Perspectives

Trimestriel – N°19/120 –3 juillet 2019

MONDE – Scénario macro-économique 2019-2020

« Inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque »

J.M. Keynes (1925)

Les tensions commerciales et, au-delà, géopolitiques ont vocation à durer. Les perspectives de croissance plus faible, entourée de fortes incertitudes pèsent sur les anticipations : le ralentissement, désormais plus marqué, se dessine. Les discours, puis les actions des Banques centrales, accommodantes préventivement, atténuent cependant le risque d'un atterrissage douloureux.

Zoom vidéo

Sommaire

Pays développés – Au-delà de l'essoufflement naturel 4
Pays émergents – Une bonne capacité de résistance pour affronter la détérioration globale 11
Pétrole – Y a-t-il un capitaine à bord ? 18
Politique monétaire – Prévenir à tout prix.....19
Taux d'intérêt – Les préoccupations des Banques centrales ont effrayé le marché.....21
Taux de change – Rendement contre incertitude.....24
Prévisions économiques et financières 26

Après avoir estimé (avec un angélisme coupable) que la raison devait prévaloir et considéré que les États-Unis et la Chine pouvaient s'engager sur la voie d'un compromis prélude à une résolution « heureuse » de leurs différends, force est de constater qu'un mouvement plus profond, durable et surtout plus conflictuel est en train de s'imposer. Et la guerre commerciale continue de menacer, malgré la trêve conclue lors de la rencontre entre les présidents Trump et Xi lors du G20 à Osaka.

La guerre commerciale n'est qu'une composante, très visible certes, des tensions multiformes sino-américaines. Ce conflit, affrontement entre une puissance sentant son hégémonie menacée et une puissance concurrente et conquérante, a vocation à s'installer dans la durée. Il est susceptible de s'étirer dans le temps tant que les bénéfices liés au maintien des attributs de « super puissance » excèdent les coûts à court terme issus de la destruction de la puissance rivale (*voir focus*). Si certaines des revendications américaines (meilleur accès au marché chinois, protection de la propriété

intellectuelle) sont encore audibles par les Chinois, les exigences en termes de subventions accordées aux entreprises publiques touchent le cœur du modèle de développement et ne sont pas recevables. Des phases de répit factices sont évidemment envisageables, mais ne présageront en rien d'une accalmie durable dans les relations sino-américaines.

Les tensions commerciales et, au-delà, géopolitiques ont donc vocation à durer et obèrent la croissance.

Aux **États-Unis**, outre l'essoufflement naturel du rythme de croissance, les incertitudes et la contraction des marges des entreprises conduiront à une contraction de l'investissement productif en 2020. Nous inscrivons dans notre scénario central une légère récession en 2020. L'assouplissement monétaire préventif de la *Federal Reserve* que nous supposons (assouplissement d'autant plus justifié que l'inflation ne menace pas) permettrait cependant à la croissance, ainsi qu'aux marchés actions, de ne pas sombrer. **Le cycle américain, dont la longévité aura impressionné, s'achèverait ainsi sur une croissance inférieure au potentiel en glissement annuel fin 2019** (1,5%, contre 2,2% en 2018). La croissance (en moyenne annuelle) s'établirait à 2,5% et près de 1% en 2019 et 2020, respectivement.

En **zone euro**, la fin de cycle se révèle « anormale ». Les chiffres récents, plutôt favorables, ont pu suggérer que la croissance s'était exagérément repliée à la suite de facteurs temporaires. Une fois cette correction digérée, la croissance aurait dès lors été susceptible de se reprendre tout en progressant à un rythme assagi. Mais le décalage entre ces « données dures » témoignant encore de la solidité de la demande interne et les signaux moins encourageants livrés par les enquêtes invite à la prudence. Les enquêtes semblent saisir une inquiétude plus forte que la simple prudence qui entoure habituellement le ralentissement cyclique. L'incertitude, matérialisation du risque lié aux développements internationaux, vient donc peser sur les prévisions, notamment sur la prévision d'investissement bien que la dégradation des perspectives de profit soit encore limitée. **La demande interne ne devrait cependant pas souffrir d'un ajustement brutal et l'action préventive de la BCE, en levant durablement la contrainte financière, devrait permettre à la croissance d'être proche de son potentiel** (1,2% en moyenne annuelle en 2019 et en 2020).

En **Chine**, le conflit commercial (étendu et durable) avec les États-Unis aura des impacts négatifs directs (flux commerciaux) et indirects (consommation et investissement) qui, cumulés, pourraient soustraire près de 1 et 1,8 point de pourcentage à la croissance du PIB en 2019 et 2020 (respectivement). Les conséquences du ralentissement sont déjà visibles sur le marché du travail, dont la résilience est un composant déterminant de la stabilité sociale. Les autorités chinoises s'apprêtent donc à adopter une réponse à la hauteur de l'enjeu, afin de compenser la perte de demande agrégée. Elles agiront sur tous les fronts (politique monétaire assouplie, tolérance à la dépréciation, relance du crédit bancaire, projets d'infrastructures) **dopant la croissance, afin qu'elle ne s'écarte pas trop de l'objectif de 6%, plancher compatible avec une tenue satisfaisante du marché du travail.**

Grâce à la **politique monétaire d'assouplissement préventif** qu'entreprendront les grandes Banques centrales, politique pleinement justifiée par la dégradation des perspectives économiques sans inflation et la multiplication des sources d'inquiétude et de turbulences financières, notre scénario peut dessiner un ralentissement substantiel, mais pas un effondrement de la croissance.

Au-delà des messages signalant l'accommodation à venir de la *Federal Reserve* et de la BCE, ces dernières réfléchissent sur leur stratégie monétaire à moyen terme et semblent en passe d'« inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque » (J.M. Keynes, 1925). **Banques centrales accommodantes, réfléchissant à leur mandat, aux outils appropriés pour le remplir, aversion au risque, ralentissement économique sans inflation : un contexte dans lequel les taux d'intérêt longs seront bas, très durablement bas.**

Focus – Géopolitique, tendances lourdes versus tweet factor

La guerre commerciale n'est qu'une des composantes de la tension géopolitique entre les États-Unis et la Chine. Et celle-ci va se dérouler sur plusieurs années, source de chocs multiples et de volatilité des anticipations.

Intégrer la géopolitique dans un scénario économique pose trois difficultés. La première, c'est que l'on est dans un domaine peu chiffrable. Il faut donc s'habituer à travailler non pas avec des indicateurs, mais avec des signaux (des événements-clés, qui ont parfois peu d'impact économique à court terme, mais un impact politique fort). La deuxième, c'est que la probabilité d'erreur des scénarios géopolitiques est élevée, sans doute plus que celle des scénarios macro-économiques, car l'impondérable des hommes joue un grand rôle (le *tweet factor*…). La troisième, c'est qu'il s'agit de connecter des tendances à long terme avec le court terme. Pour autant, ces tendances doivent être clairement posées aujourd'hui, car elles seules permettent de comprendre la vraie nature de la « guerre » commerciale sino-américaine.

1 - Ce qui se joue entre les États-Unis et la Chine ressort d'un affrontement de puissance, qui a démarré bien avant l'arrivée de D. Trump et qui se prolongera sans doute sous des formes différentes même s'il n'est plus au pouvoir, car cela correspond à un mouvement profond de l'histoire : une réaction de la puissance dominante (les États-Unis) au rattrapage par la puissance concurrente (la Chine).

   Les politologues caractérisent ces situations historiques par l'expression « transition hégémonique ». Elle indique que la puissance déclinante, se sentant menacée, devient offensive contre la puissance montante, mais aussi contre le système de gouvernance international tout entier, dont elle considère qu'il ne défend plus ses intérêts.

2 - Un affrontement hégémonique se déroule toujours dans plusieurs territoires (incluant le cyber-espace ou l'espace tout court), mais aussi dans plusieurs domaines de puissance, allant du « *hard power* », militaire ou économique, au « *soft power* », éducation ou culture, ou au « *smart power* », qui renvoie à la capacité d'un État à imposer ses normes de gouvernance.

   Les rivalités de puissance entre États-Unis et Chine devraient donc se traduire par des événements de rupture venant alternativement de tous ces domaines, mais allant sans cesse de l'un à l'autre. Et même si les marchés sont plus réactifs aux questions commerciales ou technologiques, il ne faut pas sous-estimer la bataille des modèles et les questions culturelles, car s'il y a un vainqueur, au final, ce sera aussi celui qui aura gagné la guerre du *soft power*, les réseaux sociaux ayant accru l'importance de ce dernier.

3 - L'affrontement va se poursuivre tant que les intérêts à moyen terme (économiques, mais aussi politiques ou idéologiques) de la puissance déclinante (les États-Unis) sont plus élevés que ses coûts, de court terme, à détruire le système. Pour l'instant, l'intérêt politique de D. Trump semble assez évident, car cela lui permet de matérialiser le fameux *Make America Great Again*. Quant à nommer un ennemi extérieur, c'est juste une façon assez classique dans l'histoire des pouvoirs populistes et des pouvoirs tout court de consolider une légitimité interne.

4 - Les menaces américaines sur Huawei ont rendu visible le long terme, c'est-à-dire cette volonté américaine de stopper l'ascension technologique chinoise. Cela risque d'accélérer les réflexions sur les chaînes de valeur, mais gardons à l'esprit que les changements de stratégie seront coûteux et longs à mettre en œuvre.

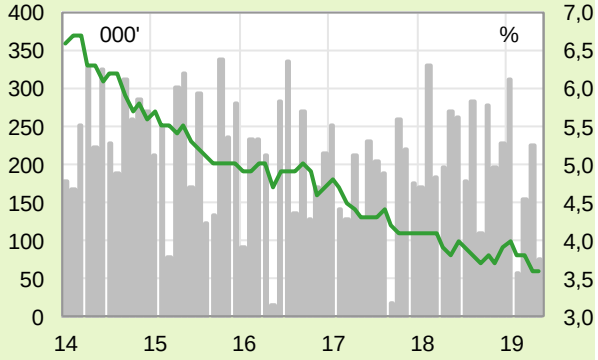
5 - Enfin, les risques de transitions hégémoniques se traduisent toujours par un comportement très agressif de la puissance dominante face à son concurrent, et cela implique que les règles habituelles de négociation peuvent être contournées, déformées. Plus profondément, nous sommes entrés dans un environnement international où beaucoup de choses qui semblaient impossibles le sont désormais, y compris dans un contexte d'interdépendance technologique et financière.

À terme, nous ne savons évidemment pas si le monde va s'organiser de façon bilatérale ou multilatérale, mais dans la période de transition, le scénario-économique et la stratégie des entreprises seront impactés à la fois par des effets directs et de second rang : à court terme, avec des chocs commerciaux, financiers ou réglementaires ; à moyen terme, quand cela modifie les politiques économiques ou les anticipations ; mais aussi à long terme, que ce soit à cause du changement des normes de gouvernance globales ou des stratégies économiques des pays et des entreprises.

Pays développés – Au-delà de l'essoufflement naturel

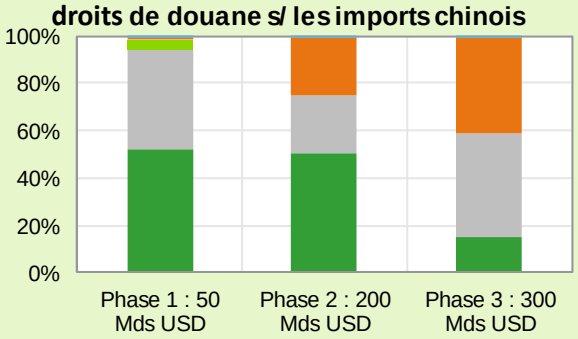
Les tensions commerciales et, au-delà, géopolitiques ont vocation à durer. Elles obèrent la croissance. Et les perspectives d'une expansion plus faible, entourée de fortes incertitudes, pèsent sur les anticipations : le ralentissement, désormais plus marqué, se dessine.

USA : les tensions sur le marché du travail ont soutenu la consommation



Sources : BLS, Haver, CACIB

USA : biens de consommation & hausse des droits de douane s/ les imports chinois



Sources : Peterson Inst. for Internatio. Economics, USITC Dataweb

États-Unis : les tensions commerciales pèsent sur la croissance

Les incertitudes et la contraction des marges conduisent les entreprises à réduire leurs dépenses d'investissement.

En juillet, le cycle de croissance actuel deviendra le plus long de l'histoire des États-Unis (plus de dix ans), mais notre scénario central actualisé table désormais sur une légère récession en 2020. La récente révision à la baisse de nos prévisions est principalement liée à notre hypothèse d'une escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et de relations commerciales potentiellement houleuses avec d'autres partenaires commerciaux clés. La hausse des droits de douane pourrait facilement coûter 0,5 point de croissance – voire davantage – sur notre horizon de prévision, en raison de son impact sur les ménages et les entreprises.

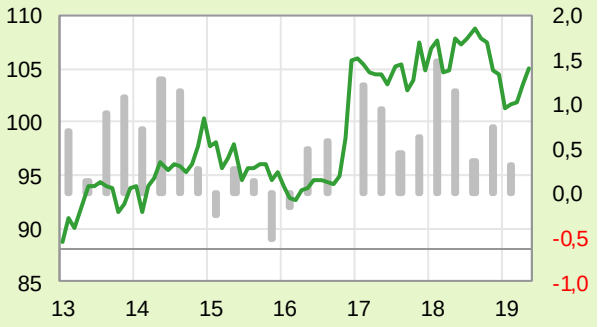
Après un chiffre proche de 3,1% au premier trimestre, la croissance du PIB devrait ralentir vers 1,9% au deuxième trimestre. **La croissance réelle du PIB devrait ainsi s'établir à 2% en glissement annuel cette année, un niveau proche de son niveau soutenable à long terme, mais inférieur à la croissance de 3% enregistrée en 2018** (année pendant laquelle des réductions d'impôt financées par le déficit avaient temporairement stimulé l'activité). La bonne tenue des dépenses de consommation au cours de l'année écoulée est attribuable à la vigueur du marché du travail, à la baisse du taux de chômage et à une progression graduelle des revenus. Simultanément, les baisses d'impôts en faveur des entreprises et la solidité de la croissance mondiale ont soutenu le climat des affaires et l'investissement.

Si les droits de douane augmentent sur la plupart des importations américaines de produits chinois, ce qui nous semble probable, les consommateurs américains en subiront les conséquences *via* des hausses de prix à la fois sur les produits importés et sur leurs substituts produits localement. Cette baisse du pouvoir d'achat entraînera un ralentissement de la consommation réelle des ménages. L'impact du relèvement des droits de douane pourrait pratiquement effacer tout l'effet positif des baisses d'impôt, dont les ménages à revenu moyen ont précédemment bénéficié.

