

Perspectives

Hebdomadaire – N°19/168 – 4 octobre 2019

MONDE – L'actualité de la semaine

Les données américaines alimentent l'incertitude

L'incertitude sur la croissance mondiale a continué de grimper cette semaine, nourrie par des enquêtes sur le climat des affaires plus faibles qu'anticipé aux États-Unis et un rapport sur l'emploi de septembre en demi-teinte. Les actifs risqués en font les frais : l'Eurostoxx 50 a perdu plus de 3,5% sur la semaine et le VIX, mesure de la volatilité implicite des marchés actions, a augmenté.

L'indice ISM non-manufacturier américain est tombé à 52,6 en septembre depuis 56,4 au mois d'août, une chute plus marquée que prévu, ramenant l'indice à son plus bas niveau depuis trois ans. Il indique toujours une expansion de l'activité mais à un rythme beaucoup plus ralenti. La baisse de l'indice d'activité est significative (de 6,3 points à 55,2) mais aussi celle de la composante de l'emploi (2,7 points à 50,4) sur fond de ralentissement de la demande (nouvelles commandes en baisse de 6,6 points à 53,7). Par ailleurs, l'indice ISM manufacturier PMI a poursuivi sa trajectoire baissière pour le sixième mois consécutif pour s'établir à 47,8 (après 49,1 an août), en territoire de contraction et à son plus bas niveau depuis juin 2009. Selon l'ISM, les indices PMI de septembre suggèrent une croissance de l'activité américaine de 1,5% annualisée au troisième trimestre ; la détérioration de la confiance des entreprises serait due à des inquiétudes concernant la guerre commerciale et le niveau des tarifs douaniers.

Le rapport américain sur l'emploi du mois de septembre a fait état d'une hausse moins forte que prévu de l'emploi mais d'une nouvelle baisse du taux de chômage. Les créations d'emplois dans le secteur non-agricole ont augmenté de 136 000, moins qu'anticipé (consensus : 145 000). La croissance des salaires a reculé à 2,9%. Le taux de chômage a baissé à 3,5% depuis 3,7%, reflétant une hausse de la population active et toujours en deçà du taux naturel (non-inflationniste), estimé à 4,2% par la Réserve fédérale. Avec une Réserve fédérale en mode « data dependent », ces données ont été très attendues par les marchés cette semaine. La baisse

du taux de chômage rend plus incertaine la décision de politique monétaire lors du prochain FOMC, mais les enquêtes d'activité très décevantes et la décélération des salaires devraient l'emporter : nous anticipons une baisse de 25 points de base du taux des *Fed funds* à l'issue du FOMC des 29-30 octobre. Le recul des anticipations de croissance aux États-Unis, et donc de politique monétaire, ont pesé sur le dollar, qui ne fait plus office de valeur refuge (au moins temporairement) : le billet vert recule face à l'euro (-0,4%) mais aussi face au yen (-1,1%).

☞ Les données américaines alimentent l'incertitude.....	1
☞ Zone euro : les ménages épargnent, les entreprises investissent davantage au T2 2019.....	2
☞ Zone euro : l'inflation reste affectée par la baisse du prix de l'énergie.....	2
☞ France : PLF 2020, priorité aux ménages.....	3
☞ Autriche : le parti conservateur et son leader sont confortés à la chancellerie.....	4
☞ Italie : l'épargne des ménages encore en hausse au T2, les marges des entreprises en baisse.....	4
☞ Italie : nouvelle baisse du chômage en août.....	5
☞ Italie : le budget 2020 cherche à ménager la chèvre et le chou.....	5
☞ Royaume-Uni : croissance confirmée à -0,2% au deuxième trimestre.....	7
☞ Royaume-Uni : les enquêtes PMI au mois de septembre en territoire de contraction.....	7
☞ Royaume-Uni : B. Johnson propose une zone réglementaire commune sur toute l'Irlande.....	8
☞ Slovaquie : il ne faut pas que la zone de turbulences dure très longtemps.....	9
☞ Chine : les fonds de pension américains sous surveillance ?.....	10
☞ Arabie : dégradation du rating par Fitch, la géopolitique un peu mieux prise en compte.....	11
☞ Liban : la Banque centrale fournit des devises aux banques peu liquides.....	11

Zone euro

Zone euro : les ménages épargnent, les entreprises investissent davantage au T2 2019

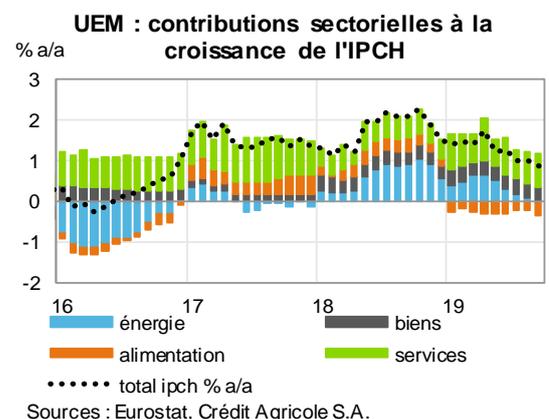
Nous avons constaté un ralentissement de la consommation des ménages au T2 dont l'impact sur la croissance du PIB avait seulement en partie été compensé par une accélération de l'investissement notamment productif. La hausse du taux d'épargne que nous avons soupçonnée et qui est en cours depuis un an et demi est confirmée au T2 (à 13,3%). Malgré une nouvelle accélération du revenu disponible brut (0,9% sur le trimestre et 3,6% sur l'année) amplifiée par la faiblesse de l'inflation, la consommation privée perdait en vigueur. L'investissement des ménages perd aussi en vigueur (-0,2% en valeur sur le trimestre et 5,2% sur l'année). Le taux d'autofinancement des ménages ne fait donc qu'augmenter, bien que la croissance du crédit reste soutenue mais n'accélère plus. Leur épargne financière et leur investissement financier sont aussi en progression et les ménages sont de plus en plus riches à la fois en ce qui concerne leur patrimoine financier, leur patrimoine immobilier, mais aussi leur richesse nette et cela en dépit d'une remontée de leur taux d'endettement à 57,9%.

En ce qui concerne les entreprises, l'affaiblissement de la croissance de l'activité n'ébranle pas leur volonté d'accumuler du capital, qui fait rebondir fortement l'investissement au T2 (8,6% t/t en valeur et 15,4% sur un an). Et ceci malgré la dégradation du taux de marge en cours depuis la fin 2017 qui efface toute l'amélioration engrangée depuis 2014. C'est moins la croissance dynamique des rémunérations (en ralentissement à 3,6% sur un an) qui pèse sur la rentabilité mais plutôt la forte baisse de la productivité associée à l'affaiblissement de l'activité et non compensée par l'ajustement de l'emploi. L'épargne financière des entreprises est donc en baisse, ainsi que leur investissement financier, notamment en actions. Leur financement ralentit aussi, notamment en ce qui concerne le financement par action alors que leur demande de crédit continue d'augmenter et de se renforcer. Les sociétés financières voient la valeur de leur patrimoine financier toujours en hausse. Malgré la moindre progression de leur financement, la valeur de leur dette est encore en hausse dans toutes les composantes (dette de marché et bancaire) même si leur ratio d'endettement sur PIB continue de se replier (136,5%).

