

Le pic de croissance mondiale est-il derrière nous?

Département de la Recherche Economique, Euler Hermes

04.07.2018



CROISSANCE MONDIALE: SAINES BIEN QUE DÉSYNCHRONISÉE



Prévisions de croissances mondiales du PIB (%)

	2016	2017	2018		2019	
			Latest forecast	Revision (pps)	Latest forecast	Revision (pps)
World GDP growth	2.6	3.2	3.3	=	3.1	=
United States	1.5	2.3	2.9	=	2.4	=
Latin America	-0.9	1.2	2.0	-0.3	2.4	-0.4
Brazil	-3.5	1.0	1.9	-0.6	2.5	-0.5
United Kingdom	1.9	1.7	1.4	-0.1	1.3	0.1
Eurozone members	1.7	2.6	2.1	-0.2	1.9	-0.1
Germany	1.9	2.5	2.2	-0.3	1.9	=
France	1.1	2.3	1.8	-0.3	2.0	0.1
Italy	1.0	1.6	1.2	-0.2	0.8	-0.4
Spain	3.3	3.1	2.7	0.2	2.4	0.1
Russia	-0.2	1.5	1.8	-0.1	1.8	=
Turkey	3.2	7.4	3.7	-0.9	3.0	-1.0
Asia	5.0	5.2	5.1	0.1	4.9	=
China	6.7	6.9	6.6	0.1	6.3	0.1
Japan	1.0	1.7	1.2	=	1.0	=
India	7.1	6.7	7.3	=	7.3	=
Middle East	4.3	1.3	2.4	-0.3	2.5	-0.5
Saudi Arabia	1.7	-0.7	1.7	=	2.0	=
Africa	1.3	3.2	3.7	0.1	3.8	0.1
South Africa	0.6	1.3	2.0	=	2.5	=

* Weights in global GDP at market price, 2017

NB: The revisions refer to the changes in our forecasts since the last quarter Fiscal year for India

Sources: IHS. Euler Hermes. Allianz Research

1. La croissance du PIB mondial reste robuste malgré une

désynchronisation Trois chocs depuis le T1: des taux d'intérêts plus forts que prévu, des prix de matières premières plus élevés, et un retour du risque (géo)politique

- i. Le pic de croissance semble derrière nous
- ii. Des moteurs de la croissance qui divergent tandis que:
 - i. Le risque politique semble devoir durer
 - ii. La Fed continuera à pousser les taux d'intérêts mondiaux à la hausse
 - iii. Les effets des anciennes stimulations fiscales commencent à s'effacer (Chine, Japon, US) tandis que de nouvelles débutent (Europe)
 - iv. La normalisation monétaire à plusieurs vitesses fait diverger la tendance des conditions financières
 - v. Les flux d'IDE se tarit dans un contexte de protectionnisme accru

2. Les marchés risquent de plus en plus de sanctionner le maillon faible :

les pressions monétaires s'accroissent dans les marchés émergents les plus vulnérables : la Turquie et l'Argentine

3. Les prix du Brent sont estimés à 72 USD/baril en 2018 et 69 USD/baril en 2019. Le prix au comptant à la mi-juin 2018 à 75 USD/bbl.

4. Une augmentation temporaire de l'inflation est attendue au T3 18 en raison du prix du pétrole plus haut et des dépréciations monétaires.

5. Le dollar devrait encore s'apprécier dans les 6 prochains mois (+4.5%). EUR/USD : 1.10 fin 2018; 1.17 fin 2019.

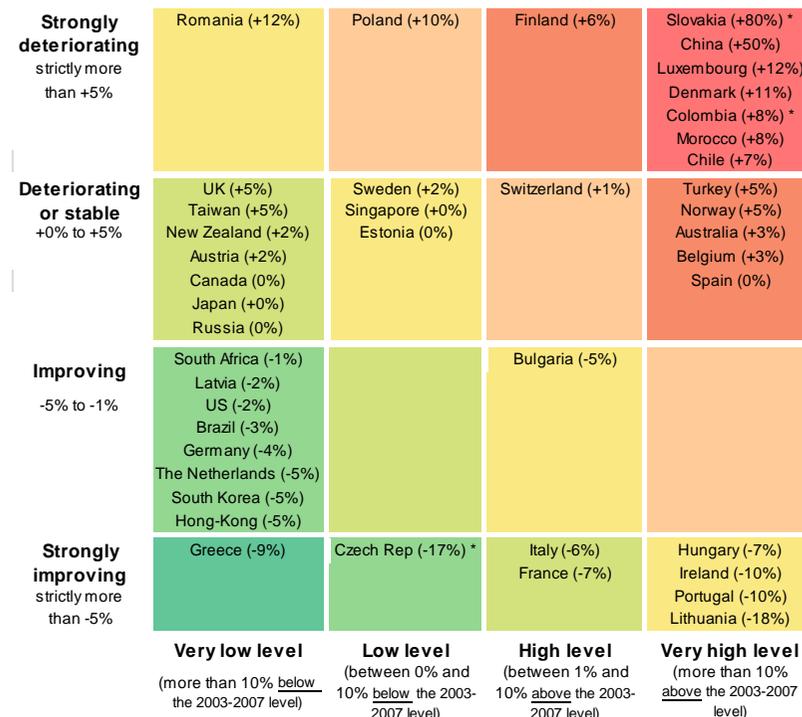
RISQUE CRÉDIT : UNE REPRISE VISIBLE



Mises à jour des notes pays Euler Hermes

	Upgrade	Downgrade
Q1 2018	<ul style="list-style-type: none"> Chile: A2 > A1 Ghana: B2 > B1 Côte d'Ivoire: C3 > C2 Egypt: C3 > C2 Russia: C4 > C3 	<ul style="list-style-type: none"> Romania: B1 > B2 Algeria: C2 > C3 Tunisia: B3 > C3
Q2 2018	<ul style="list-style-type: none"> Spain: A2 > A1 Portugal: BB2 > BB1 Greece: C3 > B3 Senegal: C3 > C2 Ecuador: C4 > C3 	<ul style="list-style-type: none"> Tunisia: C3 > C4 Sri Lanka: C3 > D4 Nicaragua: D3 > D4

Insolvency Heat Map 2018

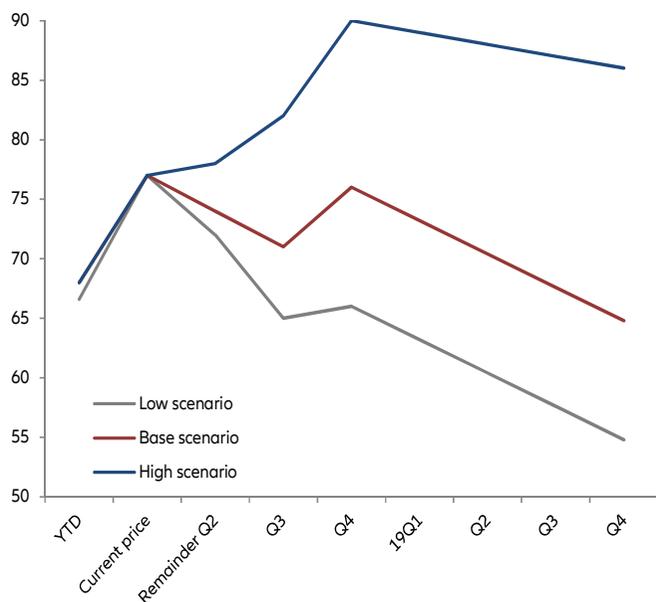


Notre **Indice de Défaillances Monde augmentera pour une 2^e année consécutive en 2018 (+ 8% contre + 6% en 2017)** et continuera **d'augmenter en 2019 (+ 4%)**. La diminution des faillites perdra de son élan en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord; l'amélioration en l'Amérique Latine sera plus évidente en 2019 qu'en 2018; la poussée des faillites devra continuer en Chine, notamment à cause des sociétés zombies. La quasi-stabilisation en Europe centrale et orientale pour masquer une augmentation en Pologne et en Turquie.

PÉTROLE PRIX ATTENDUS À 69 USD/BARIL EN 2019



Prix du pétrole

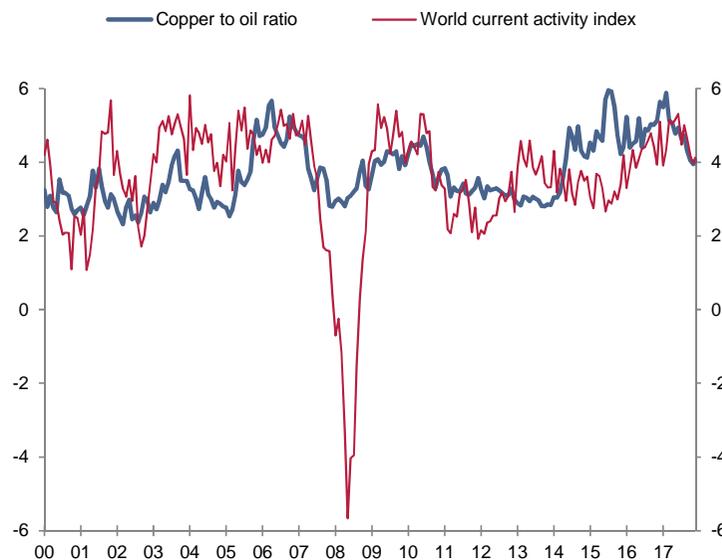


Sources: IHS, Bloomberg. Allianz Research

Nous attendons des prix du pétrole globalement stables jusqu'à la fin 2018, suivi d'un déclin du à une production abondante absorbant les pertes liées au Venezuela et à la situation en Iran

© Copyright Allianz

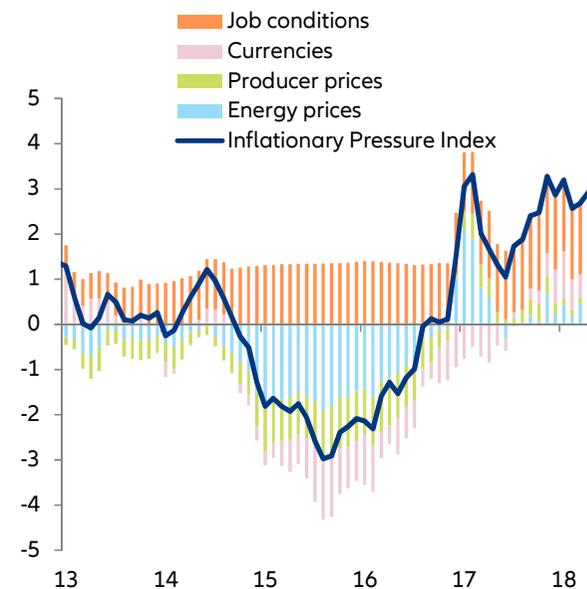
Le ratio cuivre/pétrole vs l'indice mondial d'activité (y/y,



Sources: IHS, Bloomberg. Allianz Research

Le ratio des prix du cuivre et du pétrole est bon indicateur avancé de l'activité globale. Notre scénario 2019 de croissance du PIB suggère que le marché anticipera la décélération de la demande mondiale, entraînant une baisse des prix du pétrole

Indice mondial des pressions inflationnistes



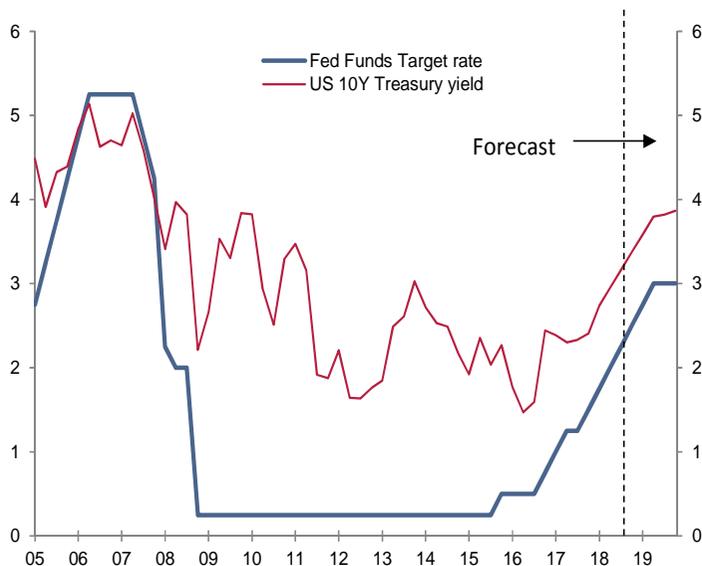
Sources: IHS, Bloomberg. Allianz Research

Notre index mondial de pression inflationniste suggère que l'augmentation prochaine de l'inflation mondiale devrait être temporaire étant donnée la contribution significative des prix de l'énergie

USA: LA FED ACCÉLÈRE SON RESSERREMENT DES TAUX



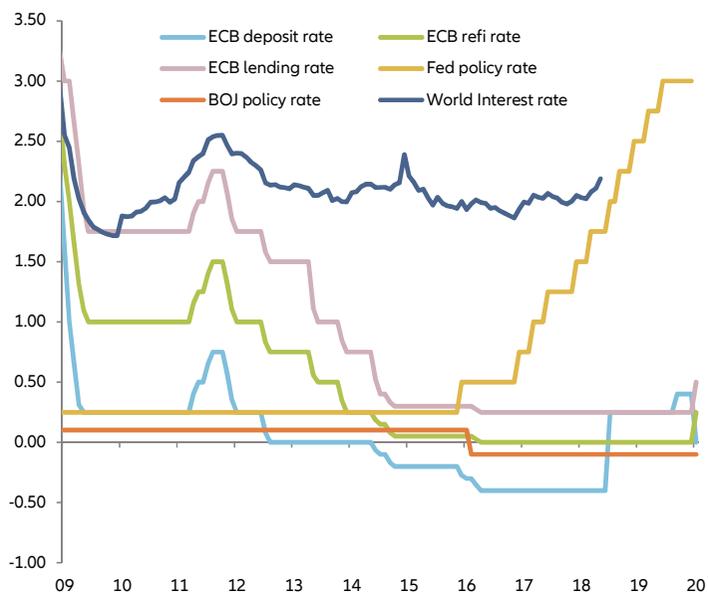
Rendement des obligations du Trésor américaines à 10 ans (%)