Les droits de douane et les tensions commerciales accroissent fortement les incertitudes pour de nombreuses grandes entreprises, qui vont être amenées à ré-optimiser leurs chaînes d'approvisionnement : un processus long et onéreux. Les dépenses d'investissement seront probablement freinées pendant cette période de transition.

La contraction des bénéfices devrait par ailleurs avoir un impact négatif sur les dépenses d'investissement des entreprises. En effet, la structure de coût des entreprises augmente tant pour la main-

USA : l'investissement devrait ralentir s/s l'effet des incertitudes sur la politique commerciale



Sources : NFIB, BEA, Haver

USA : probabilité de récession d'après la courbe des Treasuries

Source : New York Fed

d'œuvre (en raison de la hausse des salaires) que pour les intrants hors énergie et main-d'œuvre (en raison de la hausse des tarifs douaniers). La capacité des entreprises à fixer leurs prix de vente étant limitée, les marges bénéficiaires seront comprimées, suscitant un recul des dépenses d'équipement. Enfin, la faiblesse des cours du pétrole suggère une baisse des investissements dans le secteur de la prospection pétrolière et gazière aux États-Unis.

L'impact sur les exportations nettes dépendra de l'ampleur du ralentissement mondial et de la valeur effective du dollar en termes pondérés des échanges commerciaux. L'impact direct sera relativement modeste, limité à une contribution négative de deux dixièmes de point à la croissance réelle l'an prochain.

L'éventualité d'une nouvelle relance budgétaire destinée à compenser le choc sur l'offre provoqué par les problèmes commerciaux semble faible. Certains politiciens ont évoqué des initiatives d'envergure sur les infrastructures. Pour le président Trump, la seule dépense d'infrastructure envisageable est le financement d'un mur le long de la frontière entre les États-Unis et le Mexique. Les démocrates y sont farouchement opposés. Les républicains du Congrès ne sont guère favorables à l'idée d'une enveloppe de 2 000 milliards de dollars destinée à financer les infrastructures : de telles dépenses aggraveraient un déficit budgétaire déjà important et croissant ou demanderaient des hausses de taxes (une taxe fédérale plus élevée sur l'essence, par exemple) politiquement inacceptables et extrêmement impopulaires à l'approche des élections générales de novembre 2020.

Le FOMC devrait réduire le taux des *Fed funds* de 50 points de base au cours du second semestre 2019. **Ces baisses de taux préemptives seront toutefois probablement insuffisantes pour empêcher l'économie américaine de connaître une légère récession en 2020** : en effet, pour des raisons structurelles, les secteurs de la demande traditionnellement sensibles au niveau des taux d'intérêt (le logement et l'automobile) réagiront moins fortement aux baisses de taux qu'à l'accoutumée. Deux baisses de taux supplémentaires devraient intervenir au cours du premier semestre 2020, lorsqu'interviendra la **remontée du taux de chômage**.

La combinaison d'un choc négatif sur l'offre lié au commerce et de la contraction des marges bénéficiaires des entreprises provoquera probablement un recul des valorisations boursières, donc des effets de richesse légèrement négatifs *(voir focus)*. Enfin, bien que la pertinence du signal de récession que constitue l'inversion de la courbe des *Treasuries* ait pu être relativisée par l'existence de la politique d'assouplissement quantitatif (laquelle a eu pour effet de faire baisser les taux longs), ce signal ne peut être totalement ignoré.

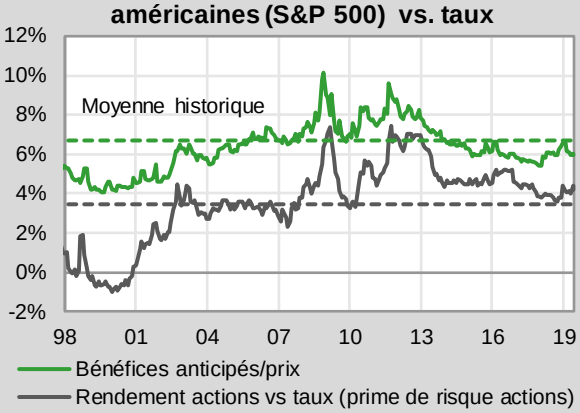
Focus – Notre scénario est négatif, mais pas catastrophique pour les actions

Notre scénario macro-économique central – escalade des tensions sur plusieurs fronts entre les États-Unis et la Chine, récession modérée aux États-Unis en 2020... – n'est clairement pas favorable pour les marchés boursiers. Il est, de fait, plus pessimiste que le consensus, alors même que les anticipations sont revues à la baisse depuis un an. Une baisse probablement progressive des indices boursiers dans les trimestres à venir, et non une véritable correction des marchés, est à attendre. Les grandes Banques centrales devraient en effet réagir, rapidement et avec force, à toute dégradation significative de la situation sur les marchés financiers et entreprendre de nouveaux assouplissements monétaires.

Alors que les bénéfices des entreprises devraient au mieux stagner à l'échelle mondiale, aux États-Unis, notre scénario table sur une baisse : un scénario bien différent du consensus, lequel continue de tabler sur une croissance des bénéfices de 10% en 2020. La récession aux États-Unis et l'affaiblissement de la croissance mondiale pèseront sur la croissance du chiffre d'affaires des entreprises. Les entreprises souffriront, en outre, d'une compression de leurs marges bénéficiaires, actuellement à un niveau historiquement élevé aux États-Unis : les salaires accélèrent (progressivement), la hausse des tarifs douaniers augmente les coûts des intrants et les incertitudes politiques pourraient obliger les entreprises à se lancer dans de coûteux plans d'ajustement de leurs chaînes d'approvisionnement.

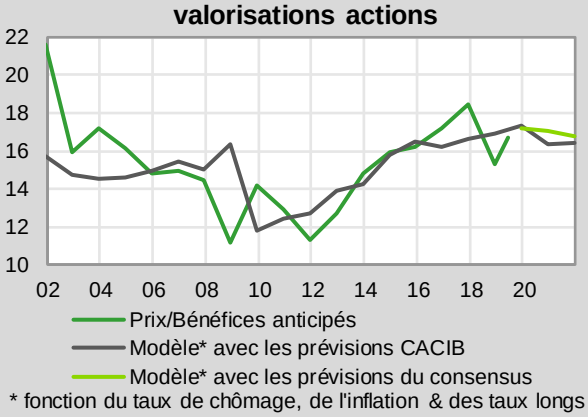
En termes de valorisation, les marchés boursiers sont chers par rapport à leur historique en raison, principalement, de la faiblesse des taux sans risque. Les ratios cours sur bénéfice (PER) des indices boursiers sont supérieurs à leur moyenne de long terme, de 10 à 15% aux États-Unis et de 5 à 10% dans la zone euro. Mais, aux États-Unis, la prime de risque que les investisseurs demandent pour détenir des actions, plutôt que des obligations sans risque, est supérieure de plus de 75 points de base à sa moyenne de long terme.

Rendement implicite des actions américaines (S&P 500) vs. taux



Sources : Datastream, Crédit Agricole CIB

Baisse limitée des valorisations actions

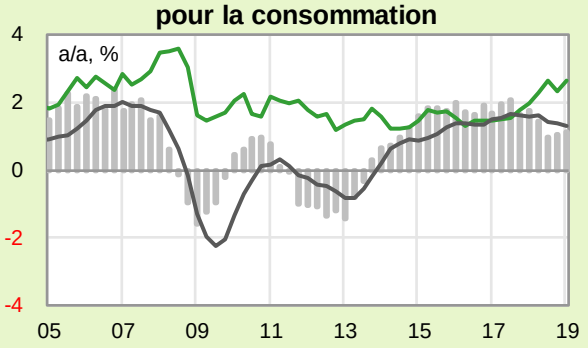


* fonction du taux de chômage, de l'inflation & des taux longs

Sources : Datastream, Crédit Agricole CIB

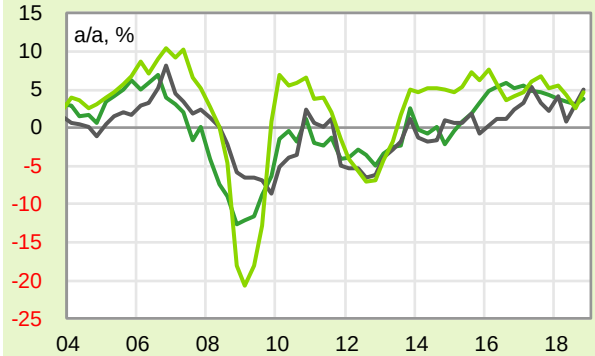
L'assouplissement monétaire que nous anticipons (la Fed abaisse ses taux directeurs de 100 points de base au cours de l'année à venir et les autres grandes Banques centrales conservent des politiques au moins aussi accommodantes qu'aujourd'hui) soutiendra la valorisation des actions. Face à des risques économiques et des incertitudes politiques plus élevés, les investisseurs exigeront une prime de risque sur actions supérieure : l'augmentation de cette prime devrait rester limitée, pour deux raisons. D'une part, notre scénario table sur une récession légère aux États-Unis et non sur une récession mondiale (notre scénario s'apparente davantage à la période 2015-2016 qu'à 2008). D'autre part, les Banques centrales devraient réagir promptement et vigoureusement à toute baisse significative des prix des actifs risqués. Les pressions inflationnistes sont, en effet, faibles et les Banques centrales ne disposent que d'une marge de manœuvre limitée pour réduire leurs taux directeurs ; elles devraient ainsi s'efforcer de prévenir les risques économiques résultant d'un resserrement des conditions financières. Prévenir pour éviter d'avoir à guérir.

UEM : fondamentaux solides pour la consommation



Sources : Datastream, Crédit Agricole S.A.

UEM : investissement



Sources : Datastream, CA S.A.

Zone euro : un risque bel et bien matérialisé dans une fin de cycle « anormale »

La croissance du PIB au premier trimestre 2019 se sera finalement révélée plus dynamique qu'anticipé (0,4%, contre 0,3% sur le trimestre) **et en accélération par rapport au dernier trimestre 2018** (0,2%). Cette croissance s'appuie sur des fondamentaux internes encore positifs : renforcement de la consommation privée et investissement toujours dynamique. Quant à la contribution du commerce extérieur, elle a été légèrement positive, mais à partir de flux d'exportation et d'importation également faibles.

On pourrait dès lors espérer, après un ajustement à la baisse « exagéré » à l'issue du cycle exceptionnel de 2017, un retour à la normalité. Mais plus personne n'y croit. On pourrait également se rassurer en supposant que les facteurs temporaires qui ont affecté certains secteurs manufacturiers (automobile, chimie, pharmacie) se sont enfin estompés. La croissance retrouverait un rythme plus sage, mais aurait encore des beaux jours devant elle. Cette vision pourrait également s'appuyer sur les données de la production industrielle qui, comme les comptes nationaux, ont enregistré un rebond au premier trimestre 2019. Mais quelques éléments, dont la déconnexion entre ces données « dures » et les signaux en provenance des enquêtes, ne nous permettent pas de conforter ce scénario positif.

Tout d'abord, un fait : **la croissance est restée faible en juin dans le secteur privé de la zone euro et, si l'activité se redresse dans le secteur des services, une nouvelle baisse de la production dans le secteur manufacturier est cours**. Ensuite, des « indices ». L'optimisme des entreprises quant à leurs perspectives d'activité à douze mois a continué de reculer. Des signaux négatifs parviennent des anticipations de marché, surtout celles concernant l'inflation.

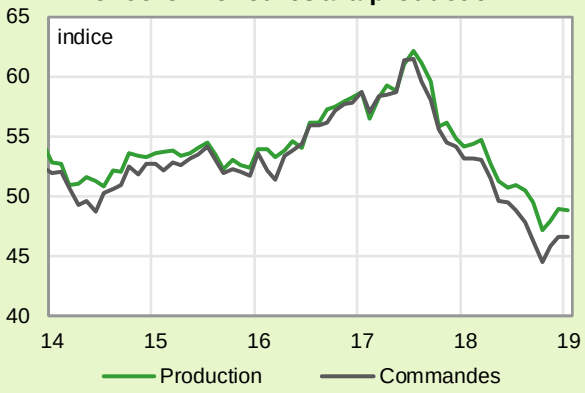
Les enquêtes semblent donc capturer un choc plus durable que la simple prise en compte de l'impact direct de la confrontation commerciale entre les États-Unis et la Chine. Les acteurs économiques intègrent progressivement une rupture plus structurelle : dislocation de l'ordre multilatéral et attaques contre les institutions en charge d'organiser les relations internationales avec, comme corollaire potentiel, l'instabilité des devises et la nécessaire réorganisation des chaînes de valeur. Cela génère beaucoup d'incertitude : cette incertitude est un risque en tant que tel. Le risque s'est déjà matérialisé en laissant une empreinte durable sur la confiance.

Dans cette fin de cycle anormale, il s'agit donc de réconcilier ce changement de paradigme et d'anticipations avec les fondamentaux encore solides de la demande intérieure de la zone euro. En effet, la consommation privée est soutenue par des créations d'emploi dynamiques (1,3% sur un an au premier trimestre 2019) et des salaires en nette accélération (+2,7% sur un an au premier trimestre 2019). La faiblesse de l'inflation contribue à accroître davantage les gains de pouvoir d'achat, soutenus dans certains pays par des mesures fiscales et de hausse du salaire minimum. Seule la remontée du taux d'épargne (de précaution ou en vue d'une reconstitution des encaisses réelles ou encore afin d'alimenter un objectif patrimonial lié à l'immobilier résidentiel) a empêché une plus forte croissance des dépenses des ménages.

Quant à l'investissement, il est resté très dynamique tant dans la composante productive que dans celle de la construction résidentielle. Pour la première composante, la disponibilité

progressive de véhicules ayant passé les tests WLTP[1] viendra au cours des prochains mois alimenter l'accumulation en biens de transport. Quant à la seconde composante, la reprise graduelle du cycle résidentiel et du bâtiment dans les pays de la périphérie vient s'ajouter au cycle déjà dynamique des pays du centre.