☑ Notre opinion – La hausse du taux d'épargne des ménages s'explique, outre l'essoufflement naturel du cycle de consommation durable, par trois facteurs. L'incertitude croissante pesant sur les perspectives économiques a engendré de l'épargne de précaution. La remontée du taux d'autofinancement, malgré l'accélération du financement bancaire s'explique par la remontée des prix de l'immobilier résidentiel et un besoin d'apport plus important. Le besoin de reconstituer le niveau du patrimoine financier, après les baisses de valorisations d'actifs intervenues fin 2018, demande aussi une remontée de l'épargne financière. Le redressement des valorisations des actifs financiers soutenu par les baisses des taux récentes et anticipées confortent des perspectives de hausses de la richesse nette et réduisent la nécessité de l'épargne à ces fins, tout en promettant des effets de richesse positifs. Quant à l'érosion des marges des entreprises, la question est de savoir si la normalisation de l'activité dans l'industrie pourra enrayer cette dégradation des marges ou si un ajustement de l'emploi ou encore de l'investissement s'en suivra. La bonne tenue de l'emploi et de l'investissement sera clé pour valider notre scénario de résilience de la demande intérieure et pour éviter une contagion au secteur des services. La demande intérieure de la zone euro pourrait alors continuer de garantir une croissance légèrement inférieure au rythme potentiel.

Zone euro : l'inflation reste affectée par la baisse du prix de l'énergie

Le taux de croissance de l'indice des prix harmonisé à la consommation en zone euro est en baisse à 0,9% en variation annuelle au mois de septembre contre 1% en août (le consensus misait sur un rythme équivalent à celui du mois dernier). L'indice des prix de l'énergie et produits alimentaires a cependant augmenté à 1%, après 0,9%. Les prix des services augmentent plus rapidement ce mois-ci (1,5% après 1,3%) tandis que ceux des biens industriels ralentissent (0,3% après 0,4%) et les prix de l'énergie chutent plus fortement qu'en août (-1,8% après -0,6%).



Cette moindre progression des prix résulte du recul du prix de l'énergie, un phénomène qui s'observe sur l'ensemble des pays de la zone et qui s'explique par les hausses intervenues à l'été 2018. Toutefois, il faut relativiser cette faiblesse des prix à la

consommation par l'amélioration, même très symbolique, de l'inflation sous-jacente qui demeure un indicateur de surveillance clé de tendance de l'inflation à plus long terme.

Notre opinion – *La faiblesse de l'inflation globale perdure en zone euro mais l'inflation sous-jacente se redresse modestement. La progressive disparition de facteurs exceptionnels permet de prévoir une reprise de l'inflation en fin d'année. Le rythme de croissance des prix resterait néanmoins modeste à 1,2% fin 2019.*

France : PLF 2020, priorité aux ménages

Le gouvernement a présenté en fin de semaine dernière son projet de loi de finances pour l'année 2020. Les mesures annoncées en avril, suite au grand débat, viendront soutenir le pouvoir d'achat des ménages. Près de 10 milliards d'euros de baisses de taxes sont donc prévues en faveur des ménages en 2020. Les principales mesures sont la baisse de 5 milliards d'euros de l'impôt sur le revenu, la suppression de la taxe d'habitation et l'exonération et la défiscalisation des heures supplémentaires. Les entreprises bénéficieront dans une moindre mesure d'un soutien budgétaire estimé à 1 milliard d'euros. La baisse du taux d'impôt sur les sociétés bénéficiera majoritairement aux entreprises ayant un chiffre d'affaires inférieur à 250 millions d'euros. En effet, afin de partiellement financer les mesures de soutien aux ménages, la baisse du taux d'impôt sur les sociétés pour les plus grandes entreprises a été repoussée. En suivant des trajectoires différentes, la baisse des taux d'impositions sur les sociétés pour les grandes entreprises de plus et moins de 250 millions d'euros de chiffre d'affaires convergera à 25% à l'horizon 2022.

Cette politique de soutien à la croissance est financée par des économies en dépenses. Toutefois, celles-ci ne permettent pas de réduire le solde structurel mais simplement de le stabiliser, même si la charge de la dette se réduit de 1,5 à 1,4% du PIB. Par conséquent, les prévisions de déficit ont été révisées. Si le déficit devrait être ramené à 2,2%

du PIB en 2020 (contre 2,0% dans les prévisions du plan de stabilité en avril), après 3,1% en 2019, c'est en majeure partie dû à la disparition de l'effet bascule CICE / baisse de charge qui pèse à hauteur de 0,8 point sur le déficit en 2019. La dette quant à elle ne baisserait que de 0,1 pt de PIB à 98,7% en 2020.

Pour plus d'information, consultez notre publication « [France – Projet de loi de finances pour 2020](#) »

Principales mesures du PLF 2020 hors effet bascule CICE / baisse de charges (Mds€)

A destination des ménages :

Baisse d'impôt sur le revenu	-5
Suppression de la taxe d'habitation	-3,7
Défiscalisation et exonération des heures supplémentaires	-0,8
Autres mesures (dont hausse de la fiscalité du tabac)	0,2
Total	-9,3

A destination des entreprises

Baisse du taux d'impôt sur les sociétés	-2,5
Autres mesures (suppression niches fiscales, ...)	1,5
Total	-1

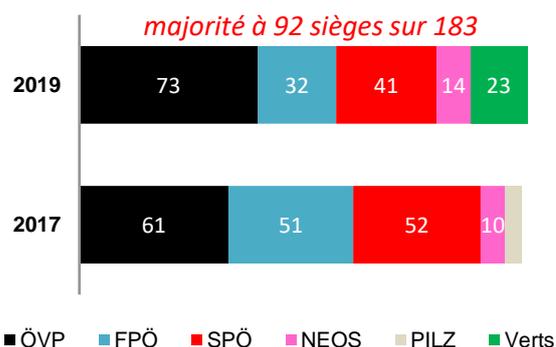
Notre opinion – *Dans un contexte de ralentissement économique européen et suite aux récentes tensions sociales, le gouvernement confirme son virage en faveur des consommateurs. Après les mesures pro-business des dernières années, la politique de demande entamée en 2019 sera poursuivie en 2020 avec comme mesure phare la baisse de l'impôt sur le revenu. Si les gains de pouvoir d'achat de 2019 ont jusqu'ici été largement épargnés, les impacts sur la consommation sont généralement visibles dans les deux ans suivant la hausse du pouvoir d'achat. Les politiques en faveur des ménages devraient donc porter leurs fruits en fin d'année et en 2020. Nous prévoyons d'ailleurs une accélération de la consommation des ménages dans les prochains trimestres. Le déficit structurel est stabilisé mais ne se réduit pas, ce qui conduit à un déficit public encore assez élevé, 2,2% du PIB, proche du solde stabilisant. Ceci repousse une nouvelle fois les objectifs de réduction de la dette publique, même si les taux très bas contribuent à limiter le déficit. Les efforts structurels devront être poursuivis dans les années à venir afin de diminuer progressivement le ratio de dette et de reconstituer une marge de manœuvre budgétaire.*