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Nous nous attendons à deux hausses de taux de la Fed au deuxième semestre 2018 et en 2019. Le rendement des obligations souveraines américaines à 10 ans devrait attendre 3.8% à la fin 2019, en raison du resserrement de la politique monétaire et de l'augmentation du déficit public

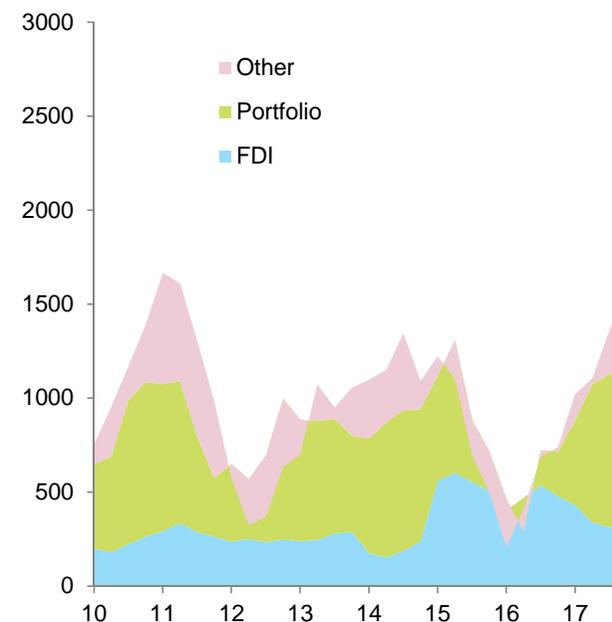
Taux d'intérêts directeurs



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

La politique monétaire américaine restera expansionniste en 2018, mais deviendra restrictive en 2019. Ce resserrement aura d'importants effets sur les économies étrangères

Flux entrants de capitaux aux USA (Milliards de dollars)



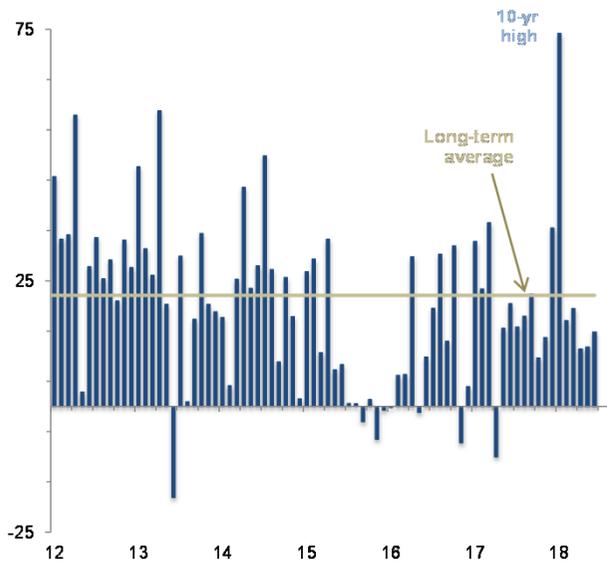
Sources: IHS Global Insight, Allianz Research

Les capitaux refluent vers les Etats-Unis. Mais attention à leur nature

LES MARCHÉS SANCTIONNENT LES PAYS ÉMERGENTS



Flux de capitaux vers les marchés émergents (mrds USD)



Sources: IHS Global Insight. Allianz Research

Diversion: Ce qui rentre aux US (plus de flux de capitaux de court-terme) ne va plus vers les marchés émergents (ME). Les flux de capitaux vers les ME sont descendus sous leur moyenne historique depuis février (après un niveau record en janvier).

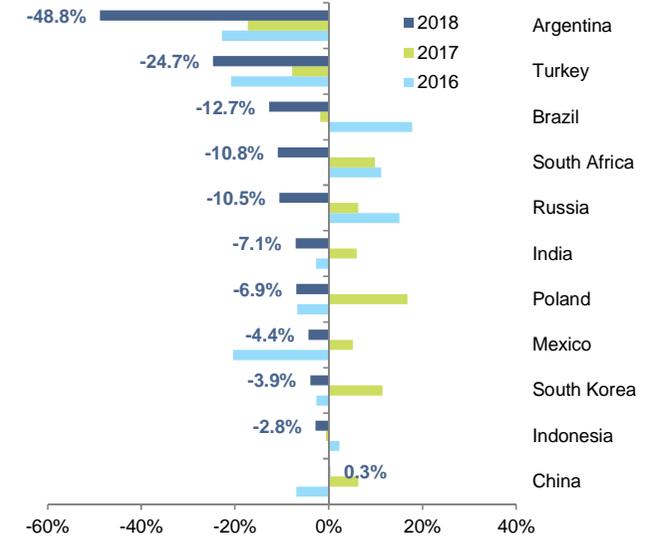
Cours des matières premières vs. devises émergentes



Sources: Bloomberg. Allianz Research

Disruption: Les taux de change des ME et les cours des matières premières témoignent d'une déconnection similaire à celle post-baisse des achats de la Fed en 2013-14. Les taux de change des ME et les cours des matières premières devraient converger sur le moyen-terme.

Variation en % des taux de change des marchés émergents



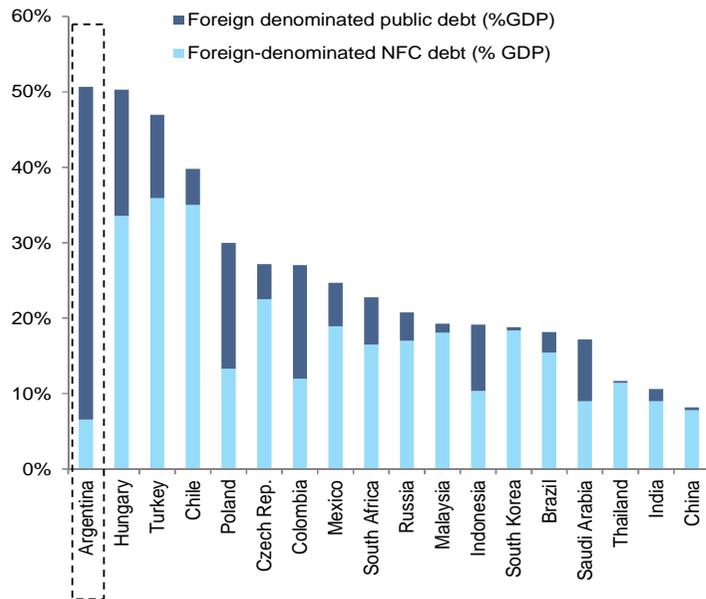
Sources: Bloomberg. Allianz Research

Divergence: Les pays avec le plus grand déficit courant (Argentine et Turquie) sont ceux qui ont le plus souffert. Les effets de second tour devraient engendrer un continuum de dépréciation en Chine, mais de façon bénigne (-2%). Le USD devrait s'apprécier de près de +4% contre la plupart des devises sur les 6 prochains mois.

MARCHÉS ÉMERGENTS: QUI EST LE PROCHAIN?



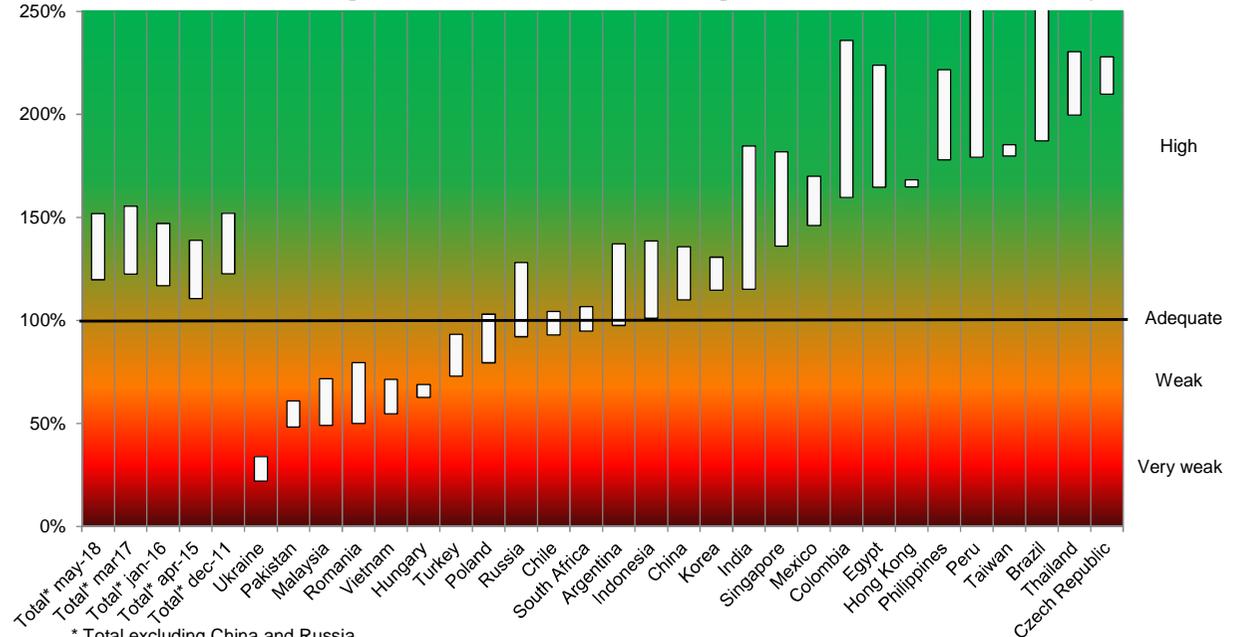
Dettes en devises étrangères des Marchés Emergents (% du PIB)



Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

Besoins de refinancement: l'Argentine est en tête du classement des dettes en devises étrangères (DDE) et le programme annoncé du FMI pour USD 50 mrd y répond via un soutien budgétaire direct. La Turquie possède la plus forte DDE privée, même si la Hongrie et le Chili ne sont pas loin

Réserves de devises étrangères dans les Marchés Emergents, en % des besoins de liquidités

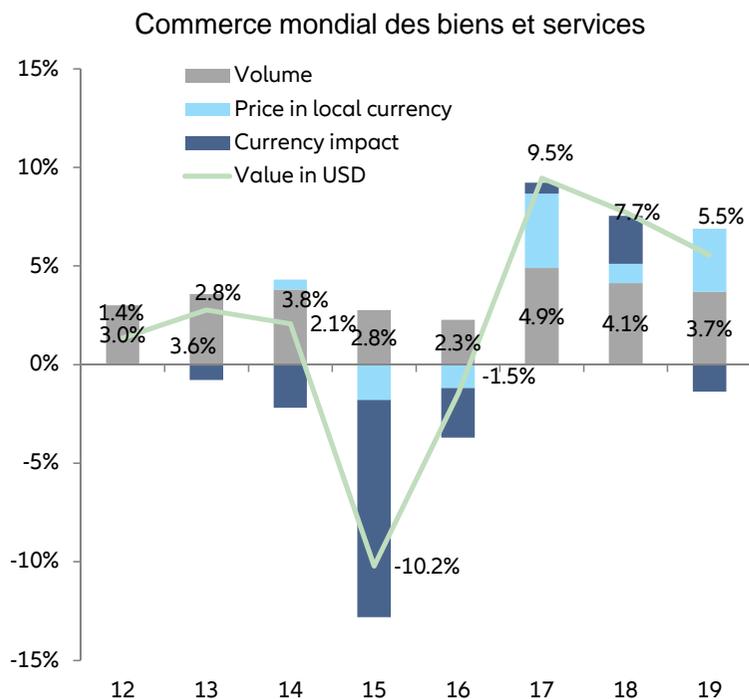


* Total excluding China and Russia

Sources: IHS, Bloomberg, Allianz Research

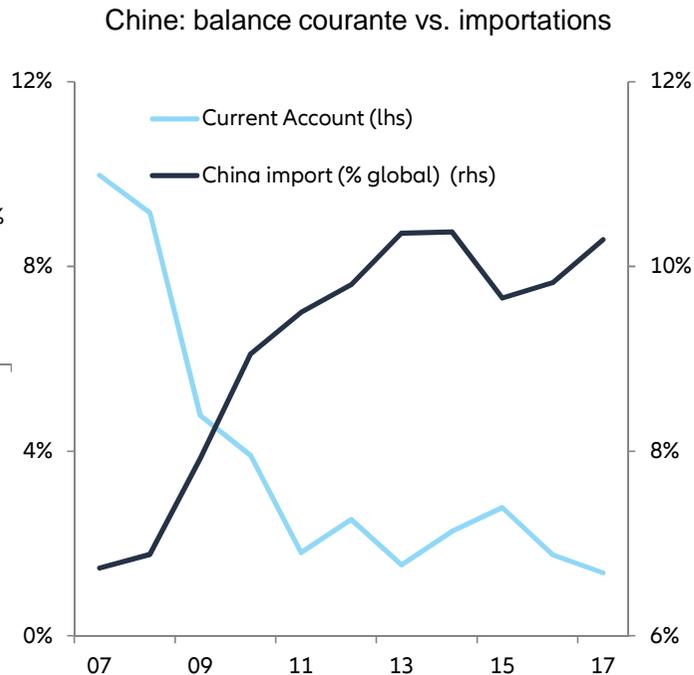
Manque de liquidités: De faibles niveaux de réserves de devises étrangères exposent ces pays à un risque de perturbations soudaines. Les suspects habituels sont: l'Ukraine et le Pakistan. D'autres économies telles que la Hongrie, la Pologne et la Turquie sont aussi dans une zone de vulnérabilité. Le dilemme se situe ici entre pressions à la dépréciation et un resserrement de la politique monétaire dans des économies en surchauffe ou installées dans un cycle mature.