UEM - PMI : commandes industrielles encore inférieures à la production

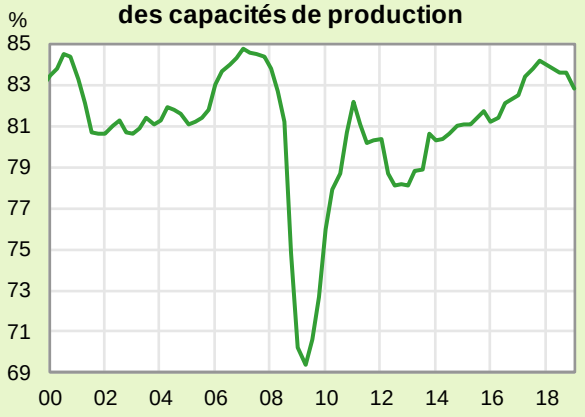


Sources : Markit, Crédit Agricole S.A.

Le ralentissement du commerce mondial est déjà acquis et intégré dans les anticipations des entreprises : il n'a, pour l'instant, pas d'effet visible sur le comportement d'accumulation. Du fait de l'inertie des capacités de production, c'est d'abord le taux d'utilisation des capacités qui devrait varier de façon quasi instantanée avec la demande. Or, tout en restant au niveau élevé de la mi-2017, celui-ci a effectivement baissé. Compte tenu, d'une part, du démarrage très tardif du processus d'accumulation durant ce cycle et, d'autre part, de l'absence de ralentissement de la demande intérieure depuis un an, le taux d'utilisation des capacités devra se replier davantage avant que l'investissement ne fasse les frais d'un ajustement pénible.

Notre scénario intègre une adaptation progressive des comportements de dépense au ralentissement anticipé de l'économie américaine, elle-même impactée par la remontée des coûts des productions intermédiaires liés au relèvement des tarifs. **La zone euro reste moins vulnérable à une telle remontée des coûts** (sauf dans l'hypothèse, non retenue dans notre scénario central, d'une hausse de tarifs sur le secteur automobile européen et de rétorsions européennes sur les produits américains). Elle est aussi moins vulnérable à une remontée des coûts salariaux qui restent plus poussifs qu'outre-Atlantique. En conséquence, la dégradation des perspectives des profits dans la zone euro est moindre. Cela justifie une moindre dégradation de l'investissement dont la composante productive est néanmoins révisée à la baisse.

UEM : taux d'utilisation des capacités de production



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

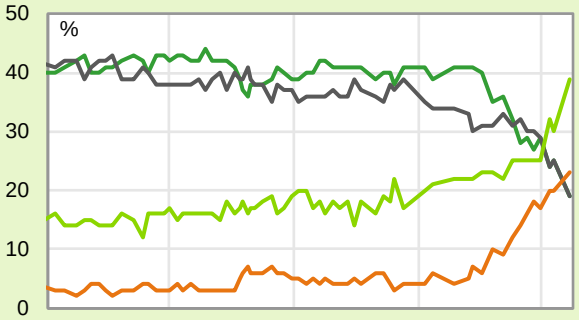
Notre scénario exclut un ajustement brutal de la demande (investissement et consommation) dû à un repli plus marqué des anticipations de profit. L'action immédiate des Banques centrales vise à prévenir cet ajustement brutal en assouplissant les conditions monétaires et financières. Celles-ci se doivent d'être plus en adéquation avec des profits révisés à la baisse (notamment aux États-Unis) et permettre d'éviter ainsi un choc financier. Grâce à cette action « préventive » qui devrait permettre de limiter la dégradation des conditions de financement des grandes entreprises, de leur situation patrimoniale (entraînant des révisions à la baisse de la valeur des fonds propres et de leurs actifs) et des conditions de crédit dans leur ensemble, on peut inscrire un ajustement graduel de l'investissement vers son nouvel équilibre de long terme. L'absence d'effets de richesse négatifs, engendrés par la baisse des valorisations boursières, devrait également permettre d'éviter une baisse violente de la consommation des ménages.

En conclusion, **nous dessinons un scénario d'une croissance (1,2% en 2019 et 1,2% en 2020) inférieure à son rythme potentiel, un scénario dans lequel la contrainte financière est levée de façon durable par l'action des Banques centrales**. La BCE n'attend plus la matérialisation d'un risque pour agir. Elle estime que le risque s'incarne déjà en prenant la forme d'une incertitude prolongée et, qu'en l'absence d'une amélioration, une dose additionnelle d'accommodation monétaire sera nécessaire. Un soutien budgétaire supplémentaire est aussi fourni

[1] La procédure d'essai mondiale harmonisée pour les voitures particulières et véhicules utilitaires légers (*Worldwide harmonized Light vehicles Test Procedures*) est une norme d'essais d'homologation des véhicules qui permet de mesurer la consommation de carburant, l'autonomie électrique et les rejets de CO_2 et de polluants.

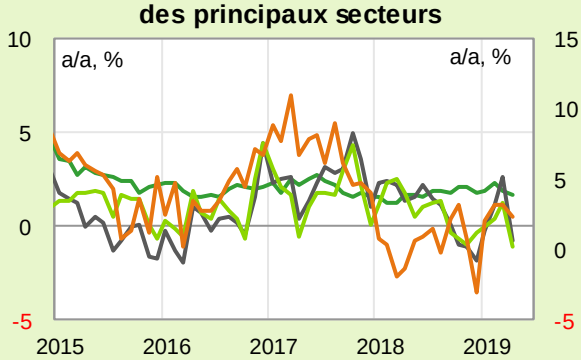
par certaines autorités budgétaires nationales, mais de façon non concertée et non coordonnée. Le profil de croissance de la zone est le résultat de dynamiques de plus en plus divergentes : la discrimination s'opère selon les degrés d'exposition aux tensions commerciales, les marges de manœuvre budgétaires et le niveau du risque politique national.

Royaume-Uni : intentions de vote



Sources : YouGov, Crédit Agricole S.A.

Royaume-Uni : croissance des principaux secteurs



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Royaume-Uni : climat politique instable dans un environnement global plus incertain

Brexit : hausse de la probabilité de « *no-deal* » le 31 octobre

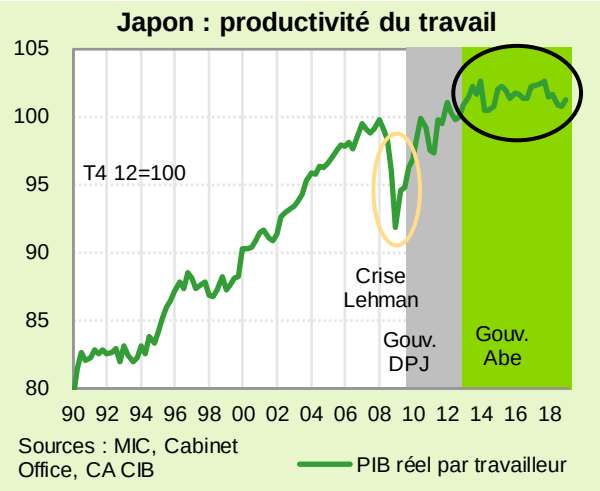
L'incapacité de Theresa May à faire ratifier son accord de retrait par le Parlement a polarisé l'électorat britannique obligeant les conservateurs et les travaillistes à prendre un positionnement radical sur le *Brexit* : sortir de l'Union européenne (UE) au plus tard le 31 octobre avec ou sans accord pour les premiers, plaider pour un *soft Brexit* pour les seconds. L'UE a continué d'exclure toute renégociation de l'accord de retrait, ce qui augmente mécaniquement la probabilité que le prochain Premier ministre conservateur (Boris Johnson ou Jeremy Hunt) poursuive une stratégie de *no-deal* ou celle d'une sortie accidentelle de l'UE le 31 octobre 2019. Cependant, le Parlement britannique est largement opposé à une sortie sans accord et le gouvernement y dispose d'une majorité extrêmement courte, ce qui le rend très vulnérable à un vote de confiance. La probabilité d'élections anticipées à la suite d'une motion de censure nous semble donc très élevée. Si la probabilité d'une sortie sans accord le 31 octobre 2019 a augmenté, nous continuons de penser que le Parlement fera tout pour l'éviter. Notre scénario central retient donc de nouvelles élections (éventuellement en novembre ou en décembre) et un nouveau report du *Brexit*, en émettant l'hypothèse d'une nouvelle extension au titre de l'article 50 concédée par l'UE. Prédire le résultat de ces élections est évidemment difficile à ce stade, mais les sondages suggèrent qu'une coalition de gauche a plus de chances d'obtenir la majorité au Parlement qu'un nouveau gouvernement conservateur.

Une volatilité accrue de la croissance à court terme et une contraction du PIB probable au deuxième trimestre

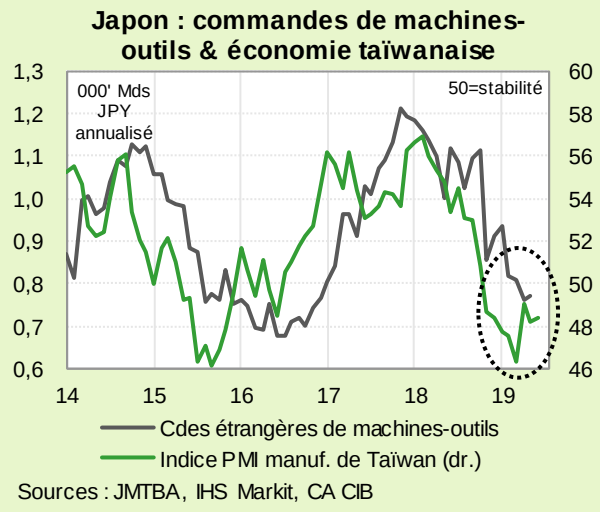
La peur du *no-deal* au 29 mars 2019 a temporairement soutenu la croissance manufacturière au premier trimestre (2,1% en variation trimestrielle), les entreprises procédant à une constitution de stocks records. Ce comportement s'est inversé au début du deuxième trimestre, provoquant une chute de la production manufacturière de près de 4% au mois d'avril. L'indice PMI manufacturier du mois de mai est tombé dans la zone de contraction pour la première fois depuis juillet 2016. Le secteur des services, plus dépendant de la demande domestique, a continué de croître de manière modérée, mais régulière, au premier trimestre (0,4%). Les données mensuelles à fin avril indiquent cependant une activité au point mort depuis trois mois. La croissance du PIB devrait être nulle au deuxième trimestre. La croissance annuelle atteindrait 1,4% en 2019 (comme en 2018) ; avec un acquis de -0,2% au mois d'avril, les risques autour de notre prévision sont cependant orientés à la baisse.

Une croissance plus déséquilbrée et plus fragile

L'incertitude liée au *Brexit* continuera de peser sur l'investissement privé qui devrait poursuivre sa contraction dans les prochains trimestres. Les échanges extérieurs pourraient encore bénéficier de la faiblesse de la livre, mais nous anticipons une contribution négative à la croissance à moyen terme, intégrant le ralentissement prévu de la



croissance en zone euro et aux États-Unis et l'anticipation d'une croissance modérée de la demande intérieure britannique. La consommation des ménages reste le pillier de la croissance, en dépit des incertitudes liées au *Brexit*, grâce à des fondamentaux toujours favorables, notamment un marché du travail au plein emploi (taux de chômage à 3,8%) et une croissance des salaires (3,4% dans le secteur privé) proche de ses plus hauts cycliques. Le pouvoir d'achat (revenu disponible brut diminué du déflateur des dépenses de consommation) a enregistré une hausse de 2,1% en 2018 après deux années de quasi-stagnation. Il devrait continuer à accélérer dans les prochains mois sur fond de recul de l'inflation. Néanmoins, la situation financière des ménages reste fragile, comme l'indiquent leur taux d'épargne bas (4,8% au quatrième trimestre 2018) et leur taux d'endettement qui, à 148% du revenu disponible, est parmi les plus élevés au sein des pays avancés. La consommation publique devrait par ailleurs continuer de soutenir la croissance, le gouvernement ayant assoupli sa politique budgétaire. Enfin, l'économie devrait continuer de profiter de conditions financières favorables, avec un resserrement monétaire marquant une pause cette année et probablement l'année prochaine.



Japon : l'économie dépassera son point bas vers la fin de l'année

À 2,2% en rythme annualisé, **la croissance réelle du Japon a surpris agréablement au premier trimestre**. Cette vigueur s'explique toutefois principalement par une forte baisse des importations, ce qui suggère naturellement un ralentissement : la croissance du PIB en volume serait proche de 0,4% seulement en rythme annualisé au deuxième trimestre, les exportations nettes constituant le principal frein.

Au cours des prochains mois, il faudra être attentif à la volatilité de l'économie liée à la hausse de la TVA prévue en octobre. Une forte volatilité avait été observée lors des deux dernières hausses de la TVA, en 1997 et 2014. Les dépenses de consommation avaient fortement augmenté avant l'introduction de la hausse, puis diminué, en raison de la baisse du pouvoir d'achat des ménages due à l'accélération de l'inflation des prix à la consommation. Cette fois-ci, cependant, le gouvernement prévoit de mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste et d'introduire la gratuité de l'éducation des jeunes enfants ce qui compensera, au moins partiellement, l'impact négatif de la hausse de la TVA.

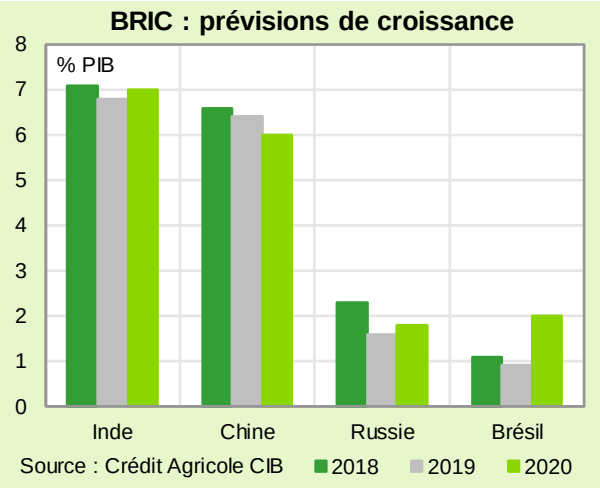
Plus fondamentalement, il faudra surveiller l'évolution des salaires et guetter le moment où les commandes de machines-outils (un indicateur avancé de l'investissement privé) redémarreront.

Sur le premier point, **la progression du salaire nominal par tête, de l'ordre de 1% par an, est très faible au regard de ses niveaux historiques**. Cette absence d'accélération de la croissance des salaires résulte de la faiblesse de la productivité du travail. Le Japon doit faire évoluer son monde du travail et accroître la mobilité de la main-d'œuvre.