Autriche : le parti conservateur et son leader sont confortés à la chancellerie

Le résultat des élections législatives anticipées autrichiennes ont eu pour principale conséquence de réaffirmer la confiance des électeurs en l'ancien chancelier S. Kurtz et le parti conservateur ÖVP. Celui-ci a en effet obtenu 38,4% des voix. Ces élections ont vu le jour après une affaire de soupçons de corruption concernant le vice-chancelier FPÖ M. Strache qui avait entraîné sa démission et une motion de censure validée à l'encontre du chancelier. Avec 7 points de plus à la sortie des urnes, c'est donc un retour en force de S. Kurtz sur le devant de la scène politique. Le parti socio-démocrate du SPÖ arrive en deuxième position avec 21,5% des suffrages exprimés mais en baisse de 5 points comparativement à leur précédent score. Il avait fait campagne sur un salaire minimum non imposable et un encadrement des loyers. Le SPÖ ne fera probablement pas partie de la future coalition en raison de trop grandes divergences entre le parti et le leader des conservateurs. Le FPÖ, ancien partenaire de coalition, conserve la troisième place mais se retrouve sévèrement sanctionné et perd 8 points. Une alliance avec celui-ci reste mathématiquement possible mais l'échec de la dernière coalition rend cette issue politique difficile. Enfin, le parti des Verts, fait une percée singulière, en triplant quasiment son dernier résultat pour atteindre 12,4% des voix. Celui-ci a bénéficié de la crise climatique pour réclamer

une taxation sur les émissions de CO2, des péages majorés pour les camions et des réductions du coût du transport au niveau local. Avec le score engrangé, il est en mesure de rentrer dans le futur gouvernement de coalition comme partenaire minoritaire. Pour l'heure, nous ne savons pas quel partenaire sera privilégié dans la future coalition, le leader de l'ÖVP doit en effet consulter chacun des partis élus pour connaître leurs intentions en la matière afin de commencer des négociations qui s'avèreront ardues dans tous les cas.

Projections des sièges au parlement après élections



Sources : Ministère de l'Intérieur, Crédit Agricole S.A.

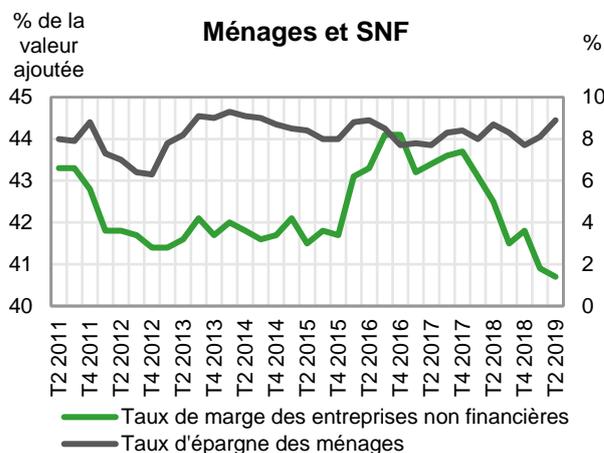
Notre opinion – Les autrichiens ont confirmé le retour de S. Kurtz et du parti conservateur ÖVP à la tête du futur gouvernement. L'expérience et l'échec de son précédent gouvernement avec le FPÖ et l'animosité affichée envers le SPÖ pourraient ouvrir la voie à un partenariat avec les Verts qui font un retour remarqué au Conseil national autrichien. Reste encore à négocier une feuille de route politique dans laquelle chacun pourrait se retrouver, mais le chemin à parcourir est encore bien long avant de combler le fossé qui les sépare.

Italie : l'épargne des ménages encore en hausse au T2, les marges des entreprises en baisse

Au deuxième trimestre 2019, le revenu disponible brut des ménages a augmenté de 0,9% par rapport au trimestre précédent. Le pouvoir d'achat a récupéré la totalité de la hausse en raison d'une variation nulle du déflateur de la consommation. La consommation a progressé de 0,1% après la variation nulle du premier trimestre ce qui a entraîné une forte hausse du taux d'épargne qui est passé de 8,1% au T1 à 8,9% au T2. Le taux d'investissement des ménages (le rapport entre la formation brute de capital fixe et le revenu disponible brut), s'est établi à 5,8% au deuxième trimestre 2019, en baisse de 0,2 point.

Le taux de marge de profit des entreprises non financières a reculé de 0,2 point pour s'établir à 40,7%. La baisse s'explique par une variation nulle de la valeur ajoutée au deuxième trimestre et un recul de l'excédent brut d'exploitation de -0,6%. Les investissements des entreprises ont progressé de

0,3%, ce qui a fait grimper le taux d'investissement à 21,6%, un niveau qui n'a pas été observé depuis 2011.



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – Les comptes des secteurs institutionnels au deuxième trimestre confirment le ralentissement de la consommation des ménages dans un cadre de hausse du pouvoir d'achat. Nous avons déjà observé la même dynamique au premier trimestre. Les dépenses de consommation des ménages italiens sont en décélération depuis le deuxième trimestre 2017, en ligne avec les indicateurs de confiance des consommateurs, qui avaient fortement chuté depuis le début de l'année en cours. Cela avait poussé les ménages à constituer une épargne de précaution. Depuis l'été, les indicateurs de confiance se sont stabilisés, ce qui devrait encourager la consommation au T3 et au T4.

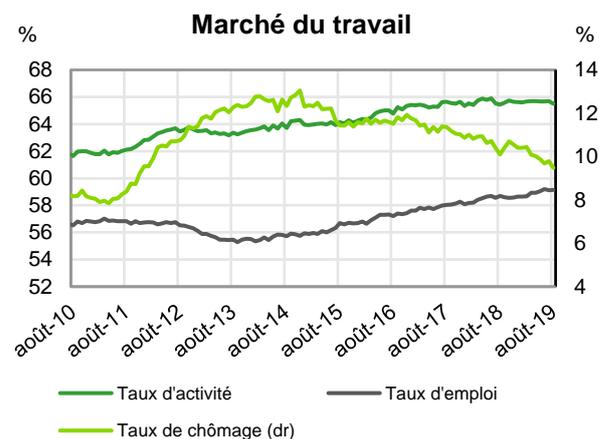
Le taux de marge des entreprises se dégrade depuis 2016. La décélération de la production est évidente depuis la fin 2017 mais c'est l'excédent brut d'exploitation qui recule fortement depuis l'été 2018 en variation annuelle. La bonne dynamique du marché de l'emploi a impacté la capacité des entreprises à dégager de la marge dans un contexte de ralentissement de la demande domestique et extérieure. Les enquêtes trimestrielles de la Commission européenne signalent un recul de l'utilisation de la capacité installée au T2 et au T3, même si elle se maintient à des niveaux très élevés (77% au troisième trimestre) en ligne avec la forte décélération des investissements observée depuis le début de l'année 2018. La stabilisation de la confiance des consommateurs n'a pas été accompagnée par celle des entreprises : l'indicateur se retrouve à des niveaux très bas pour l'industrie et les services tandis que la construction et le commerce au détail se révèlent plus confiants.

