivement, 7.6% et 7.8%.

En **Amérique latine**, après des mois de dévaluation et de ralentissement de l'activité, l'économie de la région s'est quelque peu stabilisée, grâce notamment à l'intervention du FMI (Argentine) et à l'arrêt de l'appréciation du dollar. Toutefois, la région ne devrait pas connaître de nette accélération de la croissance cette année. En effet, le prix des matières premières ne rebondit pas et le commerce mondial n'accélère pas. Or, l'activité de cette région étant très dépendante de ces deux facteurs, on ne voit pas comment un véritable redémarrage pourrait s'enclencher. Par ailleurs, compte tenu d'une nette hausse des dettes publiques (près de 10 points supplémentaires depuis 2015), une relance budgétaire semble compromise. Au total, les taux de croissance de la région AmLat restent très faibles au regard des performances de l'Asie, avec un PIB en hausse de 1.6% ces deux dernières années, contre plus de 5% pour l'Asie.

Fig.13 : Amérique latine: PIB et prix des commodités

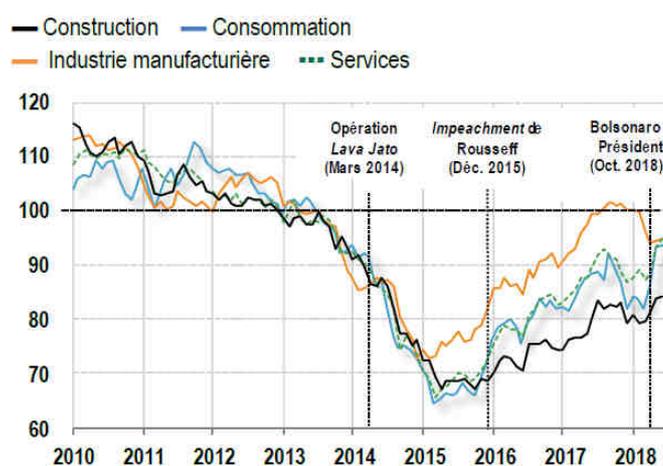
Source: SG



Au **Brésil**, l'activité a légèrement accéléré au 3e trimestre à 0.8 (t/t %) et à 1.3% en glissement annuel. La consommation et les investissements ont été les deux facteurs qui ont tiré la croissance, alors que le commerce extérieur continue de pénaliser la croissance. Sur l'ensemble de 2018, le PIB n'aurait progressé que de 1.3%. Mais, celui-ci devrait accélérer cette année à près de 3%. L'entrée en fonction du nouveau président Bolsonaro a soutenu les marchés financiers et les enquêtes auprès des entreprises et des ménages ont nettement rebondi. Mais, la composition hétéroclite du gouvernement (militaires, libéraux et nationalistes « anti-mondialisation ») laisse augurer de réformes chaotiques et incomplètes. Par ailleurs, le nouveau congrès (qui siège à partir de février) devait encore compliquer la mise en place des réformes, notamment sur les retraites et sur les privatisations. Enfin, aucun accord commercial avec l'Union européenne, car le Brésil s'est retiré de l'accord de Paris sur le climat.

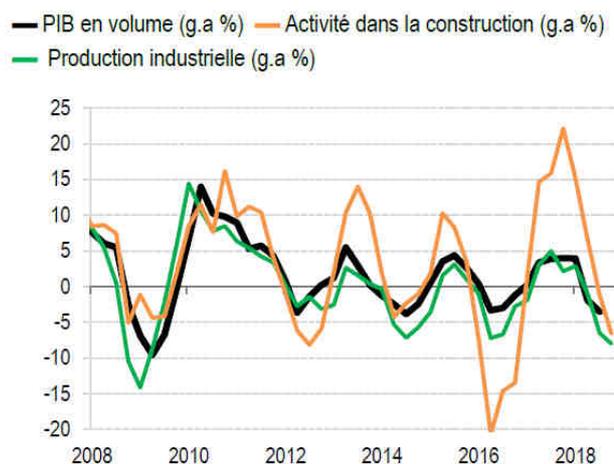
Enfin, après plusieurs années de dégradation des comptes publics au Brésil, avec un déficit et une dette estimés respectivement à 7,8% et 74% du PIB en 2017, le nouveau Ministre de l'Economie a annoncé que le Budget 2019 serait à l'équilibre. Un vaste plan de privatisations serait mis en œuvre, ainsi qu'une réduction des dépenses de fonctionnement. Priorité sur l'agenda, la réforme du système de retraite pourrait buter sur l'absence de majorité du gouvernement Bolsonaro au Parlement. Si ces privatisations ne sont pas mises en place immédiatement, la réduction du déficit budgétaire pourrait peser sur le redémarrage de la croissance. Dans l'immédiat, l'activité n'accélérerait que peu au cours des prochains mois. En effet, par exemple, la production automobile continue de chuter (-14% au deuxième semestre), le taux d'utilisation des capacités de production reste bien au-deçà de sa moyenne de long terme, les crédits aux entreprises continuent de se replier et le taux de chômage reste à un niveau élevé (près de 12%). Même si l'indice PMI composite de décembre est revenu au-dessus de 50 (indiquant une activité en hausse), il faudra plusieurs mois d'indicateurs favorables pour faire redémarrer une économie qui tourne au ralenti depuis des mois.