COMMERCE MONDIAL: PAS DE CHANGEMENT DE RÉGIME MALGRÉ LES RISQUES



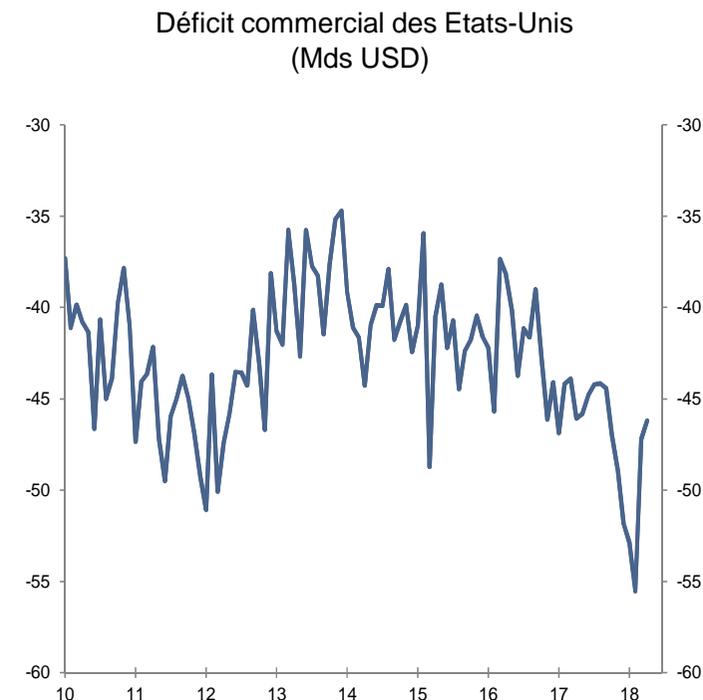
Sources: IHS, Datastream, Allianz Research

La croissance du commerce mondial devrait ralentir à 4,1 % en volume en 2018 et 3,7 % en 2019, ce qui reste encore un bon rythme de croissance



Sources: IHS, Datastream, Allianz Research

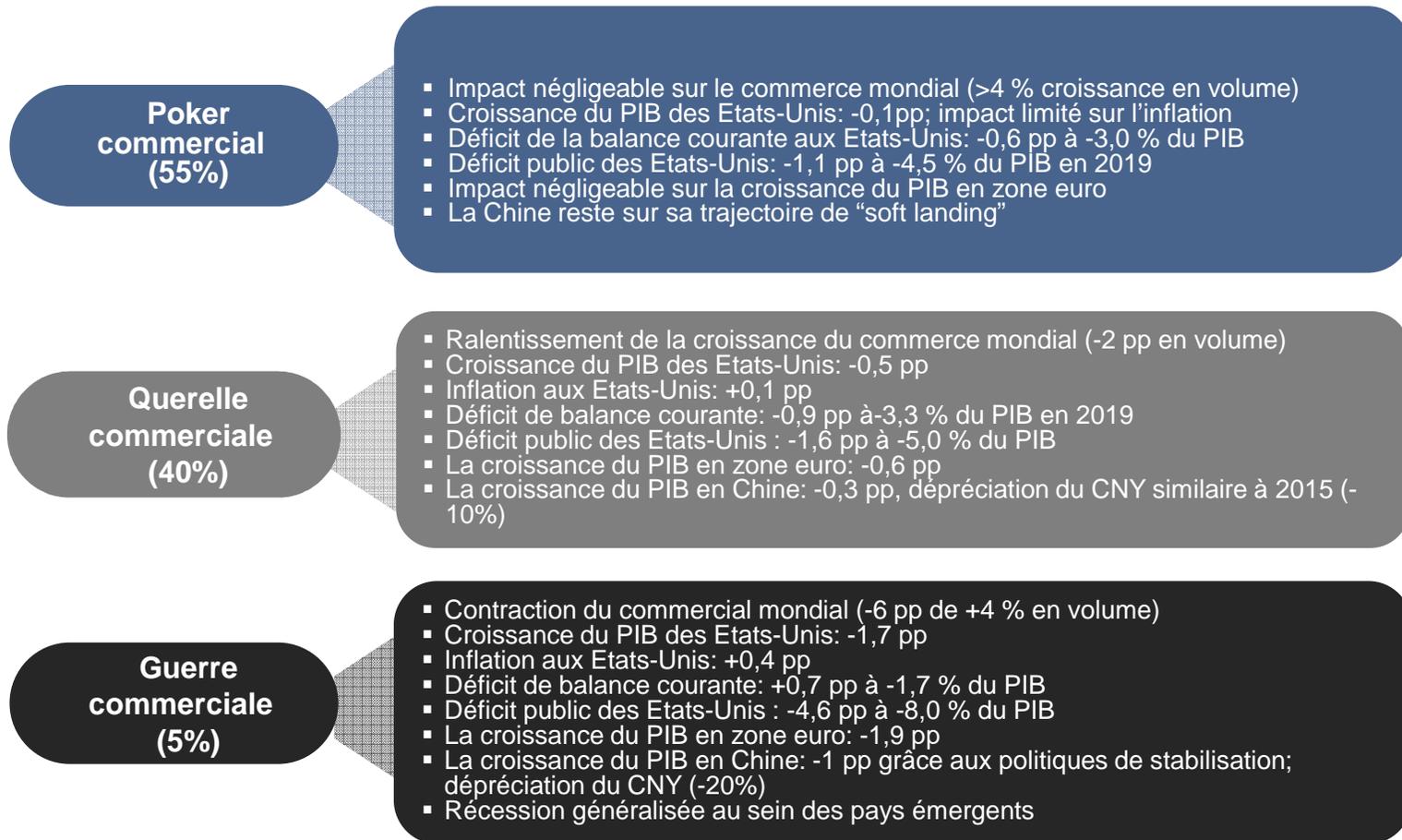
La Chine a tendance à absorber une part croissante de la demande mondiale malgré la décélération de la demande domestique via une ouverture croissante de son marché



Sources: IHS, Datastream, Allianz Research

Les entreprises américaines ont avancé leurs importations en anticipant de la hausse des tarifs à l'importation expliquant l'aggravation du déficit commercial

PROTECTIONNISME: ENTRE POKER COMMERCIAL ET QUERELLE COMMERCIALE



Tarif US actuel 3,5%

Jalons:
25% sur 50 Mds USD de produits chinois importés ; 25% sur les produits d'acier et 10% sur l'aluminium

4,0%

Jalons:
25% sur 50 Mds USD de produits chinois importés & 10% sur 200Mds USD de produits chinois importés ou 25% sur 200 Mds USD de produits chinois importés en plus de 25% sur 50 Mds USD de produits chinois importés ; 25% sur les produits d'acier et 10% sur l'aluminium

4,5%

6,0%

Jalons:
25% sur 500 Mds USD de produits chinois importés & 25% sur 200 Mds USD sur les importations automobile des Etats-Unis

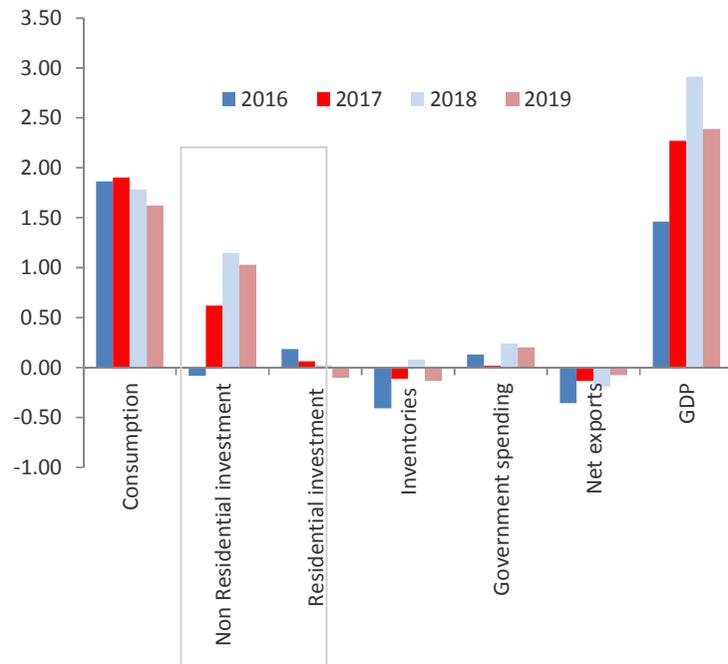
11,2%



US: PROCHES D'UNE SITUATION DE SURCHAUFFE



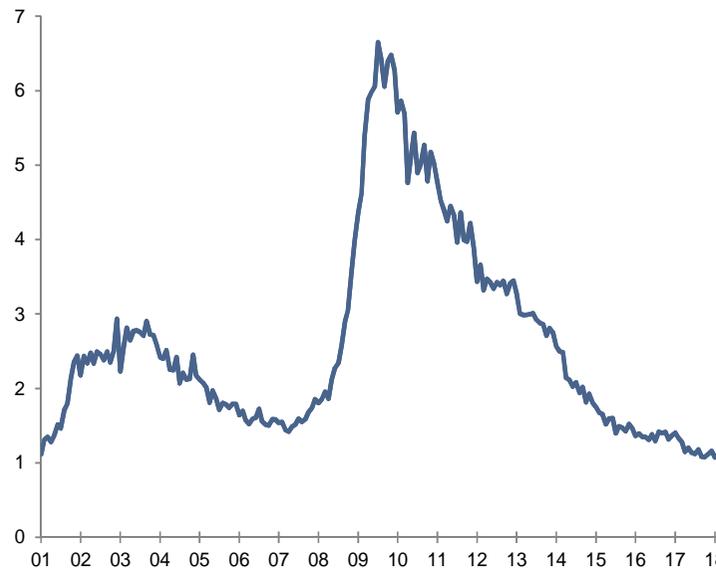
Contribution à la croissance du PIB US (% , y/y)



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

La croissance américaine va s'accélérer en 2018 en atteignant 2,9% en r.a contre 2,3% en 2017. L'investissement non résidentiel a particulièrement bien réagi au programme de réduction des taxes initié par l'administration du Président Trump.

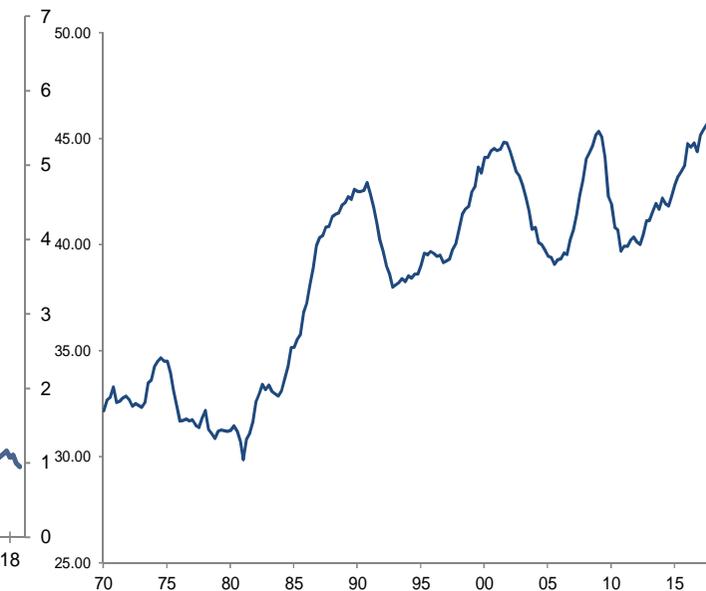
Ratio chômeurs/emplois vacants aux US



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Dans un contexte favorable à l'investissement, la demande pour l'emploi est particulièrement forte. Le nombre de positions d'emploi disponibles est d'ores-et-déjà supérieur aux nombres de chômeurs.

Dettes privées aux US (% du PIB)



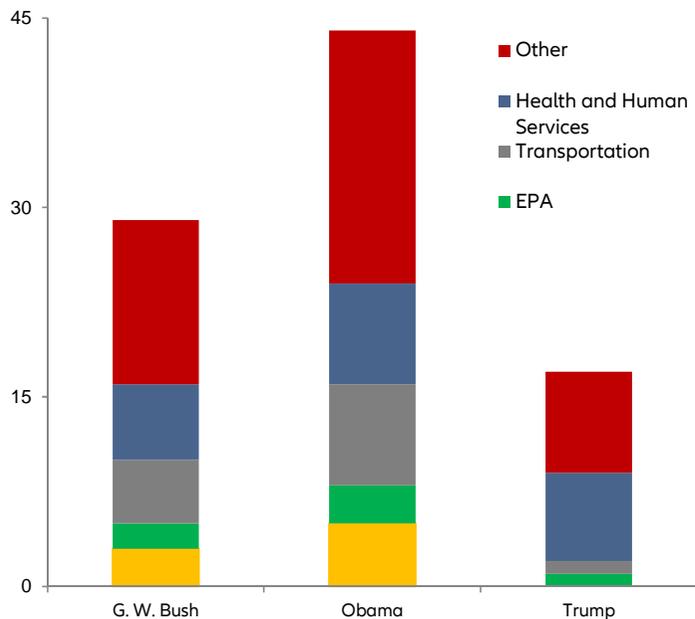
Sources : Euler Hermes, Allianz Research

En ligne avec ce contexte pro-business, les entreprises ont accumulé rapidement de la dette, pour retrouver un niveau record similaire à 2007-2008. Cela signifie qu'elles seront particulièrement sensibles à tout choc sur les taux d'intérêt.

US: LA DÉRÉGULATION FINANCIÈRE ACCROÎT LE RISQUE



Réglementations importantes pendant la 1ère année de mandat

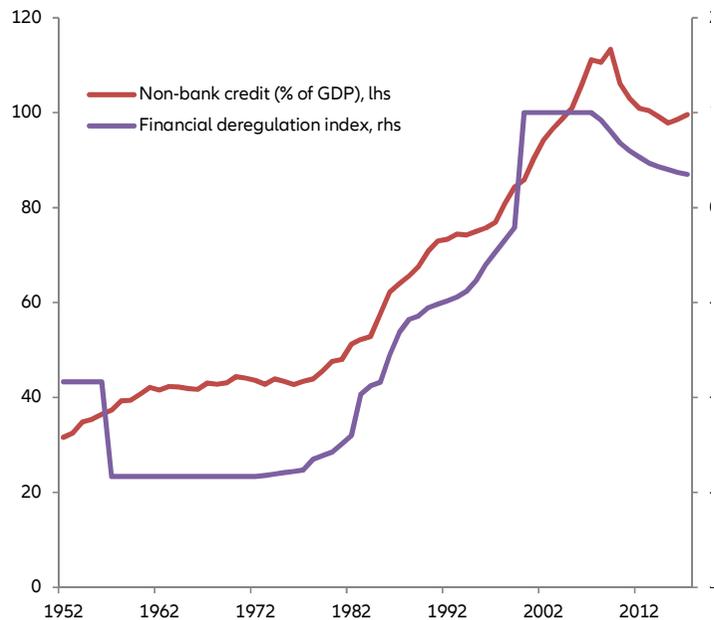


Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Les orientations du Président Trump visent à supprimer 2 éléments de réglementation pour chaque nouvelle réglementation créée.