👉 Italie : nouvelle baisse du chômage en août

Le taux de chômage italien recule à nouveau. Après la légère remontée du mois de juillet (9,8%), l'indicateur s'affiche à 9,5% en août, un niveau qui n'a pas été observé depuis l'année 2011. Pourtant, le taux d'emploi reste quasiment stable à 59,2% en raison de la progression de l'emploi salarié (+0,2% sur un mois dont +0,2% pour les contrats à durée indéterminée et +0,2% pour les contrats à durée déterminée), compensé par le recul des indépendants (-0,6%).

Sur un an, l'emploi a progressé de 0,6% (soit +140 000 individus). La progression vaut autant pour les femmes que pour les hommes dans toutes les tranches d'âge, à l'exception des 35-49 ans. La croissance sur l'année est tirée par les effectifs permanents (+199 000), tandis que les effectifs à durée déterminée et les indépendants ont diminué de 30 000 et 29 000 respectivement. La croissance de l'emploi s'accompagne d'une baisse du nombre

de chômeurs (-7,0%) et des inactifs âgés de 15 à 64 ans (-0,5%).



Source : Istat, Crédit Agricole S.A.

☑ Notre opinion – L'emploi en Italie ressort stable en août. La bonne dynamique des contrats à durée indéterminée apporte de la solidité à la demande et c'est une bonne nouvelle pour l'Italie. En prévision, les enquêtes PMI continuent de signaler une expansion de l'emploi dans les secteurs des services, la construction et le commerce de détail, mais toujours pas dans l'industrie.

👉 Italie : le budget 2020 cherche à ménager la chèvre et le chou

Relancer la croissance tout en assurant l'équilibre des comptes publics. Telle est l'ambition déclarée par le gouvernement jaune-rouge (M5S, Parti démocrate, LEU, Italia Viva) dans le cadrage macroéconomique et financier pour l'année 2020 présenté cette semaine. Ce document dessine les grandes lignes de la programmation budgétaire pour l'année prochaine sans néanmoins détailler les mesures de la prochaine Loi de finances qui sera dévoilée le 15 octobre prochain.

Relancer la croissance d'abord, car ceci était le cheval de bataille du précédent gouvernement

jaune-vert. La narration pro-croissance est donc reprise pour ne pas défigurer, mais pour ne pas angoisser on la dessine dans le respect des règles européennes ou presque. Pourtant, les projections de croissance du gouvernement ne sont pas ambitieuses, bien qu'elles soient jugées plutôt optimistes par le bureau budgétaire parlementaire en charge de leur validation. La croissance du PIB en 2020 passerait du 0,4% prévu à législation constante à 0,6%, grâce aux mesures du prochain budget. Pas de véritable relance et un impact modeste, mais il faut rappeler que le gouvernement

se heurte à une remontée programmée du taux de la TVA pour un montant de 23 Mds €, soit 1,3 point de PIB. Tout l'enjeu de ce budget était donc de trouver le financement pour éviter une telle ponction sur la consommation qui aurait coûté 0,3 point à la croissance. Ceci était un engagement des forces de gouvernement et il a été respecté. Les marges de manœuvre pour financer d'autres mesures étaient donc limitées.

Finalement, le gouvernement s'engage à stabiliser son déficit budgétaire à 2,2% pour la troisième année consécutive, ce qui peut être considéré comme un exploit dans un contexte de croissance atone. Des moindres charges d'intérêts de 0,1 point de PIB lui permettent de compenser la réduction de son excédent primaire à 1,1% en 2020. En effet, la baisse de la prime de risque sur le souverain italien ainsi que l'abaissement généralisé des rendements souverains de la zone euro a déjà apporté 2,7 Mds € d'économies en 2019 et devrait en fournir 2,1 Mds € au moins l'année prochaine.

Le déficit public reste inférieur à la limite de 3%, mais ce n'est pas cela qui compte pour l'Italie. En effet, la règle de la dette n'est pas respectée puisque le ratio dette/PIB ne baisse pas au rythme exigé par les règles européennes. Le gouvernement doit donc montrer qu'il réduit le déficit structurel (hors facteurs conjoncturels) au rythme de 0,5 point de PIB par an. L'Italie présente en effet un déficit structurel de 1,2% en 2019 qui se doit de converger vers l'objectif de moyen terme établi par les règles européennes à 0,5% d'excédent. Le rythme requis de convergence est une baisse du déficit structurel de 0,5 point par an jusqu'à atteindre l'objectif. Et c'est bien sur cette trajectoire de convergence que le budget 2020 fait défaut puisqu'il prévoit une dégradation de 0,1 point du déficit structurel. Les règles européennes prévoient néanmoins une certaine marge et n'envisagent l'ouverture d'une procédure que si la déviation par rapport au rythme requis est excessive, soit supérieure à 0,5 point. Pour éviter une déviation excessive, le gouvernement italien compte sur l'utilisation d'une marge de flexibilité qui lui permettrait de sortir du calcul du déficit structurel les dépenses exceptionnelles pour la soutenabilité environnementale et le risque hydrogéologique et

sismique. Cette marge de 0,2 point de PIB lui a déjà été concédée au cours des dernières années et la Commission européenne semble disposée à en accepter la prolongation.

Finalement ce chemin étroit que le gouvernement s'engage à emprunter ne lui permet que peu de mesures de dépenses supplémentaires ou de réduction des recettes : la baisse des charges salariales pour les revenus inférieurs à 26 000 € par an (pour un coût de 0,15 point de PIB), de maigres mesures en faveur des entreprises (l'augmentation du crédit d'impôt sur la formation professionnelle dans le cadre d'industrie 4.0) et un *green new deal* qui prévoit la dotation de 50 Mds € sur 15 ans de deux fonds (un d'État, l'autre des collectivités) pour le réaménagement urbain, la conversion énergétique et l'incitation aux énergies renouvelables.

Les ressources pour financer ces nouvelles dépenses sont repérées dans la baisse des dépenses des ministères (0,1 point de PIB) et dans un programme ambitieux de lutte à l'évasion fiscale (qui s'attaque sérieusement aux paiements en espèces) pour 0,4 point de PIB. C'est sur l'efficacité de ce programme que la Commission européenne pourrait émettre des doutes. Mais le gouvernement semble prêt à l'accompagner d'une clause de réduction automatique des dépenses en cas d'échec à collecter les recettes annoncées.