Sur le second point, pour détecter le moment où les commandes de machines-outils redémarreront, nous pouvons nous concentrer sur l'indice PMI manufacturier de Taïwan, qui est un indicateur avancé avec un décalage d'environ six mois. Cet indice a passé son dernier point bas en février dernier. Toutefois, compte tenu des décalages observés habituellement, **les dépenses d'investissement du Japon dépasseront leur point bas vers la fin de l'année**.

Pays émergents – Une bonne capacité de résistance pour affronter la détérioration globale

La sphère émergente fait face à des difficultés croissantes (l'escalade de la guerre économique et le ralentissement de l'économie américaine), mais elle dispose d'amortisseurs domestiques et externes. La performance économique des marchés émergents ne devrait en définitive pas être trop mauvaise dans les trimestres à venir.



Un problème qui s'aggrave : le commerce, le protectionnisme et autres tensions géopolitiques

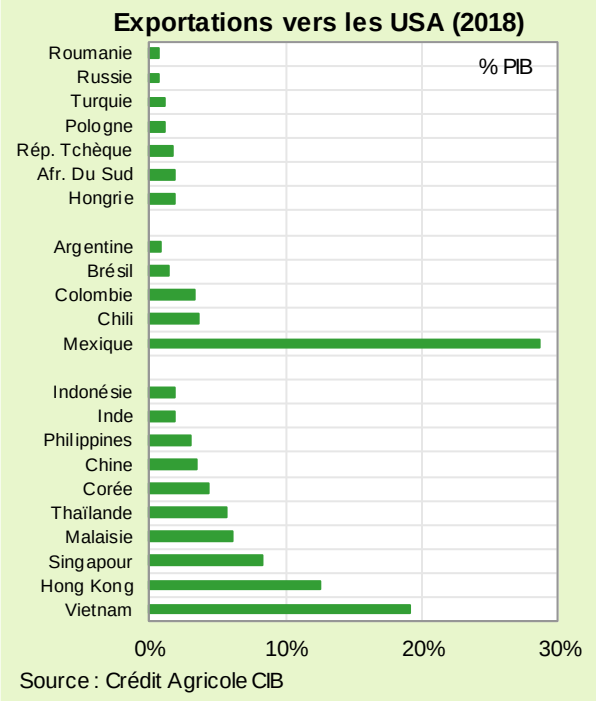
Il y a quelques mois, les marchés envisageaient la possibilité d'un accord sino-américain mettant fin aux tensions bilatérales. Le ton des discussions s'est détérioré depuis lors et les relations sino-américaines ont vocation à être durablement tendues, émaillées de nouveaux pics de tension sur la question du commerce bilatéral et des tarifs douaniers. Des périodes de répit sont également envisageables selon l'agenda international et l'humeur de M. Trump. Le différend ne porte toutefois pas seulement sur le commerce, mais aussi sur des questions plus délicates telles que la propriété intellectuelle et la stratégie de développement de la Chine, notamment sa modernisation technologique. Le différend touche ainsi le cœur du système économique chinois, dans lequel les relations entre le parti communiste et les entreprises publiques jouent un rôle-clé. Il est donc très difficile pour la Chine de céder.

Du côté américain, il nous semble qu'au-delà de Donald Trump lui-même, un consensus bipartisan s'est forgé pour engager un bras de fer avec la Chine visant à ralentir son ascension comme géant économique et comme leader géopolitique mondial susceptible de concurrencer les États-Unis. Dans un tel contexte, le monde géopolitique devrait rester assombri par les tensions commerciales, économiques et géopolitiques entre la Chine et les États-Unis. Les événements récents ont en outre montré que ces tensions pouvaient toucher les entreprises. En résumé, la sphère émergente est confrontée à des défis croissants qui pourraient peser sur les perspectives commerciales, mais également sur le climat des affaires et la confiance des investisseurs.

Un soulagement de taille : les Banques centrales mondiales deviennent de plus en plus accommodantes

Point positif pour les perspectives de la sphère émergente : les principales Banques centrales adoptent un ton de plus en plus accommodant. Les anticipations sur les taux américains ont très fortement évolué au cours des derniers mois. Le marché s'attend actuellement à une politique clairement accommodante, avec une baisse des taux dans les trois mois qui viennent, puis au moins deux baisses des taux au cours des six mois suivants. La BCE a suivi la Fed et également adopté une position beaucoup plus accommodante : Mario Draghi a ouvert la porte en grand à un QE2 et à de possibles baisses de taux ou d'autres mesures d'assouplissement. En Chine, les financements ont augmenté assez fortement depuis le début de l'année et la Banque centrale (PBOC) va probablement mettre en œuvre de nouvelles mesures d'assouplissement.

Dans l'ensemble, les Banques centrales (celles qui ont un impact mondial) sont devenues de plus en plus accommodantes et l'amélioration attendue des conditions de liquidité mondiales devrait aider les marchés émergents à surmonter les effets négatifs liés à l'incertitude accrue sur la dynamique économique et sur la confiance.



Source : Crédit Agricole CIB

Source : Crédit Agricole CIB

Des perspectives mitigées pour les exportations et les investissements émergents

L'accommodation monétaire est d'autant plus appréciable que les exportations émergentes ont été plus faibles qu'attendu ces derniers mois. Mesurées en dollars, celles-ci ont continué de se contracter par rapport à l'année précédente : une contraction que justifient l'affaiblissement de la demande en provenance des marchés développés mais aussi, probablement, la montée des incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial.

Notre scénario table sur une légère récession aux États-Unis l'an prochain : la décélération américaine handicapera le redémarrage des exportations émergentes. L'investissement devrait également être impacté négativement par ces perspectives commerciales peu réjouissantes, en particulier dans les pays émergents les plus fortement tournés vers l'exportation.

Une bonne capacité de résistance

La bonne nouvelle ? De nombreux pays émergents disposent de marges de manœuvre suffisantes pour abaisser leurs taux ou au moins les laisser inchangés pour l'instant. De plus, les pays les plus importants étant également les moins ouverts au commerce, ils sont en meilleure position pour faire face aux perspectives moroses du commerce extérieur.

Par ailleurs, outre un ralentissement limité de la croissance en Chine, les décideurs politiques chinois prenant des mesures de relance, afin d'assurer un niveau minimum de croissance et de créations d'emplois, notre scénario table sur une stabilisation de la croissance en Europe l'année prochaine. Or, l'Union européenne est beaucoup plus importante que les États-Unis en tant que récipiendaire des exportations émergentes : en 2018, 22% des exportations émergentes se sont dirigées vers l'UE, contre 15% pour les États-Unis. Au total, les exportations vers les États-Unis ne représentent que 4% du PIB cumulé du monde émergent (le pourcentage est à peu près le même pour la Chine et pour les émergents hors Chine).

Certains seront plus égaux que d'autres

La sensibilité des marchés émergents au ralentissement américain et aux tensions prolongées entre les États-Unis et la Chine dépendra de quelques critères clés : degré d'ouverture au commerce et intégration commerciale avec les États-Unis. De plus, les pays qui exportent des biens de consommation pourraient être plus touchés que les pays qui exportent des matières premières. En effet, les mesures de relance chinoises devraient profiter davantage à l'investissement (notamment en infrastructures) qu'à la consommation privée et, ainsi, aux pays exportateurs de produits énergétiques et de matières premières vers la Chine. Les pays les plus impliqués dans le secteur de la technologie pourraient également souffrir davantage, si les tensions entre les États-Unis et la Chine continuaient de s'intensifier autour des entreprises technologiques.

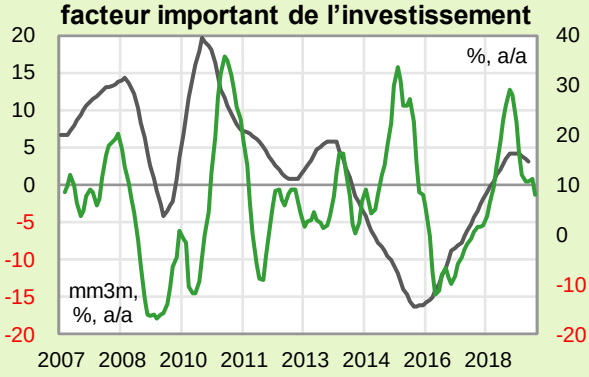
Reste à trancher la délicate question de la vulnérabilité financière extérieure. Si l'aversion au risque devait augmenter en raison de la guerre économique entre les États-Unis et la Chine (ou en raison d'autres facteurs géopolitiques), des pays tels que la Turquie ou l'Argentine pourraient voir leur devise mise sous pression et éventuellement connaître une hausse de leurs taux d'intérêt. Toutefois, la baisse des taux américains résultant de l'assouplissement monétaire aux États-Unis devrait également améliorer la capacité de résistance pour les pays présentant d'importants besoins de financement extérieur.

Nous anticipons donc toujours une décélération, et non un effondrement, de la croissance de la sphère émergente autour de 4% en 2019 (après 4,4% en 2018).

Brésil : il est temps de montrer des résultats

Les six premiers mois de l'administration Bolsonaro ont été marqués par d'importants remous politiques et un sentiment de marché très fluctuant. Si le président et son parti ont initialement montré une certaine incapacité à travailler avec le Congrès, des améliorations significatives ont été observées récemment. Au-delà des difficultés politiques, une équipe économique de haut niveau a été mise en place ; elle a maintenu le cap de son programme libéral. Le ministre des Finances, Paulo Guedes, a été le principal promoteur et défenseur de l'importante refonte du système de retraite. La prise de conscience de la nécessité de changements importants dans le système actuel progresse lentement, à la fois au Congrès et au sein de la population. Les sondages indiquent même qu'une majorité de la population et plus de 70% du Congrès sont désormais favorables à la réforme. Depuis le mois d'avril, le gouvernement s'est rapproché du Congrès, afin de trouver un terrain d'entente sur les différents aspects du projet de loi sur les retraites. Une meilleure articulation entre le gouvernement et les partis de la coalition a permis d'éviter que le projet de loi ne soit trop vidé de sa substance par les demandes de l'opposition. La proposition initiale visait à économiser 1 100 milliards de réais en dix ans. Paulo Guedes et son équipe ont travaillé d'arrache-pied pour concevoir un projet solide et difficile à édulcorer. À l'approche du premier vote à la Chambre basse, nous estimons que la réforme permettra d'économiser 900 milliards de réais, près du double de ce qu'aurait permis la réforme qui avait été sur le point d'être adoptée sous le gouvernement précédent. Alors que le Congrès va suspendre ses travaux pendant deux semaines au cours du mois de juillet, les marchés se demandent si le projet de loi ne pourrait pas être adopté par la Chambre basse avant la pause parlementaire. Difficile de statuer : cela témoigne de l'impatience des intervenants de marché qui apprécient le dynamisme avec lequel le projet de loi progresse au Parlement.

Brésil : le prix des matières premières, facteur important de l'investissement

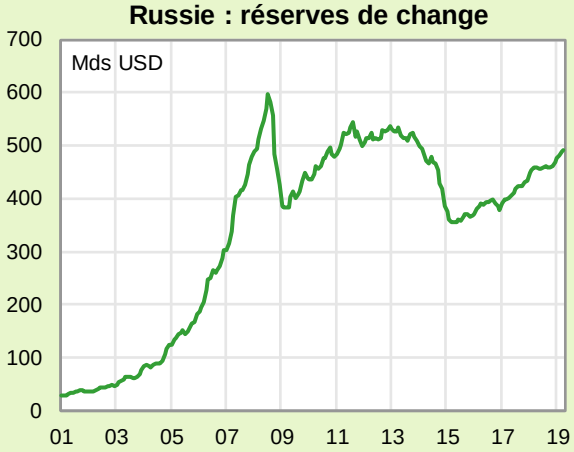


Sources : IBGE, BCB, CA-CIB

En dehors de Brasilia, **la situation reste préoccupante. L'économie a perdu son élan au cours du premier trimestre 2019 et les dernières données sur le deuxième trimestre ne montrent aucun signe de rebond**. Nous avons révisé notre projection de croissance à 0,9% pour 2019, un niveau encore plus faible qu'en 2018 (1,1%) et la troisième année décevante consécutive. Sur le terrain, le sentiment général est celui d'un Brésil qui n'est jamais réellement sorti de la récession de 2015-2017. Les investisseurs espéraient que le programme libéral du nouveau gouvernement allait très rapidement impacter favorablement la confiance et les anticipations, composantes indispensables à un rebond de la demande, et à un redémarrage de l'investissement. L'adoption de la réforme des retraites approchant, la BCB devrait être plus à l'aise pour baisser les taux directeurs. La baisse des taux d'intérêt et une conduite mieux assurée du programme de réformes pourraient favoriser la reprise.

Néanmoins, **on ne peut ignorer les facteurs négatifs, principalement l'escalade dans les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et l'impact sur la croissance mondiale des incertitudes qui pèsent sur le commerce**. Le Brésil reste sensible au prix des matières premières et au commerce mondial. L'adoption de positions plus accommodantes par les Banques centrales dans le monde devrait contribuer à atténuer ces effets, mais le contexte reste difficile. Le programme libéral devrait se poursuivre au-delà de la réforme des retraites, avec une réforme fiscale, des privatisations et une plus grande ouverture de l'économie, autant d'avancées qui contribueraient à créer un environnement économique plus favorable.

Russie : réserves de change



Source : Crédit Agricole CIB

Russie : un endroit sûr ?

Dans un contexte mondial marqué par les incertitudes croissantes, la Russie semble être un pays plus stable. La croissance économique a certes ralenti en début d'année, mais devrait reprendre un peu de vigueur au cours des prochains trimestres. Le gouvernement a l'intention de déployer progressivement des dépenses d'investissement profitables tant en termes de croissance à court terme que de croissance potentielle. Sur le plan politique, la question de la succession de Vladimir Poutine devra être abordée : cela n'a rien d'urgent, puisque son mandat ne prendra fin qu'en 2024.

Sur le plan monétaire, l'inflation continue de ralentir ; ce ralentissement devrait se poursuivre. Par conséquent, la Banque centrale (BCR) continuera probablement de baisser ses taux directeurs, à un rythme qui dépendra de la politique budgétaire. À cet égard, le gouvernement a l'intention d'utiliser une partie des fonds souverains pour soutenir l'investissement public. Les décideurs ne devraient cependant pas s'éloigner fortement des orientations budgétaires orthodoxes qu'ils ont suivies au cours des dernières années. Dans un tel contexte, notre scénario retient une **croissance économique faible, mais assez stable**, des excédents jumeaux, une relative stabilité de la devise, ainsi qu'un taux de portage encore attractif.