© Copyright Allianz

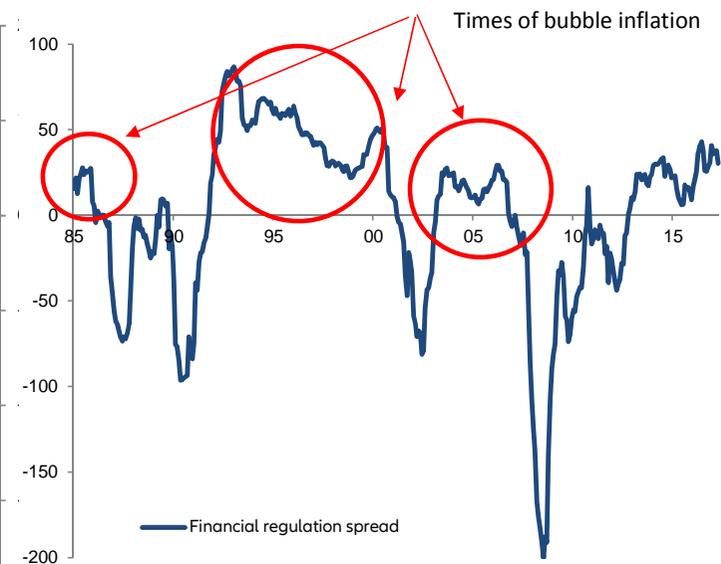
Dérégulation US et shadow banking



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Le mouvement de dérégulation financière pourrait représenter chaque année 60 milliards de crédit supplémentaire injectés dans l'économie US, avec cependant un effet démultiplicateur sur le shadow banking.

Dérégulation financière US – Dérégulation totale US



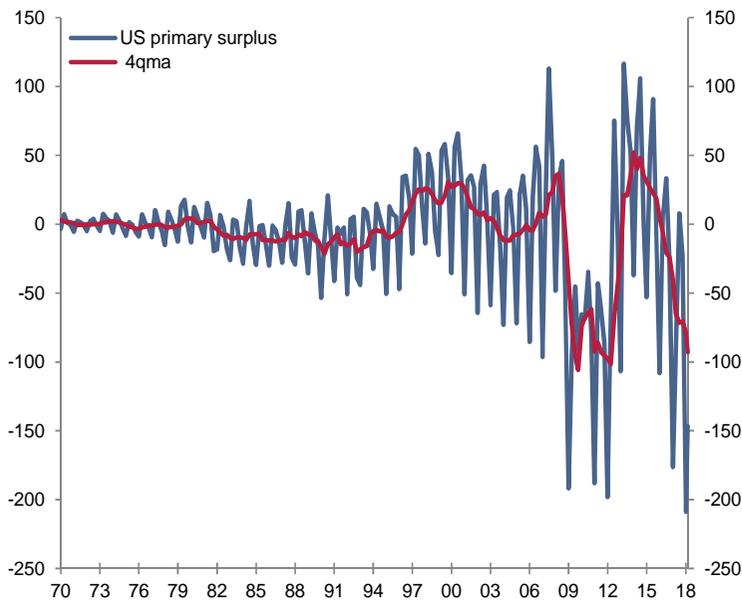
Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Toute phase de dérégulation a conduit à de la spéculation. Dans le cadre actuel, il pourrait y avoir une exposition trop forte des banques de petite taille aux risques liés à l'immobilier commercial.

POLITIQUE FISCALE US ET ASSÈCHEMENT DES LIQUIDITÉS GLOBALES



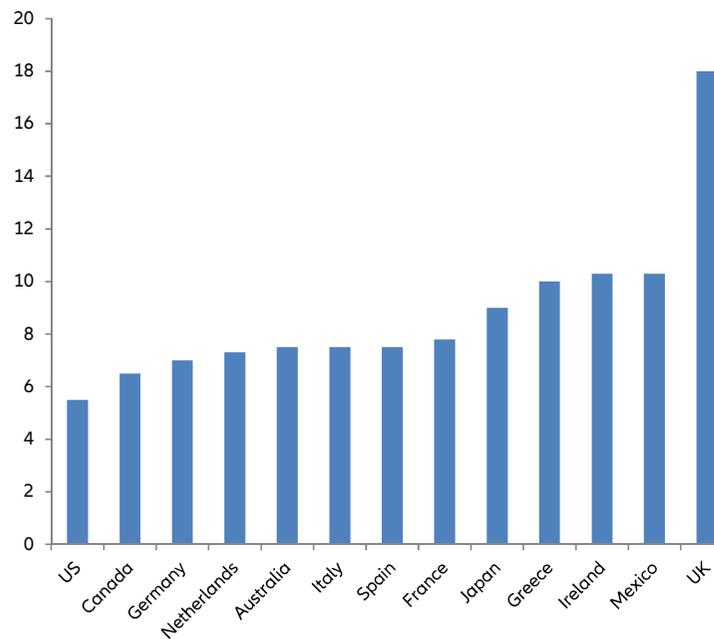
Excédent fiscal primaire (mrds USD)



Sources: IHS Global Insight. Allianz Research

Les besoins de financement de court-terme du gouvernement américain ont augmenté à un rythme aussi spectaculaire que durant la crise du subprime

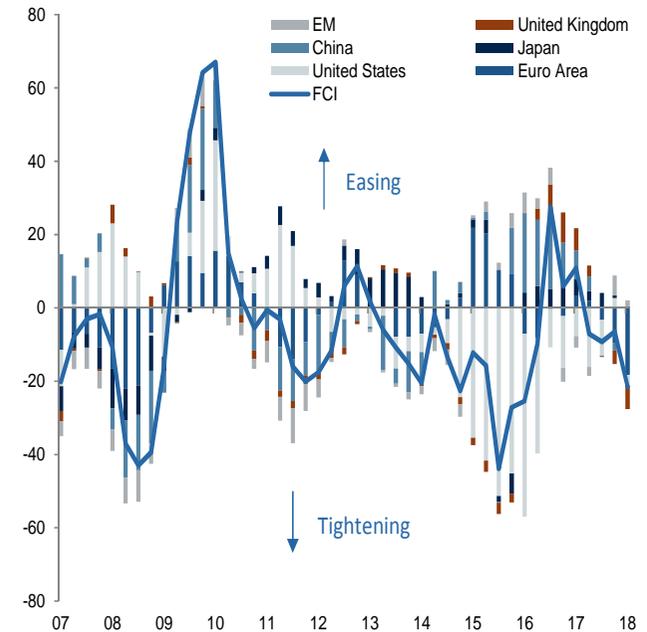
Echéance moyenne de la dette (années)



Sources: IHS Global Insight. Allianz Research

La maturité de la dette américaine est particulièrement courte, ce qui sous-entend des besoins de refinancement très importants à court terme

Indice de la situation monétaire et financière mondiale



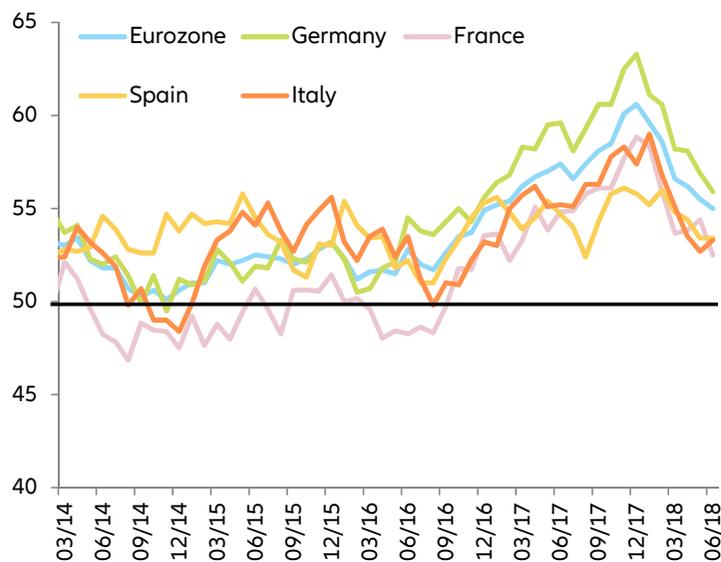
Sources: IHS Global Insight. Allianz Research

Les conditions monétaires et financières (plus ou moins grande capacité à se financer) se sont dégradées globalement à l'exception des US

EUROPE: UNE CROISSANCE PLUS MODÉRÉE MAIS TOUJOURS AU-DESSUS DE SON POTENTIEL



Indice PMI Manufacturier

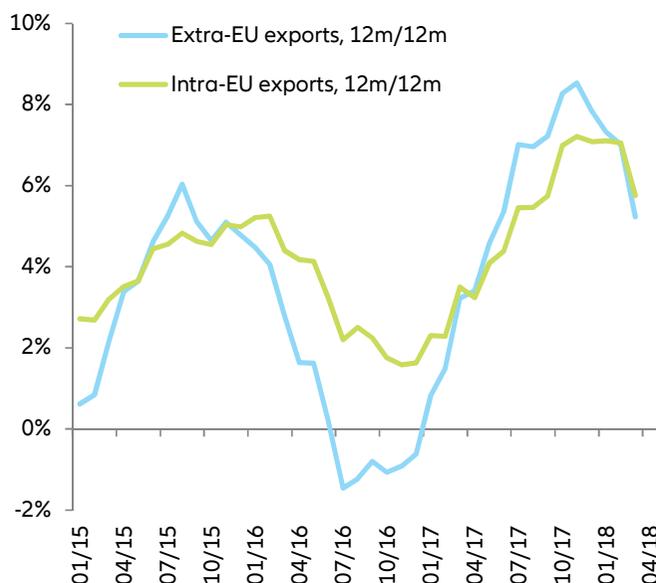


Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

Le **coup de mou** n'est pas aussi sévère qu'on pourrait le croire: les PMI manufacturiers demeurent en territoire expansionniste et indiquent une croissance modérée de l'activité.

© Copyright Allianz

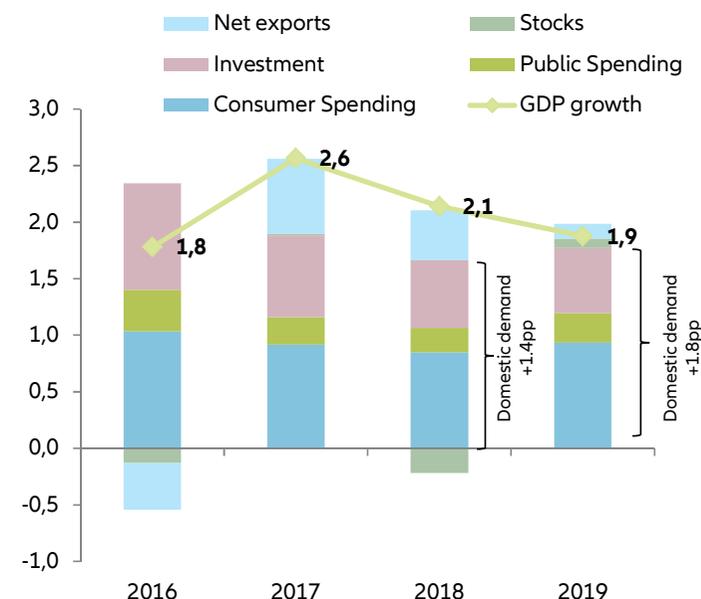
Exportations intra- et extra-UE



Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

Le **commerce intra-UE** se montre plus résilient et compense en partie le choc sur le commerce extérieur, dû entre autres au **protectionnisme**.

Croissance du PIB et ses sous-composantes



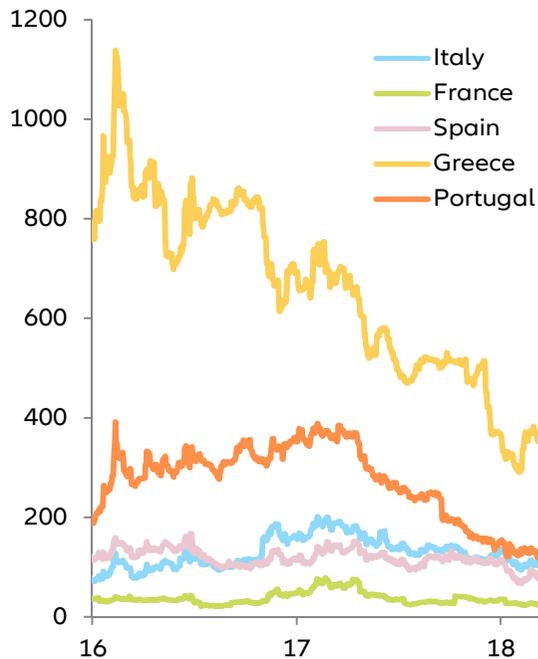
Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

La **demande domestique** devrait reprendre le relais de la croissance en 2019

EUROPE: ZONES DE TENSION



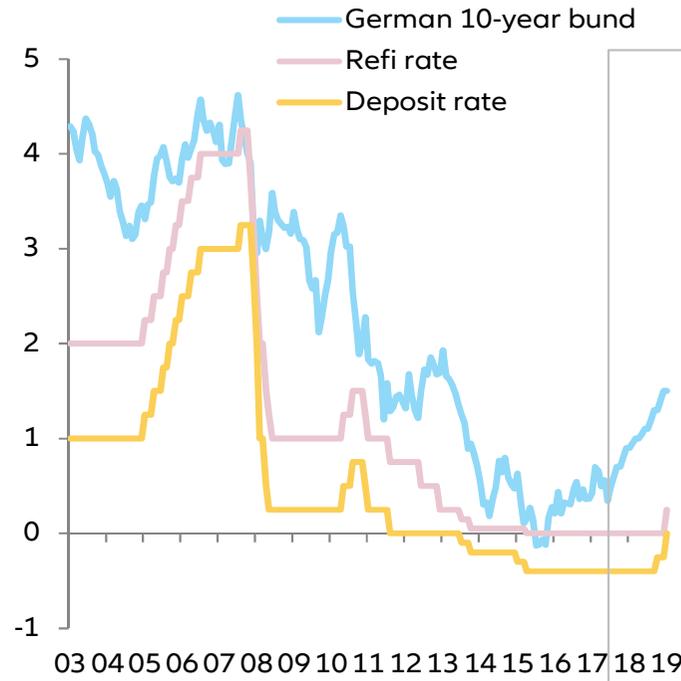
Spreads obligataires à 10 ans vs. Bund



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Les spreads obligataires restent faibles (sauf en Italie où ils reflètent le stress politique). Mais la reconnexion risque politique – marchés annoncent des risques baissiers