Il est fondamental de remarquer que le gouvernement, tout en prenant acte des moindres dépenses réalisées en 2019 que programmées sur les deux mesures phare du gouvernement précédent (revenu de citoyenneté et anticipation des départs à la retraite), ne remet pas en cause ces deux dispositifs. Il se limite pour le second à annoncer sa fin anticipée en 2021 (le dispositif étant prévu sur base d'expérience sur une période de trois ans à partir de 2019).

Finalement, le gouvernement annonce une baisse du ratio dette/PIB dès 2020, qui passerait de 135,7% en 2019 (après une révision comptable à la hausse par Eurostat suite à l'élargissement du périmètre des APU) à 135,2% en 2020.

Royaume-Uni

Royaume-Uni : croissance confirmée à -0,2% au deuxième trimestre

La croissance du PIB au deuxième trimestre 2019 a été confirmée à -0,2% en variation trimestrielle, après une hausse de 0,6% au premier trimestre. Sur un an, la croissance de l'activité ralentit à 1,3%, depuis 2,1% au premier trimestre.

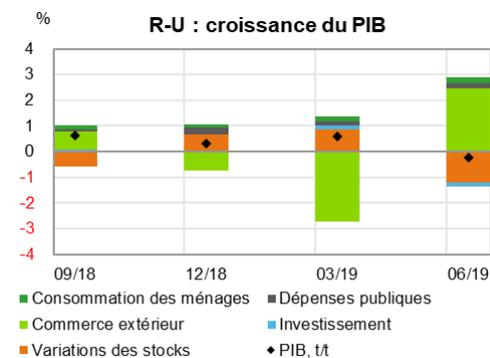
La consommation des ménages a été révisée à la baisse pour les deux premiers trimestres de l'année. Elle s'établit à 0,4% au deuxième trimestre, reflétant une hausse de 0,9% des dépenses liées à l'immobilier. La croissance annuelle de la consommation des ménages a ralenti à 1,6% en 2018, après une hausse de 3,8% en 2016 et de 2,3% en 2017, en raison d'un ralentissement dans les secteurs des loisirs et de la culture, des produits alimentaires et des divers biens et services.

A contrario, la croissance de l'activité a été soutenue par une forte hausse de la consommation publique. Celle-ci a crû de 1,1% en variation trimestrielle (après une révision de 0,4%), contribuant pour 0,2 point de pourcentage à la croissance du PIB.

Des mouvements importants ont été enregistrés par le commerce extérieur avec des révisions significatives. La baisse des exportations de biens et de services sur le trimestre est estimée à 6,6%. Les importations ont chuté de près du double (-13%), résultant en une baisse du déficit commercial à 2,1% du PIB depuis 4,2% au premier trimestre. En conséquence, le commerce

extérieur contribue pour 2,5 points de pourcentage à la croissance du PIB au deuxième trimestre.

La formation de capital fixe, qui inclut l'investissement ainsi que les variations de stocks et les acquisitions moins cessions d'objets de valeur, a reculé de 15,6% reflétant le contrecoup d'une très forte constitution de stocks en amont de la date initiale du Brexit du 29 mars 2019, mais également une nouvelle baisse de l'investissement. Au deuxième trimestre, les variations de stocks ont soustrait 1,2 point de pourcentage à la croissance du PIB. L'investissement productif recule de 0,4% en variation trimestrielle, l'investissement public de 3,6%. Depuis fin 2017, l'investissement productif a baissé de 3%.

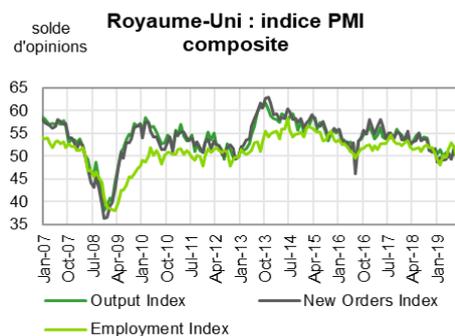


Source : ONS, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les données du PIB révèlent une forte volatilité de l'activité largement liée à l'incertitude du Brexit. La consommation des ménages, seul moteur de la croissance britannique avec la consommation publique, permet de limiter la chute de l'activité alors que la forte contribution du commerce extérieur est en réalité due à de mauvais chiffres côté importations. Cependant, ce moteur s'essouffle. La croissance de la consommation des ménages ralentit à 1,1% contre 1,8% au deuxième trimestre 2018. Le taux d'épargne, révisé à la hausse, a augmenté à 6,8% depuis son plus bas à 4% début 2017. Il s'agit d'un inversement de tendance qui va de pair avec la confiance des ménages dégradée et un comportement plus prudent en termes d'endettement. Les données de crédit publiées par la BoE cette semaine, pour le mois d'août, montrent un ralentissement du crédit à la consommation et une baisse des accords hypothécaires. Si l'économie britannique devrait éviter une récession comme le suggèrent les données dures disponibles (nous anticipons une croissance de 0,2% au troisième trimestre), les perspectives restent sombres.

Royaume-Uni : les enquêtes PMI au mois de septembre en territoire de contraction

Les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats suggèrent une légère contraction de l'activité au mois de septembre et un pessimisme qui gagne du terrain à travers tous les secteurs de l'activité. Le secteur manufacturier, à 48,3 après 47,4, reste sous le seuil de 50 pour le cinquième mois consécutif sur fond de faiblesse des commandes et de hausses des coûts. Le PMI des services chute à 49,5 en septembre après 50,6 en août, signalant une baisse de l'activité et de l'emploi pour la première fois depuis le mois de février. Le PMI composite s'établit à 49,3 contre 50,2 le mois précédent.



Source : Markit, Crédit Agricole S.A.

Notre opinion – Les PMI suggèrent une nette détérioration des perspectives avec notamment la plus forte baisse de l'emploi depuis décembre 2009.

 **Royaume-Uni : B. Johnson propose une zone réglementaire commune sur toute l'Irlande**

Le 2 octobre dernier, le premier ministre britannique B. Johnson a envoyé à la Commission européenne son tant attendu [plan pour remplacer le backstop irlandais](#) (clause de sauvegarde pour empêcher le retour d'une frontière physique entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord). B. Johnson propose que l'Irlande du Nord reste alignée sur les règlements du marché intérieur européen pour les biens (produits agro-alimentaires, animaux vivants, produits manufacturiers, etc.). Il n'y aurait donc pas de contrôles réglementaires entre les deux Irlandes. Les produits arrivant en Irlande *via* le Royaume-Uni devraient être contrôlés dans les ports britanniques ou irlandais. En revanche, l'Irlande du Nord serait membre d'une union douanière britannique, ce qui

impliquerait la nécessité de collecte de taxes douanières au passage entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande. Elle n'aurait cependant « pas lieu à la frontière entre les deux pays, ni près de cette frontière virtuelle », assure le gouvernement britannique, mais se ferait de manière « décentralisée ». Les entreprises exportatrices rempliraient des déclarations électroniques en amont et un très petit nombre de contrôles physiques seraient nécessaires et se feraient à distance de la frontière. A la fin d'une période transitoire et, tous les quatre ans, l'Irlande du Nord aurait la possibilité de choisir entre rester alignée à l'UE ou revenir vers les règles britanniques, qui auraient divergé de celles de l'UE des 27.