Ce scénario comporte deux risques principaux. Premièrement, **de possibles nouvelles sanctions américaines auraient un impact négatif sur les marchés de change et de taux**. Toutefois, un tel choc pourrait n'être que temporaire : les autorités russes et les investisseurs ont eu le temps de se préparer à ce risque et, le cas échéant, les excédents budgétaires et courants serviraient d'amortisseur.

Les cours du pétrole constituent un risque plus critique. Un ralentissement mondial plus prononcé que prévu est susceptible de provoquer une forte baisse des cours, puis une dégradation significative de la croissance économique, des soldes extérieur et budgétaire.

Inde : vers une reprise graduelle

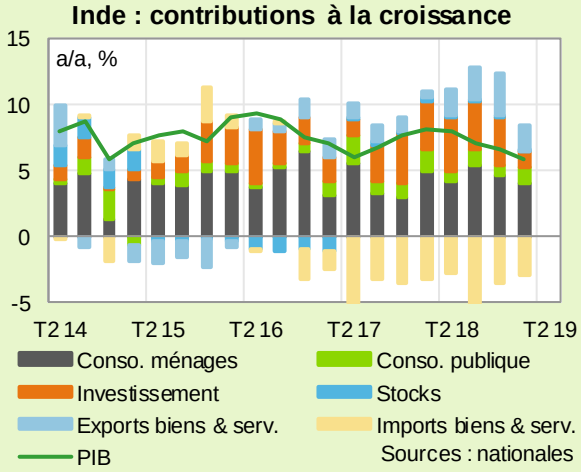
La croissance s'est établie à 5,8% en variation sur un an au premier trimestre, et dernier de l'année fiscale 2018-2019. C'est à rapprocher des 6,6% enregistrés au trimestre précédent et des 8,1% des trois premiers mois de 2018. Derrière cette contreperformance, il y a les **moindres contributions** (à la croissance) **de la consommation des ménages, de la demande externe et, surtout, de l'investissement**. La contribution de la consommation publique a, en revanche, doublé. Sur l'ensemble de l'année fiscale 2018-2019, la croissance du PIB a ainsi marqué le pas à 6,8%. Elle s'était inscrite à 7,1% l'année fiscale précédente.

Ce ralentissement au premier trimestre 2019 était attendu, et pour plusieurs raisons – effet de base défavorable, contexte électoral et toutes les incertitudes liées à même de peser en particulier sur l'investissement des entreprises, problèmes de liquidité rencontrés par les institutions financières non bancaires –, mais pas de façon aussi marquée. Le consensus tablait sur une croissance à 6,3%. Les retombées négatives de la période électorale ont probablement été quelque peu sous-estimées. Mais **ce sont les difficultés auxquelles sont confrontées les établissements financiers, non bancaires, mais aussi bancaires** (les banques, notamment publiques, étant toujours lestées par d'importantes créances douteuses), **qui semblent surtout avoir pesé sur l'activité**. Et c'est sans doute l'un des premiers chantiers auquel le nouveau gouvernement Modi devra s'atteler, s'il souhaite redynamiser l'économie indienne.

En attendant, dans ce contexte, **la Banque centrale a une nouvelle fois baissé son taux d'intérêt directeur début juin, pour la troisième fois depuis le début de l'année**, de 25 points de base, à 5,75% – et le cycle de détente n'est peut-être pas encore terminé. Les mesures fiscales annoncées par le gouvernement en février devraient aussi continuer de jouer favorablement, lorsque d'autres pourraient s'ajouter. Puis, les élections sont terminées et leur issue perçue comme plutôt heureuse par le milieu des affaires. À cet égard, soyons, toutefois, prudents en rappelant le bilan économique en demi-teinte du premier mandat de M. Modi, une Chambre haute toujours pas acquise à la cause du gouvernement et une nouvelle victoire pour l'homme fort de l'Inde qui s'est en partie construite sur des questions sécuritaires, identitaires, nationalistes hindous ou sur des promesses économiques qui seront difficiles à tenir ou à financer.

Ainsi, une embellie est tout de même envisageable à compter du second semestre 2019 ; d'autant que l'effet de base commencera alors à s'inverser, de défavorable à favorable. **La croissance est pour le moment attendue à 6,9% pour l'année fiscale 2019-2020.**

Inde : contributions à la croissance



Sources : nationales

Chine : le pied sur l'accélérateur

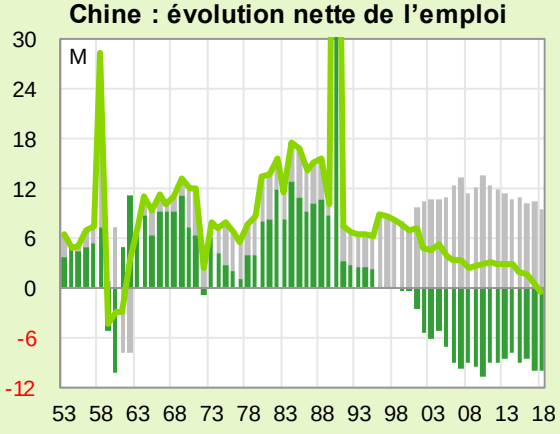
L'intensification des pressions sur la croissance va déclencher la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance. Malgré l'issue plus favorable qu'anticipé du sommet entre les présidents Trump et Xi à la réunion du G20 à Osaka, prélude à une nouvelle série de négociations au troisième trimestre, la guerre économique avec les États-Unis devrait s'intensifier au quatrième trimestre. Les conséquences négatives directes sur la croissance du PIB chinois (liées au commerce extérieur) se matérialiseront principalement en 2020. Les exportations pourraient en réalité s'améliorer fin 2019, les entreprises se précipitant pour expédier des biens vers les États-Unis avant l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane. Quant aux conséquences négatives indirectes (liées à une baisse de l'investissement et de la consommation), elles s'accentueront dès cette année. Le conflit économique avec les États-Unis pourrait avoir un impact négatif que nous estimons à 1,1 point sur la croissance chinoise en 2019 (dont 0,3 point d'effet direct en raison de la baisse de la balance commerciale et 0,8 point d'effet indirect), puis à 1,8 point en 2020 (dont 0,6 point d'effet direct et 1,2 point d'effet indirect).

La conséquence la plus préjudiciable de ce fléchissement sera l'affaiblissement du marché du travail. La Chine a déjà enregistré une perte de 540 000 emplois en 2018 (premier chiffre négatif depuis 1961), alors même que de l'impact de la guerre commerciale ne se faisait pas encore pleinement sentir. La situation a continué de se détériorer en 2019 : en mai, la moyenne mobile sur douze mois des créations brutes d'emplois en zone urbaine est tombée à son plus bas niveau depuis quinze mois. La situation devrait s'aggraver dans la mesure où un nombre croissant d'entreprises, étrangères et chinoises, délocalisent leur production en dehors de la Chine continentale pour échapper aux droits de douane américains. La pression sur l'emploi s'accompagne d'un ralentissement des revenus : la croissance des revenus réels disponibles a reculé au premier trimestre 2019 pour atteindre son deuxième niveau le plus faible historiquement. Or, la stabilité sociale repose notamment sur un marché du travail solide.

Pour atteindre son objectif de croissance et stabiliser le marché du travail, Pékin va donc agir sur plusieurs fronts pour compenser la perte de demande agrégée provoquée par le conflit économique avec Washington. Tout d'abord, les banques vont recevoir des instructions les incitant à augmenter l'offre de crédit et la phase de désendettement ne sera pas enclenchée avant que la croissance économique ne soit stabilisée. Par ailleurs, afin d'encourager la demande de prêts, les taux

d'intérêt seront abaissés. La Banque populaire de Chine pourrait s'engager dans un cycle de baisse des taux entre le troisième trimestre 2019 et le premier trimestre 2020, cycle qui devrait largement coïncider avec celui de la Fed en termes de calendrier et d'ampleur et qui devrait ramener le taux directeur à un an de 1,50% à 0,75% (baisse de 75 points de base) et le taux des prises en pension (*reverse repo*) à sept jours de 2,55% à 1,75% (baisse de 80 pdb). Le taux de prêt de la Banque centrale sera probablement supprimé lors d'une prochaine étape de la réforme du système des taux d'intérêt. L'augmentation du volume de crédit sera utilisée en grande partie pour financer des projets d'infrastructure, permettant aux mesures de relance de se transmettre rapidement à l'économie réelle.

Chine : évolution nette de l'emploi



Source : Crédit Agricole CIB

Les autorités devraient, en outre, laisser le yuan se déprécier parallèlement à la détérioration de la position extérieure de la Chine. Si, à très court terme, après la trêve conclue à Osaka, le yuan est susceptible de s'apprécier (à 6,75), la dégradation (très relative) des comptes extérieurs plaide en faveur d'une dépréciation. Les impacts directs et indirects de la guerre commerciale et les mesures de relance se traduiront, en effet, par un affaiblissement de la balance courante de 0,7% du PIB en 2019 (menant à un excédent courant de 0,6% du PIB) et de 1,2% du PIB en 2020 (menant à un déficit courant de 0,2% du PIB). La balance des paiements sera impactée négativement à hauteur de 1,6% du PIB cette année et de 2,4% du PIB l'année prochaine, conduisant à un déficit de 1,4% du PIB (environ 200 milliards de dollars) en 2019 et de 1,9% du PIB (environ 300 Mds USD) en 2020. Compte tenu des perspectives de gonflement à long terme des déficits, la Banque centrale ne sera plus en mesure de défendre le taux de change de 7,00 yuans pour un dollar américain. Ce niveau sera dépassé de manière progressive et contrôlée, avec une dépréciation du yuan à 7,05 fin 2019, puis 7,30 fin 2020. La perte de compétitivité des exportations provoquée par l'augmentation des droits de douane américains sera ainsi partiellement compensée.

Enfin, le déficit public va se creuser. L'impact sera visible tant sur le bilan (notamment pour le segment des collectivités locales, financé par l'émission d'obligations spéciales) **que sur la partie hors bilan** : sur la partie bilan, il devrait en effet atteindre 5,1% du PIB en 2019 (contre 4,1% prévu actuellement), puis 5,5% en 2020 ; sur la partie hors bilan, il devrait passer à 6,0% du PIB environ en 2019, puis à 6,5% en 2020.

Ces mesures de relance vigoureuses sont suffisamment fortes pour permettre à la croissance de rester conforme aux objectifs : nous maintenons nos prévisions actuelles de 6,4% en 2019 (avec un point bas cyclique probable au deuxième trimestre 2019) et de 6,0% en 2020. En outre, l'inflation (prix à la consommation) devrait augmenter et passer à 2,6% cette année en raison d'une maladie porcine et à 2,4% l'an prochain sous l'effet de la baisse du yuan, ce qui reste inférieur à la cible de 3,0% fixée par le gouvernement.

Focus – La guerre économique entre la Chine et les États-Unis va s'intensifier

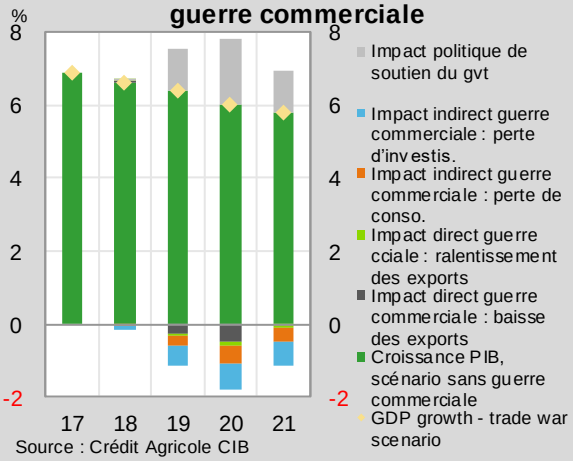
Notre scénario central sur la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et plus généralement sur le conflit économique global est celui d'une désescalade à court terme autour et après la rencontre entre les présidents Xi Jinping et Trump au sommet du G20 à Osaka. Une nouvelle tentative de négociation d'un accord est attendue à cette occasion, tentative principalement destinée à paraître responsable sur la scène mondiale et à essayer d'obtenir des concessions de l'autre partie. Ces efforts ne devraient cependant pas aboutir et risquent de déboucher sur une ré-escalade du conflit commercial à moyen terme (à partir du quatrième trimestre 2019), avec notamment l'imposition par les États-Unis de droits de douane de 25% sur l'essentiel des exportations chinoises qui ne sont pas encore taxées à ce niveau et des représailles de la Chine *via* des barrières tarifaires et non tarifaires.

Notre scénario repose sur deux considérations. Tout d'abord, historiquement, les remises en cause de la (ou les changements de) puissance hégémonique mondiale ont souvent été accompagnées de conflits prolongés et multiformes (de fait les relations entre les États-Unis et la Chine ont suivi ce schéma au cours des dernières années). En outre, une guerre commerciale totale semblera toujours moins coûteuse à chacun des protagonistes qu'une acceptation des demandes de l'autre partie.

Pour la Chine, alors que les demandes américaines concernant l'accès au marché et la protection de la propriété intellectuelle pourraient être prises en considération, le changement exigé dans le modèle de développement (basé sur les subventions aux entreprises publiques) est inacceptable économiquement et politiquement. Sur le plan économique, la perte de croissance qui résulterait du changement demandé serait supérieure à celle qui découlerait d'une taxation de toutes les exportations chinoises à 25% par les États-Unis. Sur le plan politique, la conséquence serait la perte d'une grande partie des emplois, de la production et de recettes fiscales générés par les entreprises publiques, lesquelles sont un élément essentiel de la stabilité sociale et donc de la stabilité politique.

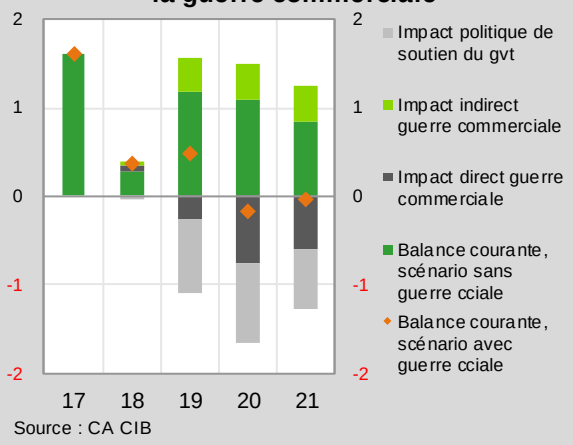
Pour les États-Unis, le déséquilibre des relations avec la Chine (à l'avantage de la Chine) se traduit par des pertes continuelles en termes d'exportations de production, d'emplois, de recettes fiscales, d'investissement et d'actifs internationaux productifs : ces pertes l'emportent sur les avantages tels que des importations moins chères et la demande chinoise en obligations du Trésor américain. Maintenant que Washington s'est finalement doté d'outils qui pourraient permettre de rééquilibrer la relation et compte tenu du soutien large et bipartisan en faveur d'une position dure vis-à-vis de la Chine, il est peu probable que l'administration Trump cède. Elle ne pourrait fléchir que dans le scénario improbable d'un coût politique extrême, tel que la perte du soutien des électeurs en raison d'un hypothétique effondrement des marchés boursiers, scénario qui devrait être évité avec des baisses de taux de la Fed.