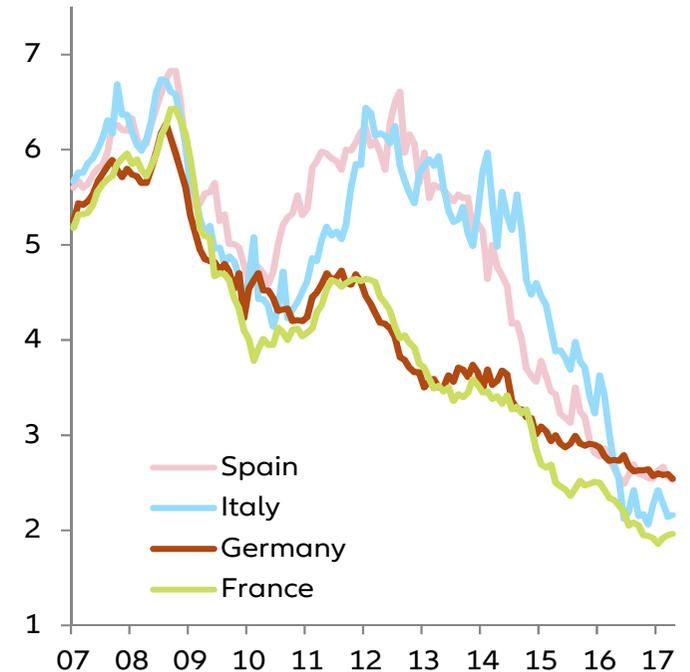
Taux obligataires allemand à 10 ans vs. taux directeurs BCE



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Une inflation contenue (+1,7 % en 2018-19) et une croissance plus faible justifient un resserrement monétaire progressif de la BCE

Taux bancaires pour PME (1-5 ans de maturité)



Sources : Euler Hermes, Allianz Research

Le secteur privé devrait toujours profiter de taux d'intérêt bancaire très faibles jusqu'au S2 2019 quand la BCE augmentera ses taux directeurs pour la première fois depuis 2011

ITALIE: LE STRESS FINANCIER DEVRAIT RESTER ÉLEVÉ



		30%			Scénario de base			50%			15%			<5%		
		Scénario positif			Stimulus budgétaire important & attitude modérément confrontationnelle vis-à-vis de l'UE			Scénario baissier			Scénario « risque extrême »					
		Stimulus budgétaire modérée et approche conciliante envers l'UE			Stimulus budgétaire très important & attitude confrontationnelle vis-à-vis de l'UE			Italexit								
Implémentation prévue des mesures fiscales proposées (% du total)		20% - abrogation des réformes passées et latitude très limitée pour de nouvelles dépenses			40% - abrogation des réformes passées et latitude limitée pour de nouvelles dépenses			60% - abrogation des réformes passées et nouvelles dépenses importantes			plus de 60% - abrogation des réformes passées et nouvelles dépenses importantes					
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020			
Italie																
Croissance du PIB réel (%)	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	0.8	0.6	1.0	-1.0	-1.2	0.5	-3.0	-4.5			
Solde primaire (% du PIB)	1.5	1.5	0.6	0.6	1.5	0.3	-0.3	1.5	-1.3	-1.0	1.3	-2.2	-2.3			
Solde budgétaire (% du PIB)	-2.3	-2.3	-3.2	-3.3	-2.3	-3.5	-4.4	-2.3	-5.3	-5.3	-2.3	-6.5	-7.4			
Dettes publiques (% du PIB)	132	131	131	131	131	132	134	131	137	142	131	143	155			
Zone Euro																
Croissance du PIB réel (%)	2.5	2.2	2.0	1.7	2.1	1.9	1.5	2.0	0.7	-0.3	2.0	-2.5	-3.0			

ROYAUME-UNI: VERS UN SOFT BREXIT



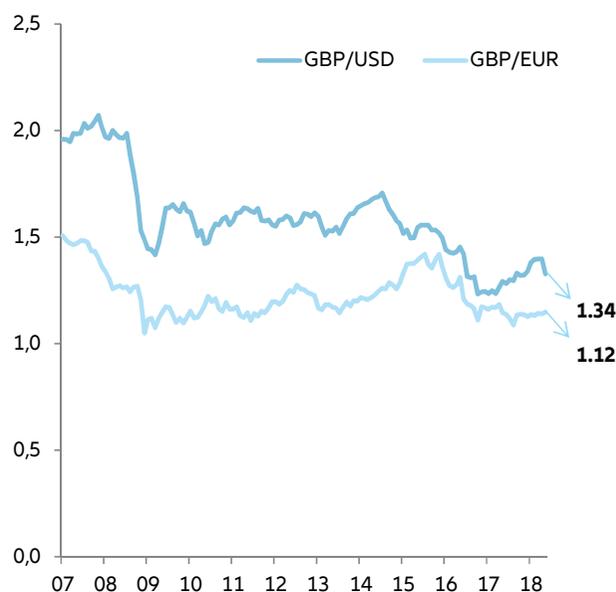
Prévisions économiques

	Weight	2016	2017	2018	2019
GDP	100%	1,8	1,7	1,4	1,3
Consumer Spending	66%	3,1	1,8	1,0	1,0
Public Spending	19%	0,8	-0,1	1,4	1,4
Investment	22%	1,3	3,8	0,1	1,6
Construction	9%	2,9	6,6	0,5	2,4
Business investment	9%	-0,2	1,6	0,8	1,6
Stocks	*	-4%	0,0	-0,9	0,1
Exports	29%	1,0	5,4	2,0	1,3
Imports	30%	3,3	3,2	1,2	1,6
Net exports	*	-2%	-0,7	0,2	-0,1
Current account	**	-103	-79	-76	-74
Current account (% of GDP)		-5,2	-3,9	-3,6	-3,4
Unemployment rate		4,9	4,5	4,2	4,0
Wages		2,4	2,2	2,9	2,7
Inflation		0,9	2,7	2,4	2,3
General government balance (% of GDP)		-3,0	-1,9	-2,2	-2,4
Public debt (% of GDP)		88,2	87,7	87,1	86,7
Nominal GDP	**	1969,5	2040,7	2107,8	2175,7

Change over the period, unless otherwise indicated: * contribution to GDP growth
 ** mds de £

La croissance du PIB est la plus faible depuis 2009, avec une consommation des ménages en-dessous de son potentiel

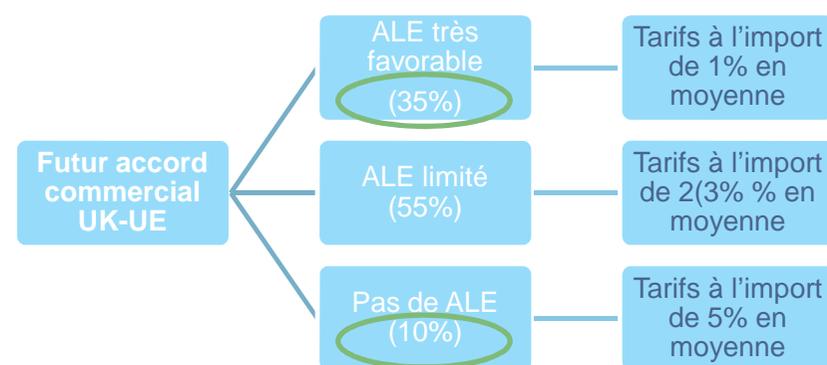
GBP/EUR and GBP/USD



Sources: Bloomberg, Allianz Research

Les anticipations d'une hausse de taux directeur de la BoE à l'automne devrait limiter la baisse de la devise: dépréciation de -4% vs. le \$ et de -1% vs. l'€ d'ici fin 2018

Scenarios de sortie de l'UE



ALE: Accord de libre-échange

EUROPE: PLUSIEURS MATELAS DE SÉCURITÉ



Zone Euro: dépenses publiques et solde primaire

— Government spending, y/y - lhs
— Primary balance, change in pp - rhs



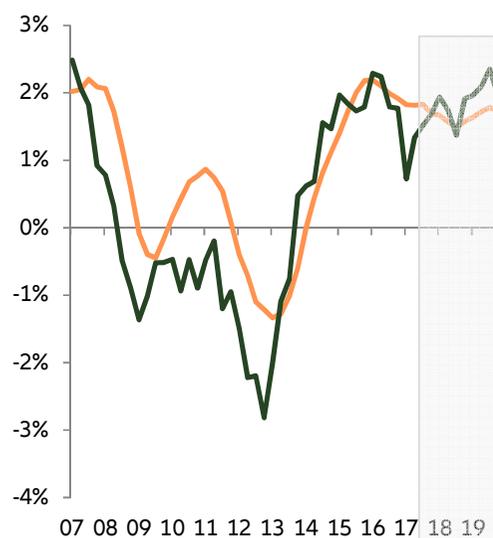
Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

Davantage de dépenses publiques en Europe, surtout en 2019. C'est le cas de l'**Allemagne** par exemple.

© Copyright Allianz

Zone Euro: consommation des ménages et revenu disponible

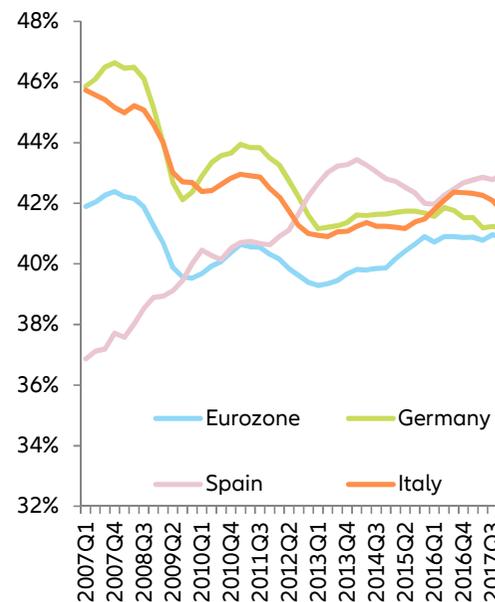
— Real consumer spending (y/y)
— Households' real disposable income (y/y)



Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

L'Europe est au début d'une boucle prix-salaires qui devrait permettre aux ménages de bénéficier d'un plus fort pouvoir d'achat dès le S2 2019. C'est le cas de la **France** par exemple.

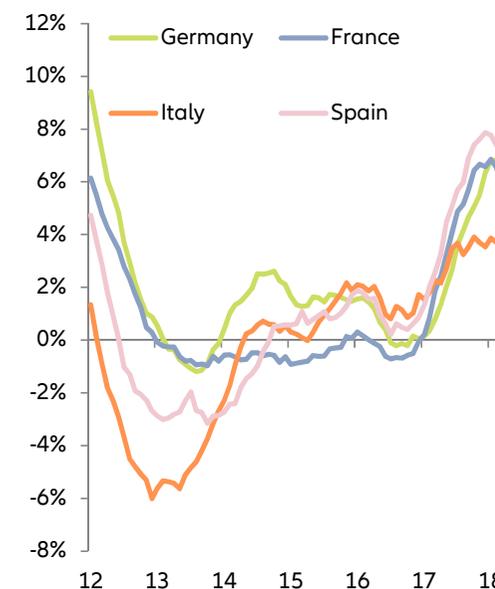
Marges des SNF, % de la valeur ajoutée



Source: IHS, Euler Hermes Allianz Research

Les marges se maintiennent à un niveau relativement élevé, mais elles devraient avoir atteint leur pic fin 2017, surtout en **Espagne** et en **Italie**

Croissance du CA manufacturier, 12m/12m



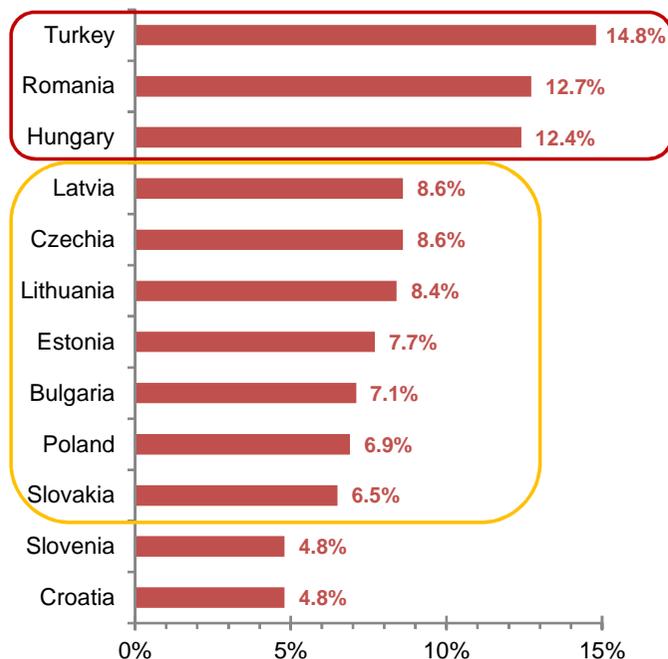
Sources: IHS, Euler Hermes Allianz Research

La croissance du CA a ralenti mais demeure au-dessus de sa moyenne pré-crise. C'est le cas de l'**Espagne** par exemple.

EUROPE ÉMERGENTE: D'OÙ VIENT LA VULNÉRABILITÉ?