Fig.14 : Brésil: Indices de confiance  
Source: BNP Paribas



En **Argentine**, depuis le début de l'automne, les tensions financières et monétaires se sont calmées. Le peso, qui avait décroché face au dollar de près de 50% depuis le début de l'année, s'est stabilisé. Le taux d'intérêt de référence de la banque centrale (Leliq) a commencé à reculer passant de 73.5% à 61%. Mais les primes de risque (CDS à 5 ans) restent encore élevées. La stabilisation monétaire et financière provient à la fois d'une politique monétaire domestique très sévère (taux d'intérêt à plus de 60%) et des programmes du FMI. Ainsi, le 26 octobre 2018, le FMI a annoncé l'augmentation de l'enveloppe d'aide de 50 à 56 milliards de dollars, augmentée encore en décembre dernier de 7.6 milliards, ce qui a permis une hausse des réserves de change de la banque centrale. La politique monétaire très stricte a renforcé le repli de l'activité et une récession qui a débuté au deuxième trimestre 2018. Le recul du PIB au 2e et 3e trimestre est estimé à plus de 5%. La contraction de l'activité s'est poursuivie au 4e trimestre et, probablement, au 1er trimestre de cette année. La contraction de l'activité et de la demande intérieure a provoqué une chute des importations, de sorte que le commerce extérieur contribue positivement à la croissance (comme en Turquie). Au total, le PIB aurait reculé de plus de 2.5% en 2018 et devrait encore se replier de 1.5% cette année, avant de rebondir enfin en 2020 à 2.5% environ.

Fig.15 : Argentine: PIB, production industrielle et dans la construction. Source: BNP Paribas



	2017	2018E	2019P	2020P
<b>PIB (réel)</b>				
Etats-Unis	2.3	<b>2.9</b>	2.5	<b>1.9</b>
Japon	1.9	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5</b>
Zone euro	2.4	1.8	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
Royaume-Uni	1.8	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
Suisse	1.1	<b>2.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>
<b>Inflation (CPI)</b>				
USA	2.1	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>
Japon	0.5	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.6</b>
Zone euro	1.5	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
Royaume-Uni	2.8	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>
Suisse	0.5	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
<b>Taux d'intérêt à long terme (10 ans)</b>				
USA	2.3	3.0	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>
Japon	0.0	0.0	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
Zone euro (Allemagne)	0.4	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
Royaume-Uni	1.7	1.5	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>
Suisse	-0.2	0.0	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
<b>Taux de change</b>				
1 euro = ...CHF	1.11	1.15	<b>1.16</b>	<b>1.15</b>
1 euro = ... US\$	1.13	1.15	<b>1.19</b>	<b>1.27</b>
1 dollar = ...CHF	0.98	1.00	<b>0.97</b>	<b>0.91</b>
100 yen = ...CHF	1.10	1.10	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>
1 GB£ = ... CHF	1.27	1.32	<b>1.36</b>	<b>1.31</b>
<b>Marchés actions en CHF, évo en % 31 décembre 2018 / 1er janv 2018</b>				
World MSCI	15.2	-7.81		
Emerging MSCI	19.1	-13.63		
USA MSCI	7.5	-4.26		
Japan MSCI	11.1	-12.22		
Europe MSCI	14.2	-13.82		
United Kingdom MSCI	10.5	-13.33		
Switzerland MSCI	11.0	-7.60		
<b>P/E au 31 décembre 2018</b>				
Etats-Unis	24.5	17.68		
Japon	16.8	14.47		
Zone euro	17.8	13.05		
Royaume-Uni	21.2	11.84		
Suisse	23.7	16.18		
<b>Yields au 31 décembre 2018</b>				
Etats-Unis	1.85	1.20		
Japon	1.82	2.19		
Zone euro	2.69	3.92		
Royaume-Uni	3.48	4.91		
Suisse	2.89	3.35		