Croissance du PIB avt & ap. la guerre commerciale



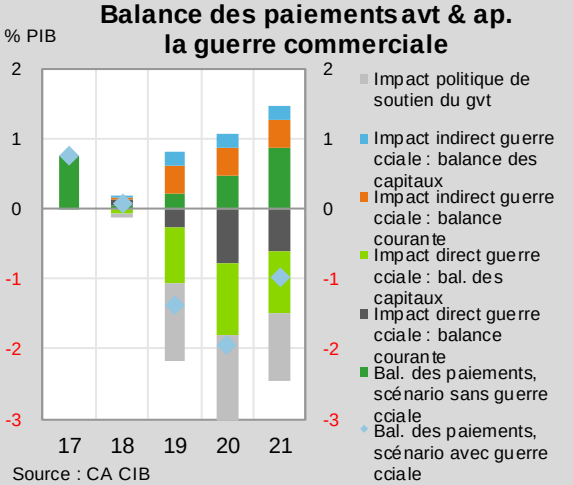
Source : Crédit Agricole CIB

Balance courante avt & ap. la guerre commerciale



Source : CA CIB

Balance des paiements avt & ap. la guerre commerciale

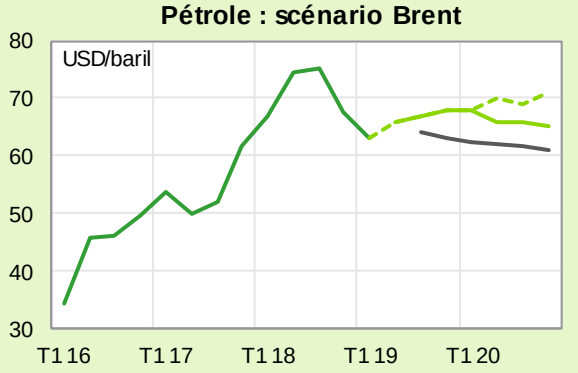


Source : CA CIB

Pétrole – Y a-t-il un capitaine à bord ?

Face aux vents et marées, le navire pétrole lutte pour maintenir le cap. Il faudra beaucoup de talent aux différents officiers de quart comme l'Arabie saoudite pour maintenir un cap et un prix du pétrole entre 65 et 70 dollars par baril considéré comme une sorte de « prix d'équilibre ». Le prix que nous retenons dans notre scénario.

Pétrole : scénario Brent



Sources : Thomson Reuters, ICE, CA S.A.

Il faut peut-être remonter aux dernières guerres en Irak pour retrouver un marché pétrolier soumis à d'aussi multiples incertitudes. Il y a bien sûr l'incertitude géopolitique qu'incarne la confrontation entre l'Iran et l'Arabie saoudite avec le soutien des États-Unis. À tout moment, les différents apprentis sorciers peuvent (comme Mickey dans le célèbre dessin animé « Fantasia »…) perdre le contrôle des événements et provoquer d'importantes ruptures d'approvisionnement à la fois en pétrole et en gaz naturel. Même en « écartant » le risque géopolitique, l'incertitude sur l'offre pétrolière subsiste.

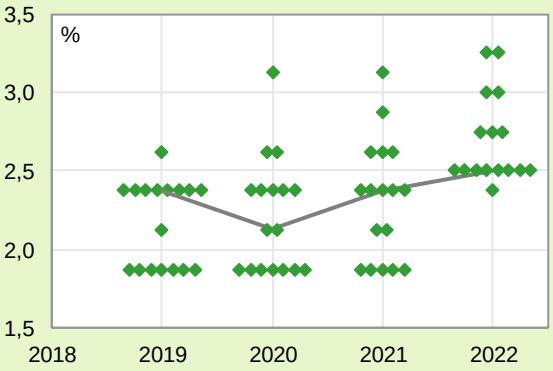
Le rythme de croissance de la production américaine de pétrole pour 2019 et 2020 reste difficile à estimer. Par ailleurs, alors que l'accord de l'OPEP+ sur la réduction de la production expire dans moins de deux semaines, l'OPEP et ses alliés ont des difficultés à s'accorder sur une date de réunion pour étendre l'accord signé en décembre dernier. Enfin, une question reste ouverte : quelle sera l'ampleur des sanctions américaines sur la production de pétrole vénézuélienne ? L'incertitude sur l'offre est aujourd'hui couplée à celle qui entoure la demande. Il est extrêmement difficile de chiffrer l'impact du conflit sino-américain que l'on suppose désormais durablement installé et débordant les contours du seul domaine commercial. Mais le repli de la croissance (et l'incertitude entourant son ampleur) et de la demande influenceront à la baisse les cours du pétrole. À l'inverse, bien que neutre sur la demande globale en pétrole, les nouvelles réglementations imposées à partir du 1er janvier 2020 sur les soutes maritimes par l'Organisation Maritime Internationale, devraient au contraire soutenir les prix du pétrole fin 2019 et début 2020.

Notre scénario se fonde sur un ralentissement économique et donc une baisse de la demande en 2020. L'impact du repli de la demande en 2020 sera, en partie, compensé par les nouvelles réglementations sur les soutes maritimes. Encadrée ou non par un accord de réduction de production, nous considérons que l'Arabie saoudite adaptera sa production, afin de maintenir un prix du pétrole entre 60 et 70 dollars par baril.

Politique monétaire – Prévenir à tout prix

Alors que le ralentissement économique n'est encore qu'au stade de l'esquisse, c'est en premier lieu l'incertitude qui invite les Banques centrales à adopter des discours particulièrement accommodants. Les actions suivront. Et cette souplesse préventive atténue le risque d'un atterrissage douloureux.

FOMC juin : projections Fed funds



	2018	2019	2020	Long terme
Médiane	2,375%	2,125%	2,375%	2,500%
	+0bps	-25bps	+25bps	

Chaque losange indique la valeur, arrondie au 8e de point de base le plus proche, du taux des Fed funds (ou du centre de l'intervalle) jugé approprié par un membre du FOMC, à la fin de l'année calendaire spécifiée ou à long terme.

Source : Fed — Projection médiane

La phase « patiente » de la Fed est révolue

Notre scénario envisage **deux baisses de taux de 25 points de base, à titre préventif, au second semestre 2019, très probablement en juillet et en septembre**. La Fed est prête à abaisser ses taux si les négociations commerciales pèsent sur les perspectives de croissance ou si la situation devient moins favorable sur les marchés financiers, impliquant que la croissance soit susceptible de se replier sous les 2% prévu cette année. Le communiqué du FOMC de juin a abandonné toute référence au mot « patience » pour décrire l'approche de la politique monétaire de la Fed et signalé que les incertitudes avaient augmenté. **« Compte tenu de ces incertitudes et de la faiblesse des pressions inflationnistes, le comité va surveiller de près les implications des informations qui lui parviendront sur les perspectives économiques et prendra les mesures appropriées pour soutenir l'expansion... ».**

Ce biais baissier conduira à des baisses de taux au troisième trimestre : le nombre de membres de la Fed s'attendant à des baisses de taux d'ici la fin de l'année a, en effet, fortement augmenté en juin. Bien que la Fed ne souhaite pas sur-réagir, il faudrait que l'évolution à court terme de la situation économique et commerciale soit particulièrement positive pour que la Banque centrale repousse son assouplissement monétaire. De plus, compte tenu de la proximité de la borne basse, afin d'éviter de détériorer les perspectives économiques, il est moins risqué de baisser les taux rapidement que d'attendre.

Banque centrale européenne : bons baisers de Draghi, « from Sintra with dove »

L'accumulation des incertitudes, la matérialisation de certains risques, ainsi que l'essoufflement de l'économie européenne – dans un environnement où les autorités budgétaires européennes continuent de manifester leur inaptitude à répondre aux fragilités de manière coordonnée – **forcent une fois de plus la BCE à intervenir pour préserver les perspectives d'inflation en zone euro**. Alors qu'il y a quelques mois, la BCE se projetait dans un processus de normalisation – à la fois de ses taux et de son bilan – elle est désormais prête à assouplir davantage sa politique monétaire. C'est le sens de l'intervention de M. Draghi à Sintra, confirmé par plusieurs membres du Conseil des Gouverneurs. La BCE s'est donc engagée à répondre à une détérioration des perspectives économiques en employant tous les moyens dont elle dispose. En cas de dégradation économique (avérée ou anticipée), outre le renforcement de sa *forward guidance* sur les taux, la BCE peut lancer un nouveau programme d'achats nets d'actifs – titres souverains et obligations d'entreprises – et mettre en place un système de double taux de dépôt. Une baisse de taux semble de plus en plus probable, d'autant plus si l'euro s'appréciait trop. **Bien que la BCE ne semble pas l'envisager actuellement, un assouplissement des conditions associées aux TLTRO.III sera nécessaire.**

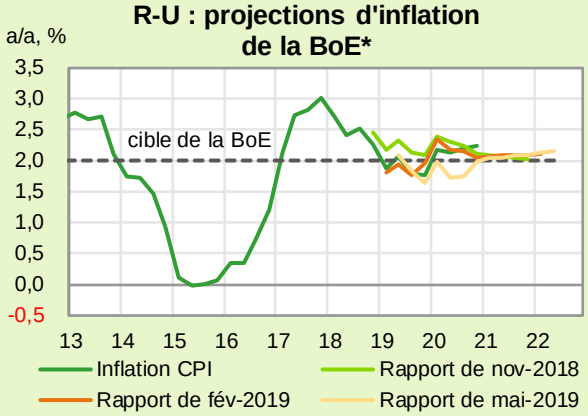
Banque d'Angleterre : à contre-courant, mais pas pour longtemps

Le maintien d'un biais *hawkish* est peu crédible. En dépit des incertitudes liées au *Brexit*, de la volatilité accrue de la croissance

britannique et de la modération des pressions inflationnistes, la BoE a maintenu une tonalité relativement *hawkish,* répétant que l'inflation devrait monter légèrement au-dessus de la cible à horizon de deux ans sous l'hypothèse d'un taux directeur évoluant en ligne avec les anticipations des marchés (soit à peine une hausse de taux pour les trois prochaines années). À contre-courant des autres Banques centrales majeures, la BoE indique donc toujours envisager la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire, quoiqu'à un rythme très graduel et d'ampleur limitée. Et ce, en dépit de la multiplication des risques baissiers sur les perspectives de croissance, sur lesquels elle ne fait pourtant pas l'impasse dans ses dernières *minutes* du mois de juin.

Notre scénario sur le *Brexit* (absence de *no-deal,* mais incertitude prolongée et élections probables en fin d'année, nécessitant une nouvelle extension de l'article 50) aurait été compatible avec une hausse de taux en début d'année prochaine, si les perspectives globales étaient restées favorables. Or, ce n'est plus le cas. L'anticipation d'une légère récession technique aux États-Unis en 2020 devrait conduire la BoE à réviser à la baisse ses prévisions de croissance britannique qui, à 1,6% en 2020, nous semblent trop élevées. **Nous anticipons donc le maintien du *statu quo* sur les taux cette année et l'année prochaine, en l'absence de sortie brutale de l'UE.**

R-U : projections d'inflation de la BoE*



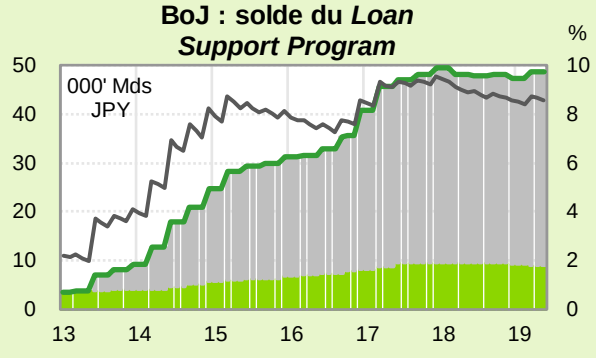
* Basées sur les anticipations de taux directeur par les marchés et les mesures de politique monétaire annoncées
Sources : Rapports trimestiels sur l'inflation, CA S.A.

Banque du Japon : statu quo *si le dollar n'approche pas de la barre des 100 yens*

La BoJ va laisser inchangés les paramètres de sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) : le taux de rémunération des réserves excédentaires devrait rester à -0,10%, la cible du taux de rendement des JGB[2] à dix ans à 0,0% et l'écart toléré entre le taux effectif des JGB à dix ans et la cible de 0% à 20 points de base en dessous ou au-dessus. Cependant, alors que la Fed se prépare à des baisses de taux « préventives », il est clair que la pression monte pour la BoJ. Même si elle assouplit davantage sa politique, la voie est étroite pour obtenir les effets attendus de sa politique et limiter les effets secondaires négatifs sur la capacité du système financier à prendre des risques et sur la rentabilité des institutions financières.

Deux outils, permettant à la fois d'assouplir la politique monétaire et de prendre en compte les effets secondaires, nous paraissent utiles. Le premier consisterait à **abaisser les taux du *Loan Support Program*** (mécanisme de facilitation des prêts), dispositif dans lequel la Banque du Japon accorde des prêts à taux faible, actuellement 0%, aux banques en fonction de l'évolution du montant net des prêts qu'elles accordent. Pour les banques, un passage de ce taux en territoire négatif serait préférable au taux négatif de la rémunération des réserves excédentaires, car ces taux négatifs sont appliqués au passif et non à l'actif des banques. Le problème, cependant, est que le solde de ce programme est resté assez stable et donc que son impact fondamental reste limité. L'autre outil serait une **augmentation des achats de fonds indexés sur actions par la BoJ**. De tels achats seraient probablement moins efficaces que des baisses de taux pour contrer l'appréciation du yen, mais auraient moins d'effets secondaires négatifs sur l'appétit du système financier pour le risque et sur la rentabilité des institutions financières. Par conséquent, **notre scénario central continue à tabler sur un *statu quo* de la BoJ**, mais avec une augmentation des achats de fonds indexés si le cours du dollar approchait de la barre des 100 yens dans l'année.