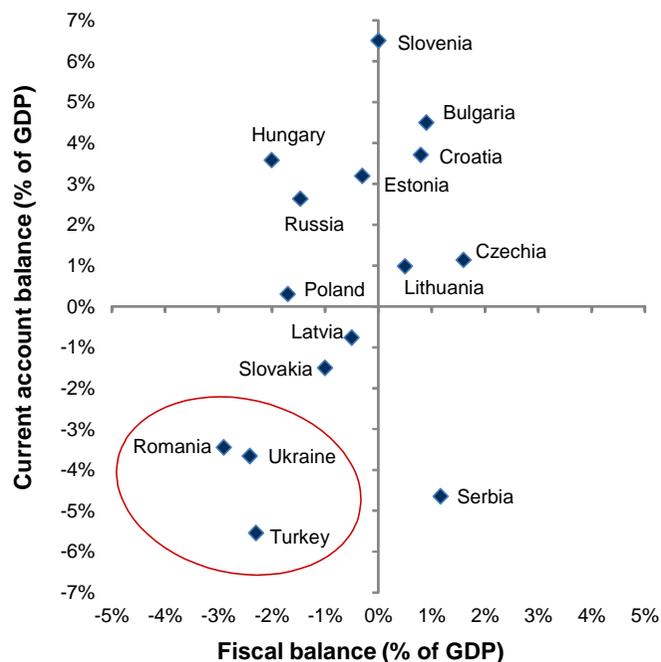
Croissance du salaire nominal au Q1 2018 (% y/y)



Sources: National statistics, IHS Markit, Allianz Research

La croissance des salaires témoigne des risques élevés de surchauffe même si l'inflation reste contenue. Les exceptions sont **turque** et **roumaine**, avec notamment une forte dépréciation de la lire en Turquie.

Solde budgétaire et balance courante



Sources: National statistics, IHS Markit, Allianz Research

En conséquence, la **Turquie**, l'**Ukraine** et la **Roumanie** sont dans des situations de déficits jumeaux, avec de forts besoins de financements externes au vu de leurs réserves de change

Russie: Production industrielle et croissance des ventes au détail (y/y%; moyennes trimestrielles)



Sources: National statistics, IHS Markit, Allianz Research

Malgré la récente salve de sanctions américaines envers la Russie du 6 avril, la croissance devrait se situer à 1.8% en 2018 et 2019; le rouble s'est stabilisé et la hausse des prix du pétrole est une bonne nouvelle supplémentaire pour l'activité

CHINE: UNE STRATÉGIE MULTIFORME EN RÉPONSE AUX ÉTATS-UNIS

Patriotisme économique

- Campagne anti-américaine, resserrement des contrôles des produits américains

Partenariats stratégiques

- Accélération des partenariats stratégiques pour faire face au protectionnisme des États Unis (avec les marchés asiatiques comme le Japon, la Corée du Sud et l'ASEAN; avec l'UE)

Du protectionnisme sur les services

- Des mesures pour réduire le déficit commercial des services sont évoquées; les services financiers sont en première ligne

Dépréciation modérée du RMB avec un taux de parité RMB/ USD néanmoins sous 6,9

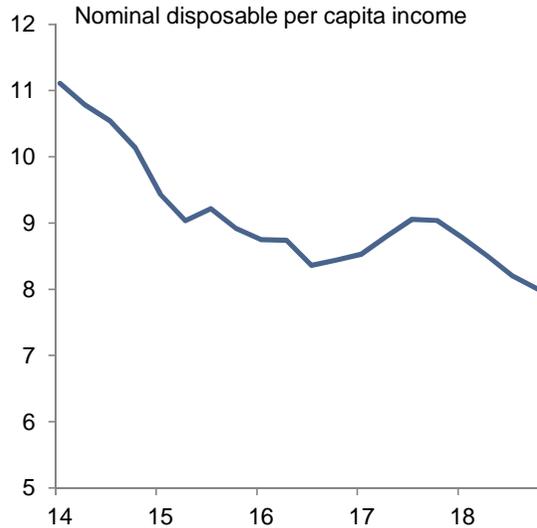
- Une dépréciation de -4% est attendue au deuxième semestre (par rapport au S1). La parité RMB/USD est attendue aux alentours de 6.7 fin 2018

Menaces sur les bons du Trésor US

- Des menaces et de la volatilité mais pas de revente majeure attendue

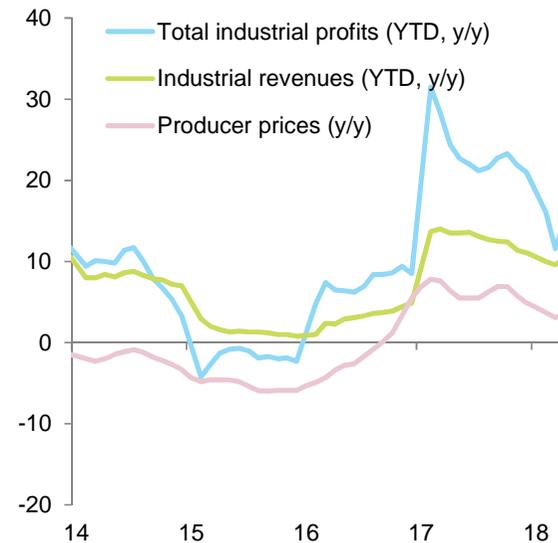
CHINE: L'ÉCONOMIE DEVRAIT MAINTENIR UN TAUX DE CROISSANCE DE +6.6%

Policy tracker



Sources: IHS, Allianz Research

Ménages: la forte croissance du revenu disponible (+8%) continuera à soutenir la consommation privée



Sources: IHS, Allianz Research

Entreprises: une forte profitabilité des entreprises aidera à contenir l'impact des remboursements de la dette et des conditions plus difficiles de financement

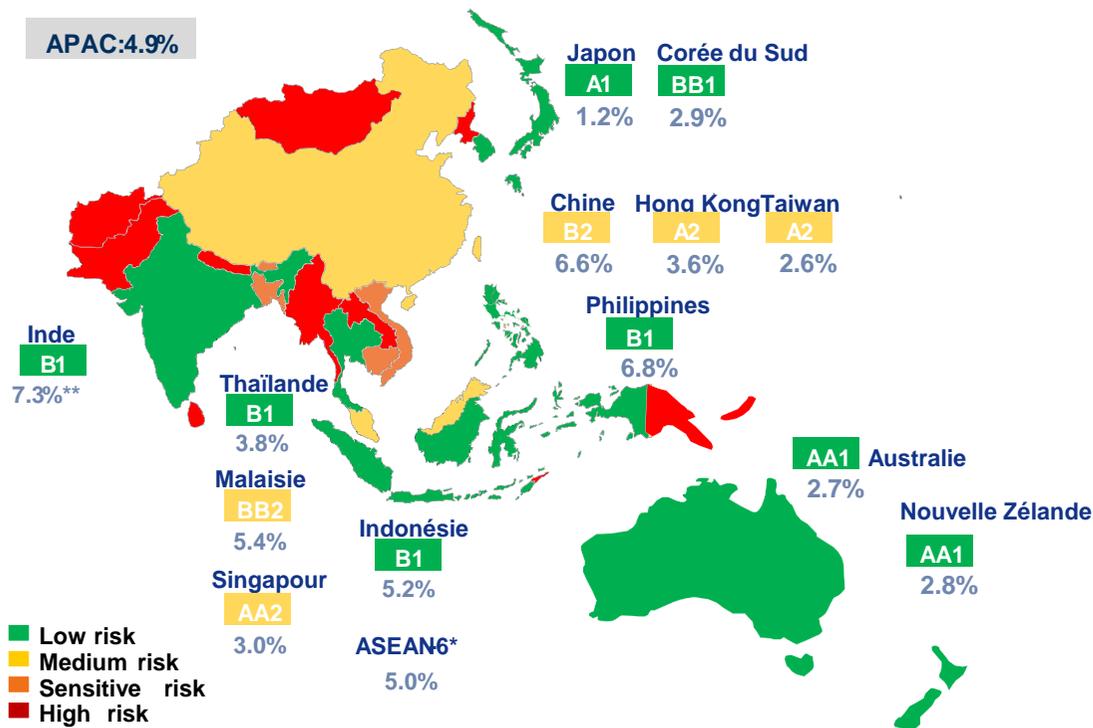
		2017	2018	2019
Fiscal policy	Gen. Gov. Net lending (% GDP)	-3.9	-4.0	-4.2
	Benchmark lending rate (eop)	4.35	4.35	4.60
	7 days - Reverse Repo (eop)	2.50	2.60	2.70
	M2 growth	9.7	8.7	8.7
Monetary Policy	Reserve requirement ratios*	16.5	15.5	15.5
	RMB per USD (average)	6.8	6.6	6.7
	RMB per USD (eop)	6.5	6.7	6.7
Capital account liberalization progress	Inward	Modest	Significant	Significant
	Outward	Neutral	Modest	Modest

* For large banks
Sources: IMF, Allianz Research

La politique économique sera défensive

- La relance budgétaire doit s'accroître
- La banque centrale va contrôler la liquidité globale (baisse du RRR) mais continuera de soutenir le désendettement via la réglementation
- La dynamique de libéralisation des capitaux doit continuer, mais les efforts seront concentrés sur les flux entrants (ouverture financière)

ASIE: UN ABRI AU SEIN DE LA TEMPÊTE ÉMERGENTE?



Sources: IHS, Allianz Research

Activité – La croissance économique devrait ralentir à +4.9% en 2018 et +4.8% en 2019 : l’atterrissage en douceur de la Chine se poursuit et que les effets du stimulus fiscal au Japon s’amenuisent. Les pays émergents au sein de l’ASEAN devraient maintenir leur fort rythme de croissance, portés par une demande intérieure solide et une bonne croissance des exportations

Conditions de financement – Les conditions de financement se resserrent pour réduire la dette (ex: la Chine), à cause de l’inflation (Corée du Sud, Malaisie, Philippines...) et pour réduire la pression des marchés sur la devise nationale (Inde, Indonésie).

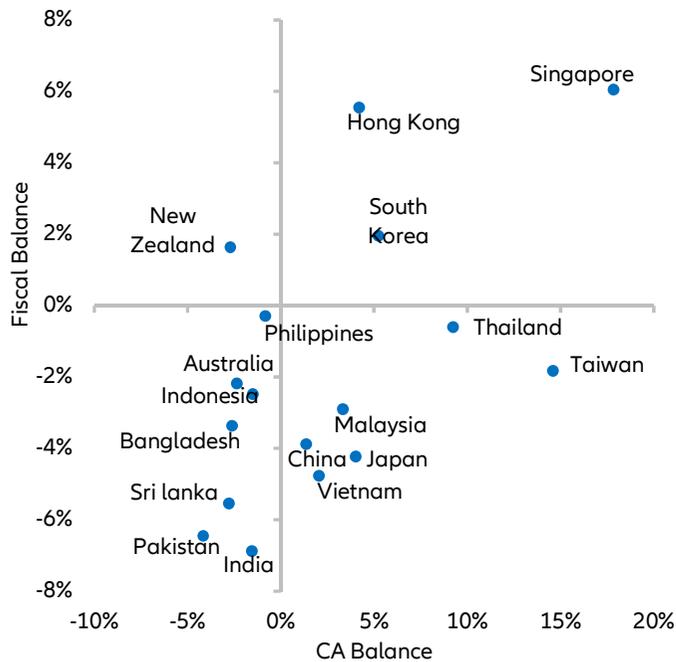
Inflation – Les pressions à la hausse devraient s’accroître, notamment au S2, en raison de (i) la dépréciation relative des devises, (ii) les prix du pétrole, et (iii) des marchés de l’emploi resserrés

Check-up des vulnérabilités-pays. Les risques sur la croissance sont limités au sein des économies majeures grâce à des tampons financiers solides, tandis que pour les marchés frontières seront plus vulnérables.

- *Risque de change* – Les pays à double déficit resteront sous pression (Inde, Indonésie). Le risque d’erreurs de politique économique est à surveiller en Malaisie et aux Philippines.
- *Confiance et risque sur la croissance* – Cela concerne les marchés frontières et ceux à double déficit, comme le Sri Lanka et le Pakistan.

ASIE: DES TURBULENCES SUR LES DEVISES MAIS UN IMPACT RÉDUIT SUR LA CROISSANCE

Balance courante vs. équilibre fiscal



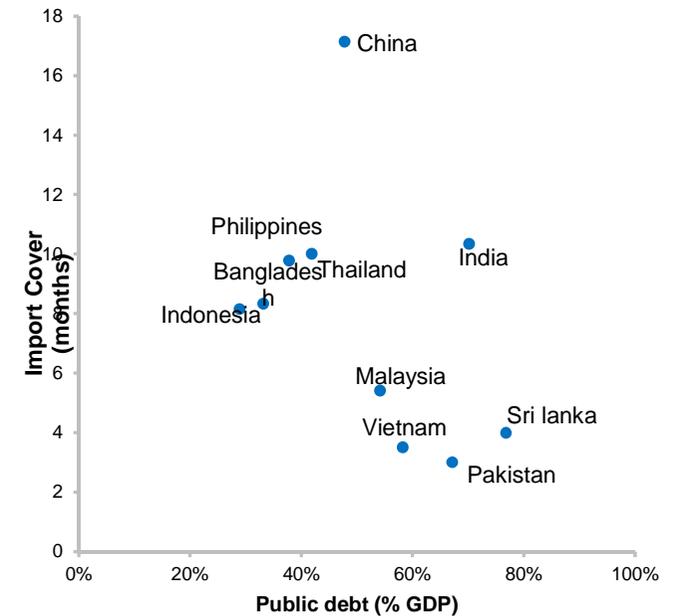
N.B. Fiscal balance refers to general government balance (IMF definition)
Sources: IMF, Allianz Research

Taux directeurs (fin de période)

	17	18	19
Australia	1.50	1.75	2.00
China	4.35	4.35	4.60
India	6.00	6.50	6.75
Indonesia	4.25	5.50	5.50
Japan	-0.10	-0.10	0.10
South Korea	1.50	1.75	2.00
Malaysia	3.00	3.25	3.50
Philippines	3.00	3.50	3.75
Taiwan	1.375	1.375	1.500
Thailand	1.500	1.500	1.750

Sources: IHS, Allianz Research

Dette publique vs. taux de couverture des importations (biens)