☑ Notre opinion – *La Commission européenne n'a pas fermé la porte à la proposition du gouvernement britannique, mais reste prudente. Elle a salué l'alignement de l'Irlande du Nord aux règles de l'UE pour l'ensemble des biens, tout en émettant les mêmes réserves qu'auparavant sur les contrôles douaniers qui doivent être faits sur l'île d'Irlande. Elle note notamment le fait que « des points problématiques » subsistent et doivent être résolus d'ici les 17-18 octobre, notamment le besoin d'une solution « légalement opérationnelle » aux contrôles douaniers qui doit répondre aux objectifs de préservation du marché unique de l'UE et de respect de l'accord du Vendredi saint. Même si un accord de dernière minute était conclu entre l'UE et le Royaume-Uni (une majorité qualifiée du Conseil européen suffit, donc absence de veto de la part de l'Irlande), un Brexit ordonné nous semble toujours peu probable le 31 octobre, en raison notamment de l'absence de majorité parlementaire du gouvernement actuel et du manque de temps pour ratifier une hypothétique nouvelle version de l'accord. Nous continuons d'anticiper un nouveau report du Brexit et de nouvelles élections d'ici la fin de l'année.*

Europe centrale et orientale, Asie centrale

Slovaquie : il ne faut pas que la zone de turbulences dure très longtemps

La transition économique slovaque, comme pour les autres pays d'Europe centrale, a été basée depuis longtemps sur le développement d'un profil industriel. La proximité avec l'Allemagne et l'Autriche ainsi qu'un environnement de très bas coûts lui ont procuré des avantages de sous-traitance et de fabrication de produits industriels à destination des pays d'Europe développés. Beaucoup d'investissements directs étrangers provenant de grands groupes industriels européens ont permis de dynamiser le tissu économique du pays et ont contribué au rattrapage des niveaux de vie et de revenus de la Slovaquie avec la moyenne de l'UE (de 45% à 75%).

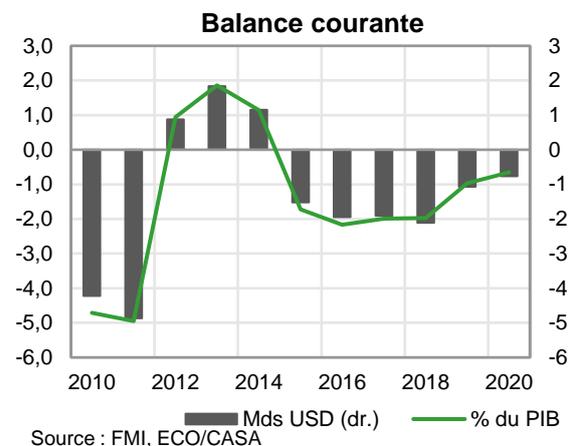
L'entrée dans l'espace européen en tant que pays membre en 2009 a encore plus accéléré le mouvement. Progressivement, cette économie de cinq millions d'habitants s'est ouverte et aujourd'hui plus de la moitié de son PIB (95 milliards d'euros) est exportée.

Essentiellement dans l'industrie automobile, mais pas uniquement, la plus grande phase d'investissements étrangers devrait être déjà derrière nous. Dans les prochaines années, il faudra s'attendre à des investissements d'amélioration de la productivité avec davantage d'automatisation de chaînes de production mais un peu moins de nouveaux grands projets d'installation d'usines. En revanche, pour les plus petites et moyennes entreprises, la Slovaquie devrait rester une opportunité en termes de compétitivité mais également de potentiel interne.

Bien que le pays soit de petite taille, le marché interne est de plus en plus dynamique. Le poids de la consommation des ménages est plus significatif dans la structure du PIB (55%) et sa croissance plus soutenue (3,5%). Elle devrait à moyen terme devenir un des principaux moteurs de croissance à côté de l'investissement (+ 6,8% en 2018), impliquant par

ailleurs le risque de creuser le déficit courant par une hausse des importations. En 2018, ces dernières ont augmenté de 5,3% contrairement à 4,8% de hausse des exportations.

Le ralentissement de la dynamique de croissance européenne et la baisse de la demande allemande, surtout dans le secteur automobile, pourraient ralentir les exportations slovaques. L'environnement global du commerce risque de peser sur les exportations malgré la compétitivité de la production et l'accroissement des capacités des dernières années. Il faut préciser qu'il y a en Slovaquie, une très forte concentration des exportations : les quatre premiers produits représentent 80% des exportations. Ensuite, c'est une question de temps. Le renforcement du marché interne et la volonté de diversification de l'économie pourraient être des facteurs de résistance. Par contre, face à une détérioration globale et de longue durée du marché international, l'ouverture de l'économie pourrait se révéler actuellement un réel inconvénient plutôt qu'un atout.



Notre opinion – Dans tous les cas, un ralentissement de la croissance du PIB est attendu pour les prochaines années. Autour de 3,5% à court terme et en dessous de 3% à moyen terme. Le contexte externe d'une part, et le retournement « normal » du cycle d'autre part, vont finir par dévoiler les fragilités du modèle économique slovaque.

La forte hausse des salaires des dernières années, dans un marché de presque plein emploi, impacte d'ores et déjà la rentabilité des entreprises. Cette hausse pourrait en contrepartie obliger les entrepreneurs à investir davantage en automatisation et innovation en produisant ainsi un effet positif sur la productivité du travail et la croissance potentielle.

Néanmoins, les problématiques institutionnelles et la perception de la corruption restent encore à améliorer et pourraient devenir un frein dans un contexte de plus faible rentabilité.

Les évolutions démographiques sont également très importantes : le rapide vieillissement de la population constitue un frein pour le marché interne mais également pour les capacités de main-d'œuvre disponible. Dans ces conditions, les exigences des investisseurs à l'avenir porteront encore plus sur la stabilité politique et les efforts de réformes, notamment du système judiciaire et de la lutte contre la corruption.

Asie

Chine : les fonds de pension américains sous surveillance ?

Les évolutions de la guerre commerciale restent pour l'instant très incertaines, mais on peut légitimement anticiper un pallier dans l'affrontement, avec cette idée qu'aller plus loin provoquerait trop de dommages collatéraux pour les États Unis comme pour la Chine. La situation politique intérieure américaine très chahutée peut aussi jouer dans les mois à venir comme un facteur d'apaisement, le président Trump étant un peu plus fragilisé politiquement (mais difficile à ce jour de dire si son socle électoral va résister, ou non, à la procédure d'*impeachment*).