BoJ : solde du *Loan Support Program*



Sources : BoJ, CA CIB

[2] *Japanese Government Bonds* : titres gouvernementaux japonais

Taux d'intérêt – Les préoccupations des Banques centrales ont effrayé le marché

Alors que la perspective d'une croissance nominale plus faible et plus incertaine flottait dans l'air depuis déjà plusieurs mois, le climat géopolitique tendu persistant et le changement soudain de la politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique ont profondément modifié les perspectives de « normalisation » dans les marchés développés.

Le marché anticipe un assouplissement agressif de la Fed d'ici fin 2019

Sources : Bloomberg, Haver Analytics, CA CIB

Évolution de la surface de volatilité au cours des trois derniers mois

Change 3M, points de base

	1A	2A	5A	10A	15A	30A
3M	+23,2	+19,7	+9,0	+5,2	+5,0	+1,2
6M	+22,4	+15,6	+7,8	+3,7	+3,7	-0,4
1A	+15,6	+8,9	+3,4	+1,1	+1,1	-2,3
2A	+3,2	+0,4	-0,1	-2,2	-3,6	-4,7
5A	-2,6	-4,8	-4,7	-4,6	-5,4	-6,8
10A	-3,9	-4,2	-3,9	-3,7	-3,0	-1,6
15A	-1,3	-1,8	-0,8	-0,6	-1,0	+0,2

Sources : Bloomberg, Haver Analytics, CA CIB

Des taux américains bas plus longtemps

Les taux américains ont connu une baisse impressionnante au cours des trois derniers mois, sous l'effet de la détérioration des négociations commerciales sino-américaines et de la faiblesse affichée par les derniers rapports sur l'emploi et sur l'inflation. **La Fed semble avoir perdu sa patience et sa détermination initiale à laisser ses taux inchangés.** Les anticipations du marché en termes de baisse des taux ont augmenté et une baisse des taux est désormais attendue dès le FOMC du mois de juillet.

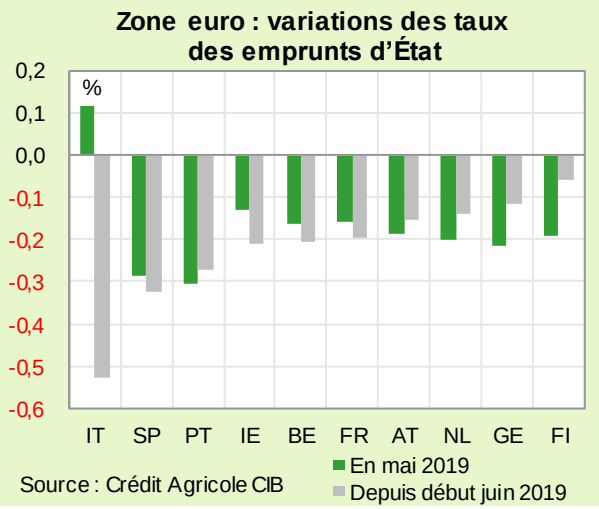
La guerre commerciale, qui se prolonge et a un impact négatif sur la confiance des consommateurs et les dépenses des entreprises aux États-Unis, nous conduit à désormais tabler sur une légère récession l'an prochain. La Fed devrait répondre en abaissant ses taux de 25 points de base une fois par trimestre pendant quatre trimestres à partir du trimestre prochain, ce qui abaisserait la limite supérieure du taux des *Fed funds* de 2,50% à 1,50% d'ici mi-2020.

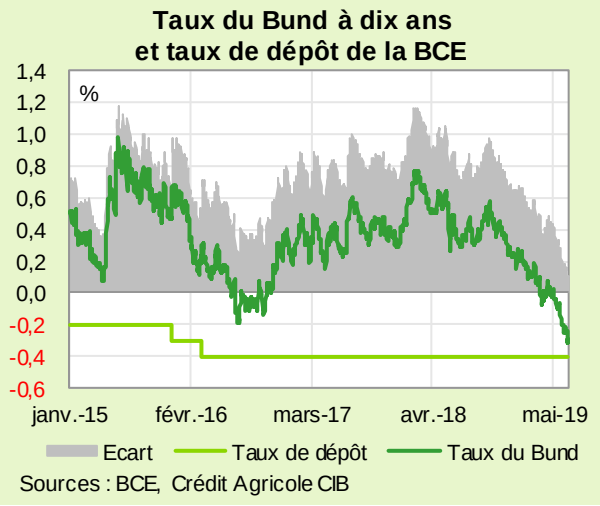
Dans ce contexte, **notre prévision sur le taux des *Treasuries* à dix ans est revue à la baisse, à 2% fin 2019**. Avec la légère récession attendue, ce taux devrait continuer à se replier l'an prochain, vers 1,75%. Les baisses de taux préemptives de la Fed limiteront probablement l'ampleur de la récession et devraient permettre un redémarrage de la croissance fin 2020. **Notre scénario de pentification de la courbe des taux est maintenu : les taux courts conservent en effet un potentiel important à la baisse**, lequel devrait se matérialiser lorsque la Fed commencera à baisser ses taux[3].

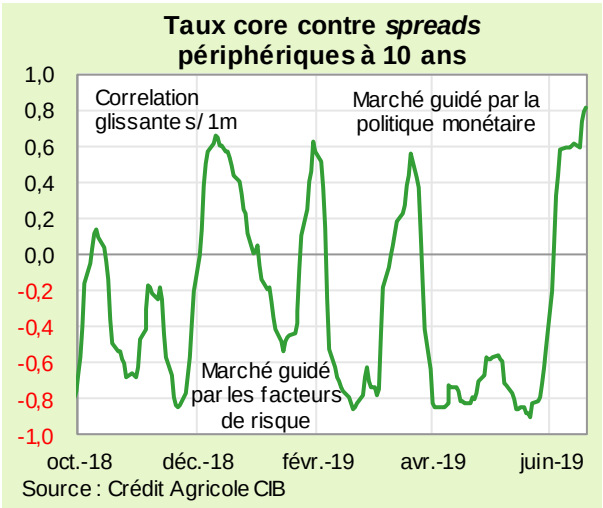
Par ailleurs, au cours des trois derniers mois, la volatilité a fortement augmenté[4] sous l'effet du changement de discours de la Fed qui est passée de la « patience » à une surveillance étroite des conséquences de la guerre commerciale sur les perspectives économiques et à la volonté d'agir « de manière appropriée pour soutenir la croissance ». Il s'agit d'**un exemple classique d'augmentation de la volatilité en période d'incertitude accrue.** La volatilité est inversement corrélée au niveau des taux d'intérêt : lorsque les marchés deviennent volatils, la baisse des taux tend à entraîner une hausse de la volatilité, et inversement.

[3] Cependant, au regard de la pentification déjà observée et du coût de portage important pénalisant les positions longues sur la partie courte de la courbe, nous avons pris notre profit sur nos opérations de pentification du segment cinq ans-trente ans. Lors des cycles d'assouplissement monétaire, les opérations de pentification ont tendance à afficher leur meilleure performance autour de la première baisse de taux.

[4] Comme indiqué sur le tableau (« Evolution de la surface de volatilité au cours des trois derniers mois »), la volatilité a fortement augmenté dans le coin supérieur gauche de la grille.







Europe : grandes attentes contre menaces sérieuses

Donner un sens aux mouvements de taux

Les discours accommodants des Banques centrales ont provoqué une baisse des taux obligataires des marchés développés, vers de nouveaux points bas historiques : c'est notamment le cas du Bund avec un taux à moins de 10 points de base du taux de dépôt de la BCE. Signe indubitable de l'impact significatif des Banques centrales sur les marchés : la surperformance des obligations souveraines italiennes, lesquelles seraient « en temps normal » pénalisées par l'ouverture probable d'une procédure pour déficit excessif (EDP) et par un nouveau bras de fer possible entre le gouvernement italien et la Commission européenne sur le budget de l'année prochaine.

Afin d'apprécier l'impact sur le marché de la rhétorique accommodante des Banques centrales au cours des dernières semaines, on peut observer le caractère « directionnel » des *spreads* des obligations d'État de la zone euro. Lorsque les marchés sont influencés, avant tout, par la politique monétaire, les *spreads* et les taux *core* tendent à être fortement corrélés. C'est ce qui s'est passé récemment : la baisse du taux des Bunds à un nouveau plus bas historique s'est accompagnée d'une baisse du *spread* des BTP à son plus bas niveau en neuf mois. A contrario, les *spreads* et les taux *core* tendent à évoluer dans des directions opposées lorsque l'environnement est avant tout influencé par l'appétit pour le risque. Cela a été le cas en avril-mai : les marchés se préoccupaient alors principalement des risques politiques avant que leur attention ne se tourne vers les signaux envoyés par les Banques centrales. **Que les marchés soient guidés par la politique monétaire ou par les facteurs de risque, les taux obligataires *core* de la zone euro devraient rester bas**.

Taux euro : plus bas pour plus longtemps, des courbes plus plates, des *spreads* plus comprimés

Nous avons révisé nos prévisions de taux de la zone euro en tenant compte de trois facteurs-clés :

1 - **Les risques économiques se sont accrus**. Les tout prochains trimestres ne devraient pas livrer de surprise économique positive. Les risques liés aux perspectives de croissance mondiale sont orientés à la baisse. Les chiffres d'inflation continueront de ne montrer aucun signe d'accélération jusqu'à au moins fin 2020.

2 - Comme l'ont laissé entendre les récentes déclarations de la BCE (en particulier lors du symposium Sintra), **la Banque centrale semble prête à s'engager vers un nouvel assouplissement monétaire**. La BCE est susceptible de relancer un QE2 (nouveau programme de rachat d'actifs) en 2020, renforcer sa « *forward guidance* » et mettre en œuvre un système de « *tiering deposit* », qui lui permettrait de réduire davantage ses taux.

3 - **L'incertitude politique persistera après 2019**. Notre scénario central quant à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine (et à un conflit économique plus vaste) comprend une désescalade à court terme et une nouvelle escalade à moyen terme (à partir du quatrième trimestre 2019). Le risque d'un *Brexit* sans accord a augmenté. Les incertitudes fiscales quant à l'Italie pourraient être une source de volatilité au second semestre 2019 : avec notamment le risque d'une procédure de déficit excessif (EDP) et les revues du risque souverain Italien par les agences de notation.

Pente 2 ans-30 ans des courbes espagnoles et portugaises

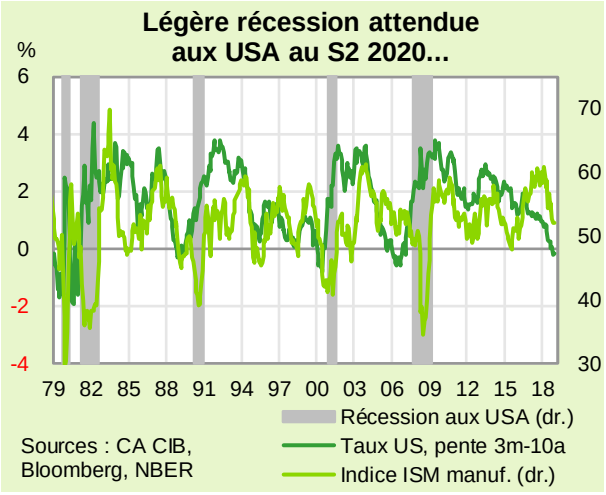
Source: CA CIB

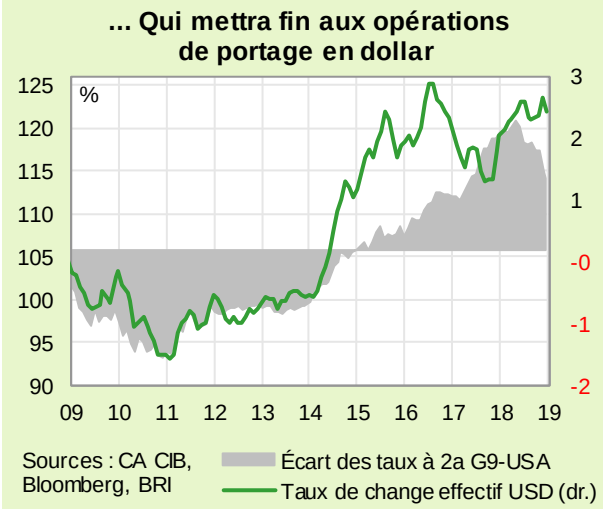
En conséquence, notre scénario table sur le maintien d'un taux allemand dix ans en territoire négatif (à -15 points de base) à fin 2020. Cette révision tient compte de **l'effet de rareté** probable dû au redémarrage du programme d'achat d'actifs (QE2).

Ce contexte de taux très bas va encourager les investisseurs à poursuivre leur chasse au rendement, soit en augmentant la duration de leurs portefeuilles, soit par une exposition accrue au risque de crédit. Cette recherche va se traduire par des courbes plus plates et des *spreads* entre taux souverains encore plus comprimés. Les mouvements d'aplatissement sont susceptibles d'être marqués les émetteurs non core comme l'Espagne et le Portugal, compte tenu de l'amélioration importante de leurs fondamentaux et de la faiblesse de leur risque politique.

Taux de change – Rendement contre incertitude

L'érosion de son bénéfice en termes de rendement devrait pénaliser le dollar. Mais à court terme, les devises européennes, et en premier lieu l'euro, sont peu susceptibles d'en profiter. Il faut se projeter sur un horizon plus lointain pour que puisse se dessiner un scénario d'appréciation de l'euro.





Convergence des politiques monétaires du G10 et fin des opérations de portage en dollar

Sous l'effet de l'aggravation des facteurs défavorables (guerre commerciale mondiale, persistance des risques géopolitiques et insuffisance des mesures de relance budgétaires et monétaires), notre scénario de croissance a été revu à la baisse. En conséquence, les politiques monétaires devraient prendre une tournure plus accommodante, notamment aux Etats-Unis. La Fed devrait abaisser ses taux directeurs deux fois cette année et deux fois l'an prochain, soit une baisse de 100 points de base au total. Cela devrait déclencher une convergence accrue entre les taux américains et non américains d'autant plus que la BCE et la BoJ, pour ne citer qu'elles, laisseraient leurs taux inchangés.