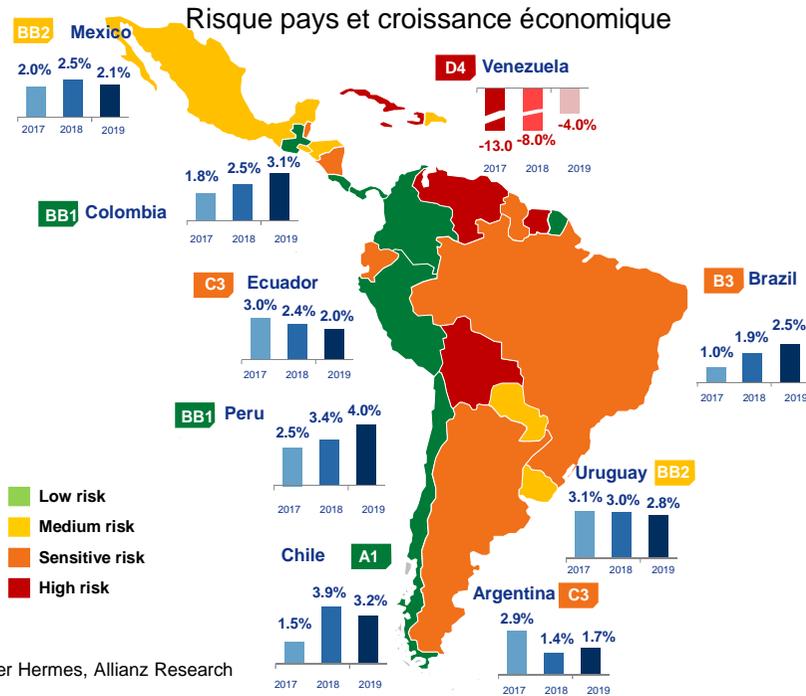


Sources: IHS, Allianz Research

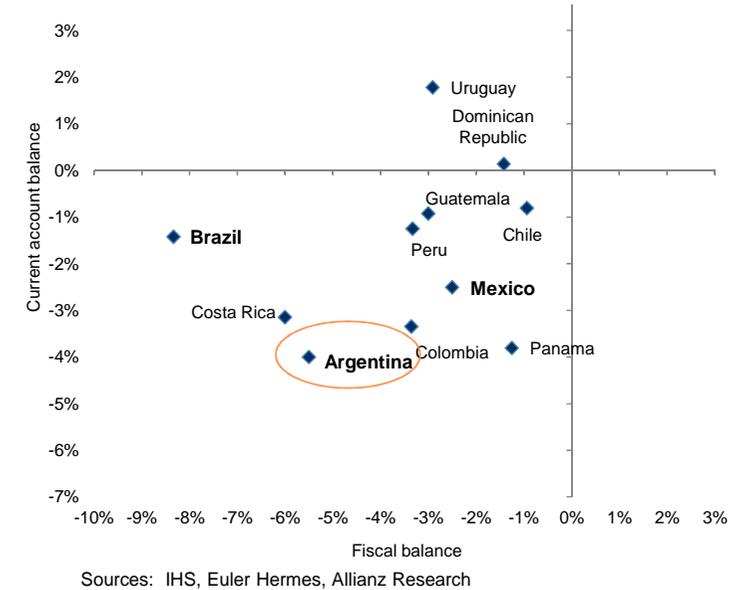
On peut s'attendre à des turbulences pour les devises des pays à double déficit. Néanmoins, un resserrement monétaire préventif devrait atténuer les tensions.

De plus, si la dynamique devait s'accroître, la région possède suffisamment de marge pour maintenir une bonne croissance

AMÉRIQUE LATINE: DÉCOLLAGE RETARDÉ



Balance courante et solde budgétaire (% du PIB)



- Révision à la baisse de la croissance régionale de -0.36pp) à **+2.0% en 2018** (après +1.2% en 2017) et de -0.4pp à **+2.4% en 2019**
- Conséquence des révisions à la baisse de la croissance au Brésil et en Argentine malgré l'accélération au Chili et en Colombie (**désynchronisation**)

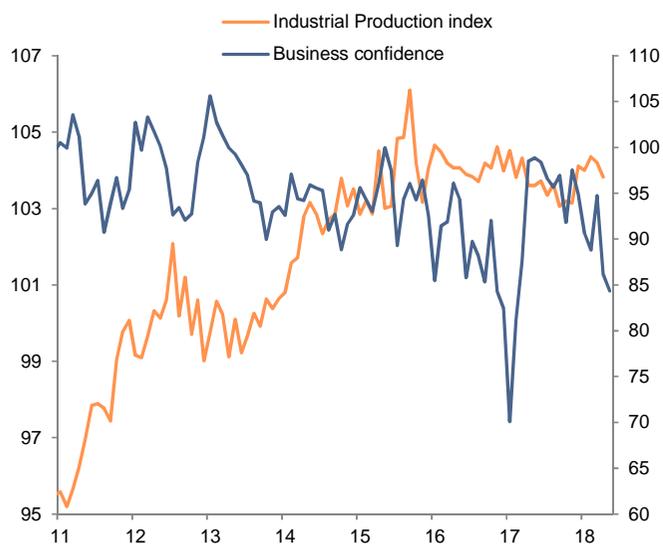
© Copyright Allianz

- **L'Argentine, illustration parfaite:** déficits jumeaux et forte inflation; situation maintenant **sous contrôle:** (i) Le programme du FMI subviendra aux besoins de financement du pays; (ii) L'Argentine de retour dans l'indice MSCI pays émergents
- L'austérité renouvelée (atteindre l'équilibre primaire d'ici à 2020), inflation toujours très forte (> 25%), des conditions de financement moins favorables et une plus forte incertitude politique devraient **ralentir la croissance**

MEXIQUE: RÉSILIENCE, MAIS NOUVEAUX RISQUES

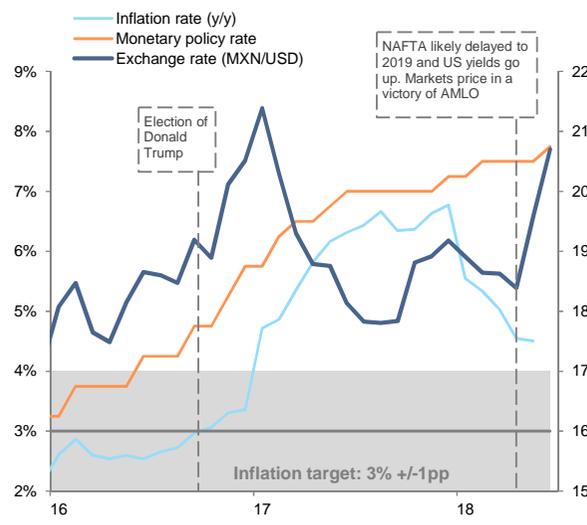


Production industrielle et confiance des entreprises Taux de change, inflation et taux directeur de la banque centrale



Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

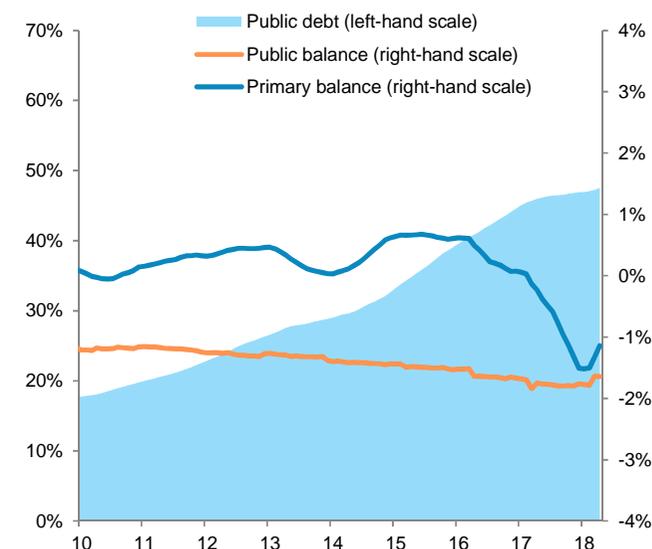
- **2018, nouvelle année de résilience** : plus de capacités excédentaires: la croissance des salaires a accéléré et le chômage est à un plus-bas (3.40%)
- **La production industrielle production est toujours élevée**, tirée par le cycle américain, mais la confiance recule



Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

- **La volatilité** devrait continuer, avec des pressions sur le peso, sensible aux rebondissements (géo)politiques
- **La politique monétaire proactive aide néanmoins à l'atténuer** (les taux directeurs ont été remontés à 7.75%) en plus de dompter l'inflation

Dette et déficits publics (% du PIB)

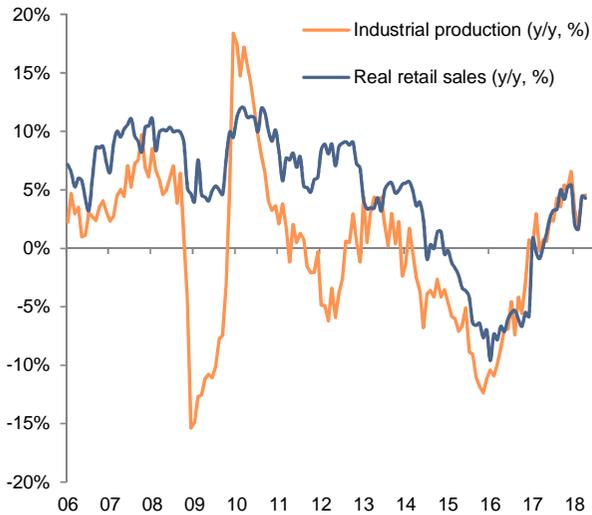


Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

- **La politique budgétaire est responsable**, grâce à la loi de responsabilité budgétaire
- Les dérapages budgétaires du président élu (AMLO) devraient être limités. Les deux **risques majeurs en 2019: les négociations de l'ALENA & et le secteur de l'énergie**, qui pourrait être ciblé par AMLO

BRÉSIL: FINANCES PUBLIQUES EN LIGNE DE MIRE

Production industrielle et confiance des entreprises Réformes: des efforts brésiliens, qui restent incomplets



Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

- La reprise est là, mais elle est fragile, et a récemment ralenti
- Le Brésil devrait être résilient face à la volatilité accrue, grâce à une forte position extérieure et les réserves de la banque centrale (19 mois de couverture des imports)

Plafond budgétaire "PEC 55" + austérité

- Réduire la croissance réelle du budget à 0% sur 20 ans
- Réduire les prêts subventionnés (notamment par la BNDES)

✓
Passée

Réforme du marché du travail

- Accroître la flexibilité: changement dans la hiérarchie des normes

✓
Passée

Libéralisation de secteurs clés de l'économie

- Ouvrir à l'investissement étranger du secteur gazier et pétrolier et autoriser d'autres privatisations

✓
Passée

Réforme des retraites

- Augmenter l'âge de la (aujourd'hui à 54 ans en moyenne) et baisser les prestations
- Harmoniser les prestations dans le public et le privé

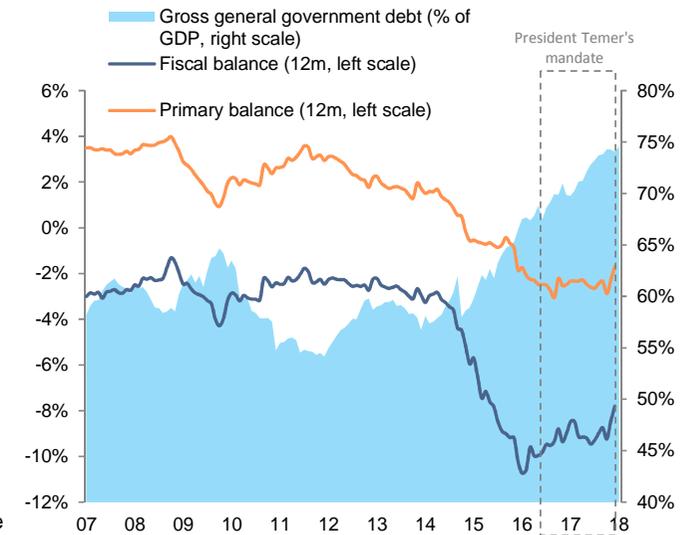
~
En attente

Réforme de la taxation

- Simplifier le système fiscal; aujourd'hui Près de 2 000 heures nécessaires pour préparer les impôts, contre <400 en Argentine et 200 en Colombie et au Mexique (pour les entreprises)

~
En attente

Dettes publiques, soldes budgétaire et primaire (% du PIB)



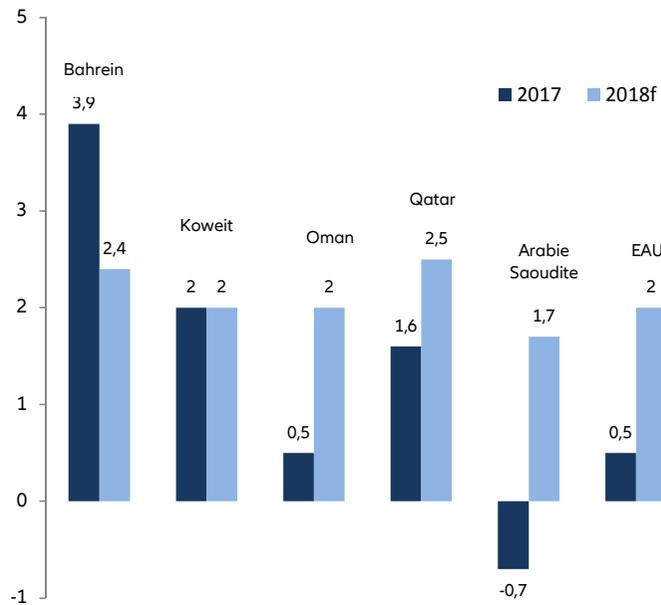
Sources: IHS, Euler Hermes, Allianz Research

- Les finances publiques restent en mauvais état, à cause du déficit de la sécurité sociale
- Les perspectives de moyen-terme sont par conséquent dégradées, au vu de la dette galopante. A surveiller donc: le début de la campagne officielle, et les propositions des candidats