Cependant, ce qui a fait baisser les valeurs boursières la semaine dernière, notamment les semi-conducteurs et les high-tech, n'est pas la guerre commerciale, mais ce qui se profile derrière depuis des mois, à savoir, des discussions et déclarations de l'administration Trump pour contrôler l'accès à la bourse américaine des entreprises chinoises, et plus généralement aux financements américains. C'est un sujet dont l'enjeu économique est largement aussi important que celui de la guerre commerciale, mais surtout, cela pointe un risque : on peut avoir en même temps un pallier sur la question commerciale, voire des signaux de

désescalade, et un déplacement de l'affrontement géopolitique entre les deux grandes puissances sur un autre domaine ; en l'espèce celui des flux financiers, à travers les règles et politiques de gestion des fonds d'investissement (en particulier les fonds publics, dédiés aux retraites ou à l'épargne des fonctionnaires).

La question monte en fait depuis longtemps, et même bien avant l'élection de D. Trump, puisque dès 2015, les filiales chinoises des grands cabinets (Deloitte, KPMG, Price et Ernst and Young) avaient dû payer de lourdes amendes pour avoir refusé de fournir aux autorités américaines les informations nécessaires sur les entreprises chinoises pour lesquelles elles travaillaient.

Le problème s'est à nouveau cristallisé l'été dernier avec une loi de « délisting » qui permettra de radier des entreprises chinoises ne respectant pas les obligations de transparence du PCAOB (*Public Company Accounting Oversight Board*). Rappelons que les 156 sociétés chinoises inscrites à la cote du NASDAQ et de la Bourse de New York, dont au moins 11 sociétés d'État, représentaient une capitalisation de 1,2 TRL USD début 2019.

☑ Notre opinion – *L'adoption de mesures qui viseraient plus clairement à limiter les investissements des fonds de pension dans les valeurs chinoises seraient évidemment un signal très fort d'une accélération du scénario de « decoupling » des deux économies. Et il est surtout possible qu'un certain nombre de fonds d'investissement anticipent, quoi qu'il en soit, un risque de cette nature, recomposant naturellement leur stratégie, pour prendre en compte ce scénario géopolitique, comme de nombreuses entreprises sont en train de le faire pour leur supply chain asiatique.*

Afrique du Nord, Moyen-Orient

Arabie : dégradation du rating par Fitch, la géopolitique un peu mieux prise en compte

Suite à l'attaque contre les installations pétrolières saoudiennes par des forces dans l'orbite de l'Iran, l'agence de notation Fitch a dégradé le rating du pays de A+ à A. Ce mouvement positionne désormais l'agence juste entre les ratings de Moody's (A1, soit un cran au-dessus) et S&P (A-, soit un cran au-dessous). Pour justifier sa décision, Fitch évoque non seulement la vulnérabilité géopolitique du royaume saoudien, au cœur des tensions dans le Golfe (notamment son enlèvement militaire au Yémen, les fortes tensions avec l'Iran et la vulnérabilité de son appareil productif au cœur de sa rente) mais également des raisons économiques.

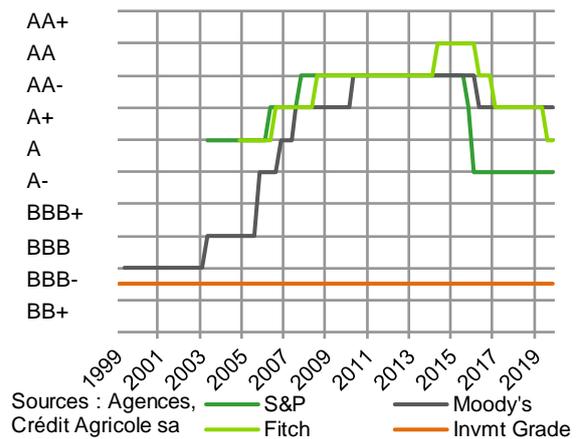
Parmi celles-ci sont pris en compte :

- le déficit budgétaire qui devrait se creuser à 6,7% du PIB cette année (après 5,9% en 2018), une performance médiocre due à des seuils d'équilibre maintenus à 83 USD le baril, essentiellement pour des raisons sociales.
- les prévisions de prix du pétrole entre 60 et 62 USD le baril pour les années 2020 et 2021, des estimations proches des évaluations du marché (effectivement, le prix du baril est redescendu à 60 USD compte tenu de la restauration rapide de sa production par Aramco).
- la hausse consécutive du niveau de dette publique (la dette gouvernementale au sens strict est estimée à

26% du PIB par l'agence et celle des entreprises publiques à 20% du PIB).

- la baisse des actifs nets en devises compte tenu des larges émissions souveraines des dernières années (calculés à 74% du PIB).
- des indicateurs structurels (gouvernance, chômage, créances douteuses des banques) stables ou en légère détérioration.

Arabie : ratings souverain LT



Notre opinion – Les agences de ratings ont toujours eu beaucoup de difficultés à prendre en compte les risques politiques et géopolitiques et ont souvent fait preuve d'une grande prudence dans leur évaluation. Cette décision, sans être totalement nouvelle, illustre donc que l'opinion des marchés est en train de changer ses anticipations et que l'incertitude structurelle s'est renforcée. Bien que l'Arabie reste un bon risque (dépassé seulement dans la région par Israël, le Koweït, Qatar et les Emirats), la décision de Fitch valide la montée de l'inquiétude au sein des analyses.

Après l'affaire Khashoggi, la vulnérabilité de l'appareil productif saoudien lié à l'intensification des risques géopolitiques dans le Golfe devrait rendre encore un peu plus difficile l'attraction d'investisseurs directs étrangers nécessaires à la réalisation des objectifs de diversification de l'économie. En février dernier, les autorités saoudiennes avaient chiffré à 475 Mds USD (soit les deux tiers du PIB) les investissements totaux nécessaires au plan « Vision 2030 ». Paradoxalement, ce sont donc sans doute les activités non pétrolières qui seront pénalisées (sous forme de déficit d'investissements) par l'attaque contre l'industrie pétrolière saoudienne.

Liban : la Banque centrale fournit des devises aux banques peu liquides

La Banque du Liban vient de publier un communiqué pour apporter un soutien en liquidités en devises pour les Institutions financières à court de dollar afin de ne pas bloquer les importations de biens essentiels. Les montants concernés par ces soutiens ne sont pas communiqués.

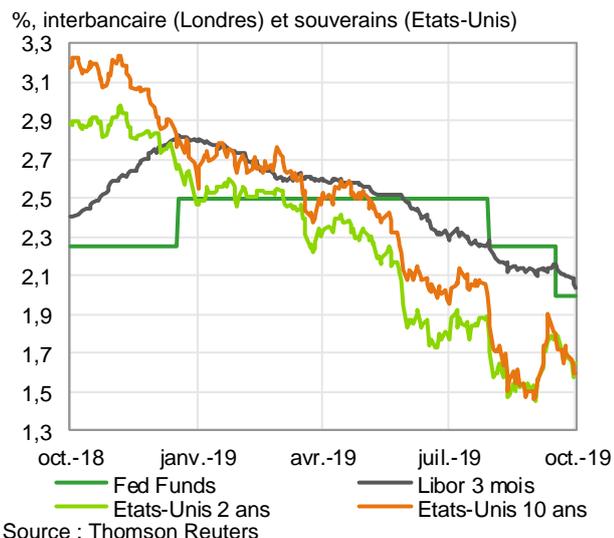
Parallèlement à cette annonce, l'agence de rating Moody's a mis sous surveillance négative le rating du

pays actuellement à Caa1. L'agence alerte les dirigeants libanais sur la dégradation de l'ensemble des indicateurs macro-économiques mais surtout de la baisse des flux de devises en provenance de l'étranger et des risques de sortie du peg en cas de crise de liquidité.