La convergence des politiques monétaires entre les États-Unis et les autres économies du G10 s'est déjà traduite par une érosion de l'avantage taux dont bénéficiait le dollar parmi les devises du G10. Ce facteur restera déterminant pour l'évolution du dollar et sous-tend nos prévisions baissières pour le billet vert par rapport au yen et à l'or. De plus, l'appétit des marchés pour le risque devrait rester instable en raison des risques géopolitiques, de la montée en puissance de la guerre commerciale mondiale et des signes de plus en plus nets d'un ralentissement de la croissance mondiale. Dans ce contexte, les investisseurs américains et internationaux se tourneront de plus en plus vers la Fed pour obtenir son soutien, la Banque centrale américaine étant celle qui dispose de la plus grande puissance de feu pour répondre à toute flambée de l'aversion au risque et donc à tout resserrement injustifié des conditions financières mondiales. **Cela devrait faire disparaître l'attrait du dollar en tant que devise refuge à haut rendement.**

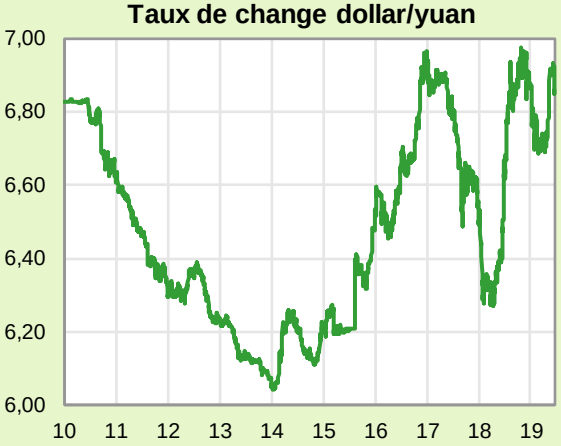
A court terme, les monnaies européennes du G10, euro et livre sterling, pourraient ne pas être pleinement en mesure de surperformer le dollar, malgré l'évolution relative des écarts de taux en leur faveur vis-à-vis des taux américains. En effet, la poursuite de la montée des risques politiques liés au *Brexit* (et dans une moindre mesure à l'Italie) pourrait continuer à peser sur les perspectives de l'euro et de la livre sterling durant la majeure partie du second semestre 2019. Le Royaume-Uni pourrait se rapprocher d'une sortie « accidentelle » de l'UE sans accord, en octobre. Les tensions entre l'Italie et l'UE devraient, en outre, perdurer jusqu'au quatrième trimestre 2019. Par ailleurs, le sentiment diffus de « japonisation » de la zone euro pourrait inciter les investisseurs locaux à rester investis plus longtemps à l'étranger, en utilisant l'euro comme devise de financement.

À plus long terme, les monnaies européennes du G10 devraient « surperformer ». Les baisses de taux de la Fed et la diminution des risques politiques européens devraient inciter les investisseurs à dénouer les opérations de portage investies en dollar et financées en euro ou en franc suisse. Nous tablons en outre sur une sous-performance du franc suisse vis-à-vis de l'euro : le franc suisse est très

surévalué et la BNS est prête à suivre la BCE si cette dernière introduit de nouvelles mesures d'assouplissement.

La couronne norvégienne et la couronne suédoise devraient « surperformer » l'euro, en raison de la normalisation de la politique de la Banque centrale (dans le cas de la couronne norvégienne) et de la correction de leur sous-évaluation. Nous restons moins optimistes sur le dollar australien et le dollar néo-zélandais : à l'impact négatif sur les cours de change du conflit entre les États-Unis et la Chine s'ajouteront de nouveaux assouplissements monétaires de la Banque centrale australienne et de son homologue néo-zélandaise. Enfin, parmi les devises matières premières du G10, le dollar canadien et la couronne norvégienne devraient « surperformer » (pas de repli substantiel des cours du pétrole alors que la Banque du Canada et la Norges Bank ne suivront pas le virage *dovish* pris par la plupart des autres Banques centrales du G10).

Taux de change dollar/yuan



Sources : Boomberg, CA CIB

Devises émergentes : baisse des taux américains vs. conjoncture mondiale difficile

La baisse des taux (taux directeurs et de marché) **américains et le ton plus accommodant de la BCE constituent un facteur de soutien pour les principales devises émergentes** : en entretenant l'intérêt de leur portage attractif.

Le ralentissement américain devrait, en revanche, limiter l'appétit des investisseurs pour les pays fortement tournés vers les exportations ou vers les secteurs de haute technologie. Dans le contexte de montée des tensions entre les États-Unis et la Chine, nous avons révisé à la baisse nos prévisions sur le yuan : **le yuan devrait déprécier par rapport au dollar américain**, en particulier au quatrième trimestre et l'an prochain, une dépréciation qui rendra difficile toute appréciation des autres devises émergentes, asiatiques en particulier.

Certaines devises restent, par ailleurs, pénalisées par des difficultés qui leur sont propres : c'est le cas du peso argentin, mais la livre turque continue également de se distinguer. Le déficit de la balance courante turque a certes fortement diminué ; la situation pourrait s'aggraver cependant en fin d'année, lorsque la demande intérieure reprendra de la vigueur, risquant d'aggraver les déséquilibres extérieurs.

Prévisions économiques et financières

Taux d'intérêt

		2-juil.	sept.-19	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20
Etats-Unis	Fed funds	2,50	2,00	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50
	Taux 10 ans	1,99	2,05	2,00	1,85	1,75	1,80	1,90
Zone euro	Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Taux 10 ans (All.)	-0,36	-0,30	-0,25	-0,25	-0,20	-0,20	-0,15
Spread 10a c/ EUR	France	0,31	0,25	0,25	0,25	0,20	0,20	0,20
	Italie	2,23	2,80	2,80	2,60	2,40	2,30	2,25

Taux de change

Taux de change USD Pays industrialisés		2-juil.	sept.-19	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20
Euro	EUR/USD	1,13	1,12	1,14	1,16	1,18	1,20	1,21
Japon	USD/JPY	108	106	105	104	104	102	100
Royaume-Uni	GBP/USD	1,26	1,24	1,27	1,30	1,33	1,36	1,38
Suisse	USD/CHF	0,99	1,02	1,01	1,00	0,98	0,98	0,97
Asie								
Chine	USD/CNY	6,87	6,95	7,05	7,15	7,20	7,25	7,30
Hong Kong	USD/HKD	7,80	7,81	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80
Inde	USD/INR	68,89	71,00	71,75	72,50	73,25	74,00	74,75
Corée du Sud	USD/KRW	1165	1195	1200	1210	1210	1220	1210
Amérique latine								
Brésil	USD/BRL	3,86	3,70	3,75	3,85	3,90	3,90	3,95
Mexique	USD/MXN	19,07	19,75	20,00	20,50	20,75	20,75	20,75
Europe - émergents								
Pologne	USD/PLN	3,76	3,82	3,75	3,69	3,63	3,54	3,50
Russie	USD/RUB	63,31	63,50	63,00	63,00	63,50	64,00	64,50
Turquie	USD/TRY	5,64	6,40	6,70	6,90	7,00	7,00	7,00

Matières premières

Prix moy. du trim.		02-juil	2019		2020			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	63	67	68	68	68	66	65

Métaux précieux		02-juil	2019		2019			
			T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 398	1 420	1 420	1 430	1 450	1 450	1 480

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Etats-Unis	**2,9**	**2,5**	**0,9**	**2,4**	**1,6**	**1,7**	**-2,4**	**-2,6**	**-2,6**
Japon	**0,8**	**0,9**	**0,7**	**0,8**	**0,8**	**1,0**	**3,5**	**2,9**	**3,3**
Zone euro	**1,9**	**1,2**	**1,2**	**1,8**	**1,1**	**1,1**	**3,3**	**3,2**	**3,1**
Allemagne	1,5	0,7	1,0	1,9	1,3	1,4	7,3	7,1	6,9
France	1,7	1,4	1,3	2,1	1,2	1,2	-0,3	-1,0	-1,0
Italie	0,7	0,2	0,4	1,2	0,6	0,6	2,5	1,8	1,8
Espagne	2,6	2,3	1,9	1,7	0,7	0,8	0,9	1,8	1,7
Pays-Bas	2,6	1,5	1,4	1,6	2,5	1,5	9,8	9,8	9,9
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,4	1,4	1,2	2,5	1,9	2,0	-3,9	-5,3	-5,0
Canada	1,8	1,5	1,8	2,3	1,7	2,0	-2,8	-2,6	-2,5
Australie	3,2	2,8	2,7	2,2	2,3	2,5	-2,8	-3,1	-3,0
Suisse	2,5	1,7	1,6	0,9	0,9	1,0	10,0	9,8	10,0
Asie	**6,0**	**5,7**	**5,6**	**2,4**	**2,6**	**2,7**	**0,9**	**0,9**	**0,5**
Chine	6,6	6,4	6,0	2,1	2,6	2,4	0,4	0,6	-0,2
Inde	7,1	6,8	6,9	3,6	3,4	4,0	-1,8	-2,0	-1,8
Corée du Sud	2,6	2,1	2,2	1,6	1,0	1,3	4,5	4,3	4,0
Amérique latine	**1,2**	**0,9**	**1,7**	**9,4**	**8,3**	**6,9**	**-1,8**	**-1,6**	**-2,0**
Brésil	1,1	0,9	2,0	3,7	3,6	3,7	-0,8	-1,0	-1,8
Mexique	2,0	1,0	0,8	4,4	3,6	3,5	-1,5	-1,6	-2,0
Europe émergente	**3,0**	**1,8**	**2,3**	**6,5**	**6,7**	**5,7**	**1,3**	**1,7**	**1,0**
Russie	2,3	1,6	1,8	4,3	4,9	4,0	5,0	4,5	3,5
Turquie	2,7	-1,3	2,0	16,5	16,5	14,5	-3,6	-0,3	-1,4
Pologne	5,1	4,7	3,8	1,6	2,2	2,0	-0,7	-0,6	-1,0
Afrique, Moyen-Orient	**1,1**	**0,6**	**1,7**	**9,5**	**10,0**	**7,2**	**2,7**	**1,9**	**2,0**
Arabie Saoudite	2,2	1,6	1,9	2,5	0,0	2,0	9,1	7,9	7,3
Emirats Arabes Unis	1,7	2,2	2,2	3,6	0,5	2,0	9,1	7,3	7,3
Egypte	5,3	5,3	5,4	15,0	13,0	10,0	-2,0	-1,9	-1,1
Maroc	2,8	2,8	3,1	1,8	1,0	2,0	-5,5	-4,5	-3,6
Total	**3,4**	**3,0**	**2,8**	**3,6**	**3,4**	**3,0**			
Pays industrialisés	**2,2**	**1,8**	**1,1**	**2,0**	**1,4**	**1,5**			
Pays émergents	**4,4**	**3,9**	**4,1**	**4,8**	**4,9**	**4,2**			

Comptes publics

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Etats-Unis	**-3,9**	**-4,7**	**-5,2**	**77,5**	**78,9**	**81,3**
Japon	**-4,5**	**-3,7**	**-2,7**	**238,8**	**237,6**	**235,4**
Zone euro	**-0,6**	**-0,9**	**-0,7**	**87,4**	**86,0**	**84,9**
Allemagne	1,7	1,2	1,0	60,9	58,3	56,3
France	-2,5	-3,1	-2,0	98,4	98,9	98,7
Italie	-2,1	-2,1	-2,6	132,2	132,5	133,4
Espagne	-2,5	-2,3	-2,0	97,1	96,4	95,6
Pays-Bas	1,5	1,2	0,8	52,6	49,1	47,3
Belgique	-0,7	-1,2	-1,4	102,0	100,7	100,0
Grèce	0,4	0,2	0,2	176,2	170,5	165,5
Irlande	0,3	-0,3	0,3	64,2	61,9	59,0
Portugal	-0,5	-0,4	-7,4	121,5	119,8	117,3
Royaume-Uni	**-1,9**	**-1,5**	**-1,3**	**86,5**	**84,7**	**83,2**

Vous pouvez consulter nos prévisions économiques et financières sur notre site Internet.

Achevé de rédiger le 3 juillet 2019

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
21/06/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
20/06/2019	Italie – Conjoncture : Bilan macroéconomique et bancaire	Italie, Macro, Banques
20/06/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-Agro
19/06/2019	France – travail temporaire : tendances à mi-juin	France, sectoriel
14/06/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
12/06/2019	France – Établissements de santé : tendances à mi-juin 2019	France, sectoriel
11/06/2019	France – Finances publiques 2018-2022	France
07/06/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
31/05/2019	Enjeux politiques – Parlement européen : que fera la majorité européiste ?	Union européenne
31/05/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12, place des États-Unis — 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteurs en chef : Catherine LEBOUGRE – Armelle SARDA – Jean François PAREN

Comité de rédaction :
Pays développés : Ticiano BRUNELLO – ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr / Mike CAREY – michael.carey@ca-cib.com
Olivier ELUERE – olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr / Louis HARREAU – louis.harreau@ca-cib.com
Catherine LEBOUGRE – catherine.lebougre@credit-agricole-sa.fr
Paola MONPERRUS-VERONI – paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr / Kyohei MORITA – kyohei.morita@ca-cib.com
Slavena NAZAROVA slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr / Jean-François PERRIN – jean-françois.perrin@ca-cib.com
Sofia TOZY – sofia.tozy@credit-agricole-sa.fr / Philippe VILAS-BOAS – philippe.vilasboas@credit-agricole-sa.fr
Nicholas VAN NESS – nicholas.vanness@ca-cib.com
Pays émergents : Sébastien BARBE – sebastien.barbe@ca-cib.com / Dariusz KOWALCZYK – dariusz.kowalczyk@ca-cib.com
Sylvain LACLIAS – sylvain.laclias@credit-agricole-sa.fr / Olivier LE CABELLEC – olivier.lecabellec@credit-agricole-sa.fr
Italo LOMBARDI – italo.lombardi@ca-cib.com
Tania SOLLOGOUB – tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr / Ada ZAN – ada.zan@credit-agricole-sa.fr
Marchés financiers : Orlando GREEN – orlando.green@ca-cib.com / Alex LI – alex.li@ca-cib.com
Valentin MARINOV – valentin.marinov@ca-cib.com / Manuel OLIVIERI – manuel.olivieri@ca-cib.com
Pétrole : Stéphane FERDRIN – stephane.ferdrin@credit-agricole-sa.fr

Documentation : Dominique PETIT **– Statistiques :** Robin MOURIER

Réalisation & Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com
Application Etudes ECO disponible sur l'App store & sur Google Play