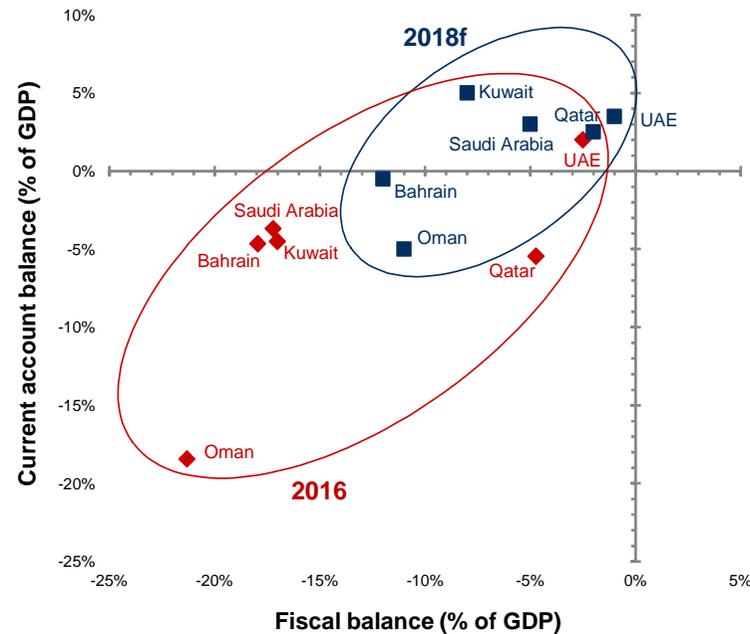
MOYEN-ORIENT: UN RÉÉQUILIBRAGE FISCAL ET COMMERCIAL GRADUEL MALGRÉ CERTAINES FAIBLESSES



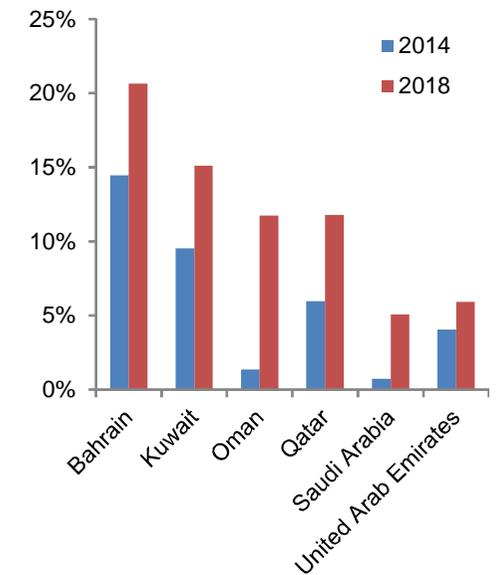
Croissance du PIB



Solde budgétaire et balance courante



Service de la dette extérieure (% des recettes d'exportation)



Sources: IMF, IHS, Allianz Research

Sources: IHS Markit, Allianz Research

Après une année 2017 très difficile, la croissance devrait retrouver des couleurs à travers le Moyen-Orient en 2018, avec notamment une sortie de récession pour l'**Arabie Saoudite**

Après une forte détérioration dans un contexte de faibles prix du pétrole entre 2014 et 2017, le solde budgétaire et la balance courante se rééquilibrent avec la remontée des prix du baril; **Bahrain** et **Oman** sont à la traîne et en moins bonne posture

La dette principale et les intérêts ont augmenté sur les dernières années mais demeurent acceptables en moyenne (12% des recettes d'exportation) – le **Bahrain** est à la limite avec un ratio de 21%

AFRIQUE : UNE CROISSANCE DE RETOUR



Croissance en Afrique, par région

	2015	2016	2017	2018	2019	
Afrique*	3.4	2.0	3.4	3.9	4.3	
Nord*	3.9	3.2	3.4	3.6	3.7	
Algérie	C3	3.7	3.3	2.0	2.7	2.5
Maroc	B1	4.5	1.2	4.0	3.0	3.0
Egypte	C2	4.4	4.3	4.2	5.2	5.8
Tunisie	C4	1.1	1.0	1.9	2.5	2.5
Ouest	3.0	0.1	2.5	3.9	4.7	
Cote d'Ivoire	C2	8.9	8.4	7.8	8.2	8.5
Ghana	B1	3.8	3.5	8.4	8.0	7.5
Nigeria	D3	2.7	-1.6	0.8	2.5	3.5
Senegal	C2	6.5	6.7	7.2	7.2	7.5
Est	7.2	6.2	7.1	7.3	7.1	
Ethiopie	D3	10.4	8.0	10.9	9.0	9.5
Kenya	C2	5.7	5.9	4.8	6.5	5.7
Tanzanie	C3	7.0	7.0	7.1	7.2	7.5
Ouganda	C3	5.7	2.3	4.5	6.0	5.0
Centre	2.8	0.5	1.0	1.9	2.9	
Cameroon	C3	5.8	4.5	3.0	3.7	4.0
RD Congo	D4	6.9	2.4	3.0	3.5	4.0
Sud	3.1	1.0	2.1	2.5	3.8	
Afrique du Sud	B2	1.3	0.6	1.3	2.0	2.5
Angola	D3	3.0	-0.8	0.7	2.0	3.0
Zambie	C3	2.9	3.7	3.9	4.5	4.7

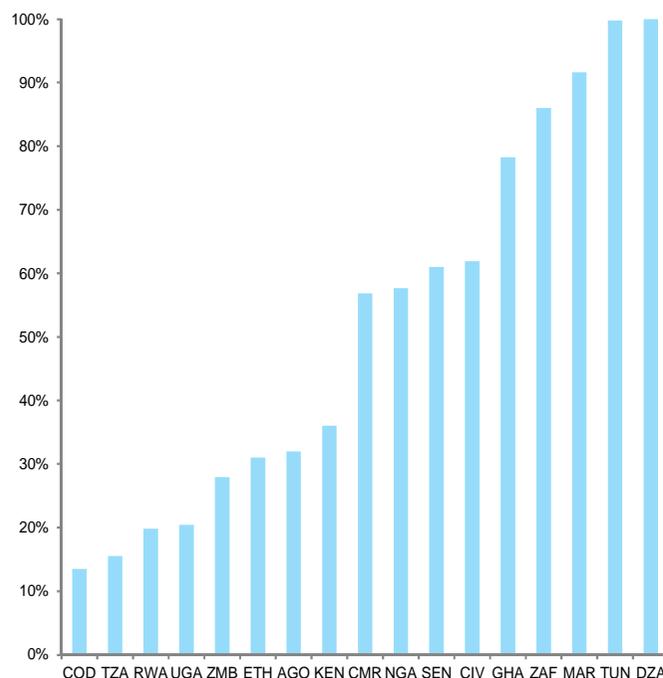
*L'Egypte est incorporée à l'Afrique; la Lybie est exclue de la moyenne régionale

Sources: Allianz Research

La croissance devrait bénéficier à davantage de pays en 2018, y compris le Nigeria.

© Copyright Allianz

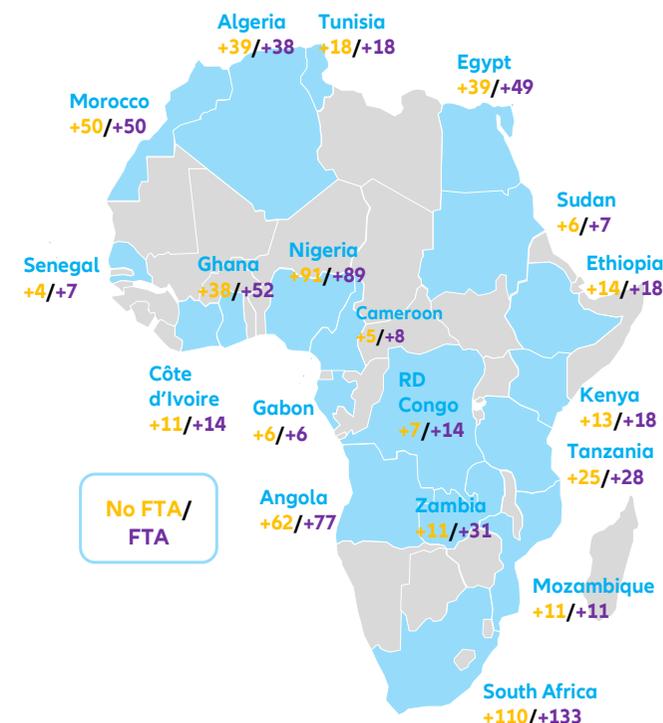
Accès à l'électricité, % de la population



Sources: World Bank, Allianz Research

Les gaps d'infrastructure restent majeurs et justifient des dépenses d'investissement massives. La production d'électricité en est l'un des éléments principaux.

Exportations additionnelles d'ici à 2030



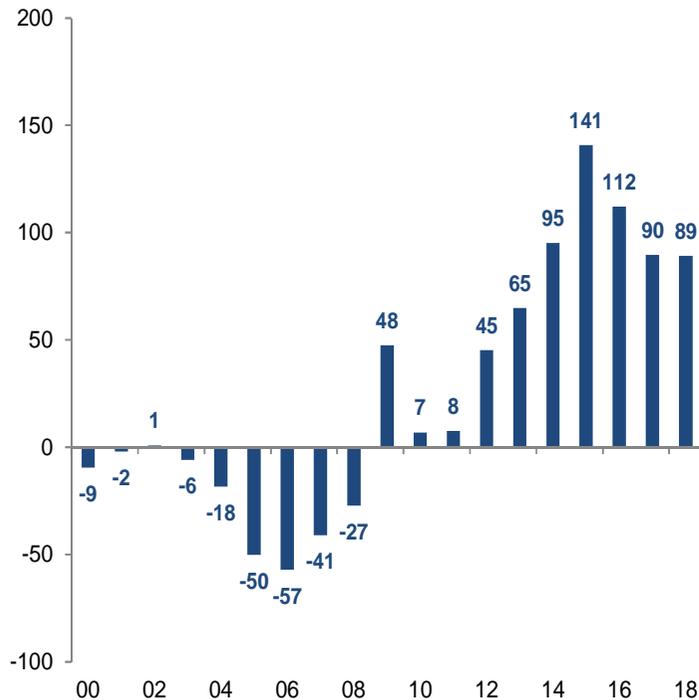
Sources: Allianz Research

L'ouverture commerciale croissante devrait bénéficier à l'Afrique. L'impact de la zone de libre-échange continentale africaine sera le plus fort pour les exportateurs de biens manufacturés, d'alimentation et de

AFRIQUE : MAIS ATTENTION À L'EXCÈS DE CONFIANCE



Afrique : besoin de financement (Mds USD)
+/- signifie besoin/excédent

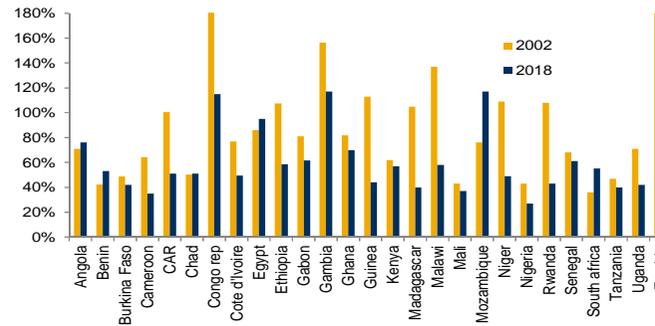


Sources: Euler Hermes

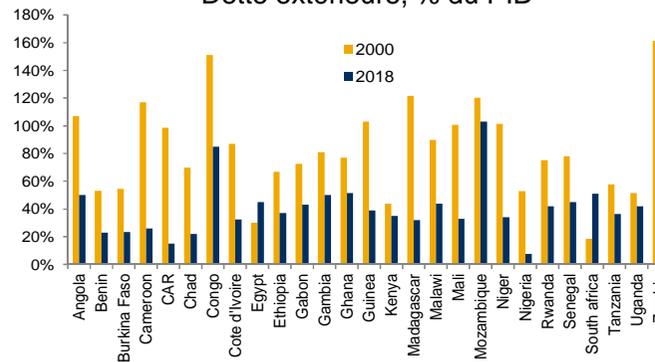
Avec un besoin de financement structurel, l'Afrique doit attirer des capitaux et profite de l'intérêt des investisseurs qui recherchent des rendements élevés.

© Copyright Allianz

Dettes publiques, % du PIB



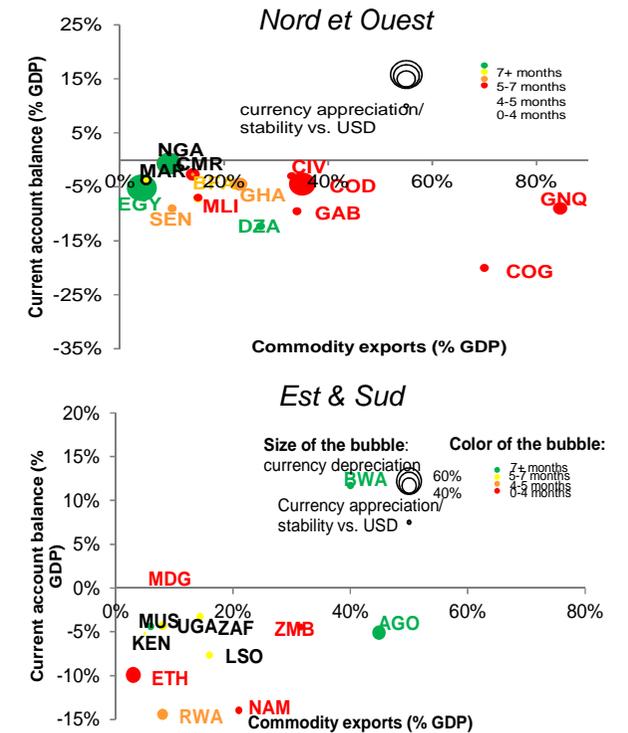
Dettes extérieures, % du PIB



Sources: World Bank, Allianz Research

Attention, toutefois, à ce que cela n'engendre pas une augmentation de la dette trop rapide. Pas de risque généralisé, mais quelques cas (Mozambique, Rep. Congo).

Vulnérabilité du taux de change



Sources: Euler Hermes

Les pays avec le niveau de liquidité le plus faible (en rouge) sont les plus vulnérables à un retournement des flux de capitaux.

MERCI!

Département de la Recherche
Economique, Euler Hermes

04.07.2018



Allianz 