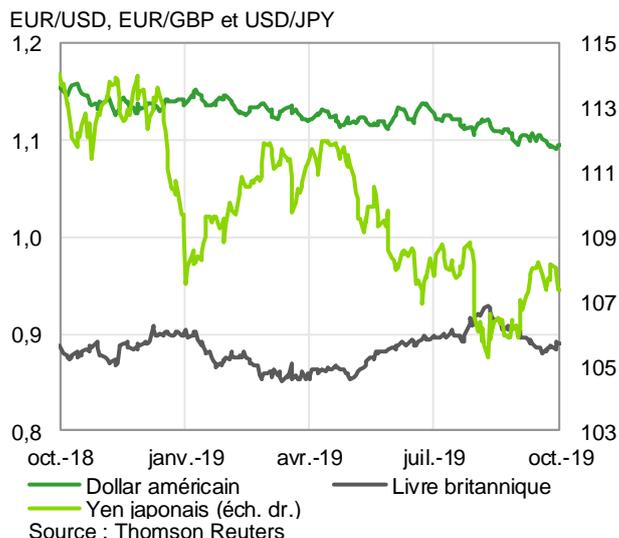
Notre opinion – Une forme d'impatience généralisée se fait jour au Liban, qui illustre la profondeur de la crise : impatience des manifestants le week-end dernier à Beyrouth devant l'absence de perspectives d'emplois et contre la corruption, impatience du FMI qui demande à ce que les réformes soient réalisées et pas seulement annoncées, et impatience des bailleurs de fonds internationaux qui retiennent toujours l'aide de 11 Mds en l'absence de redressement des comptes externes et publics.

Tendances à suivre

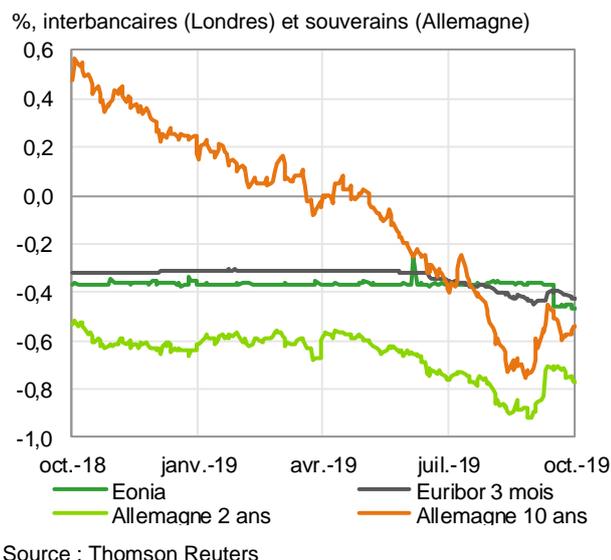
Taux d'intérêt en dollar américain



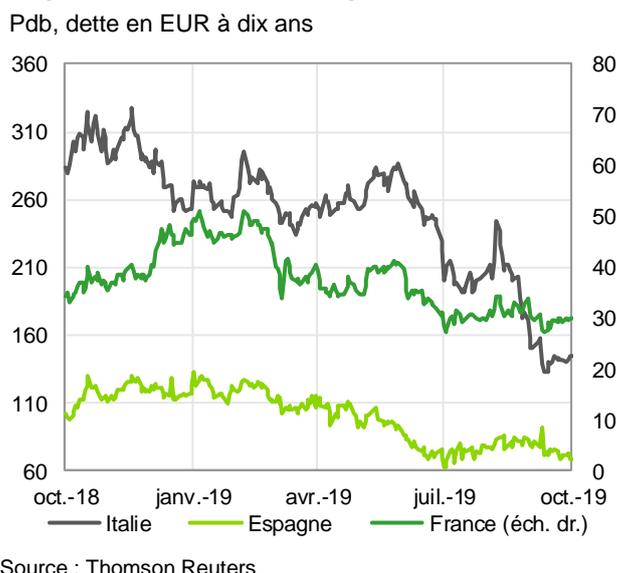
Taux de change des principales devises



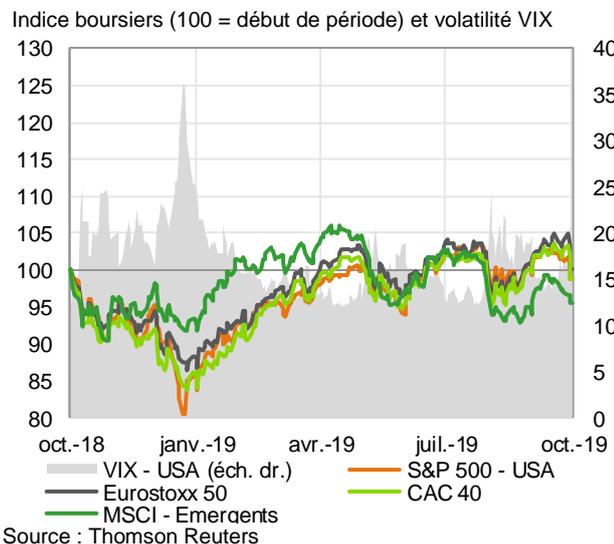
Taux d'intérêt en euro



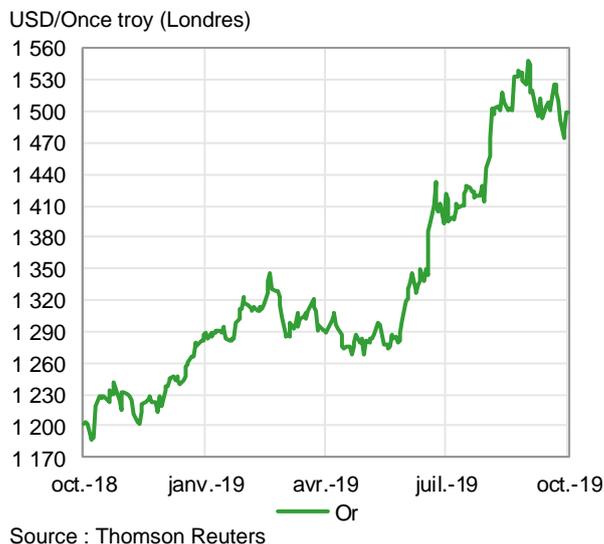
Spreads souverains européens avec le Bund



Marché actions

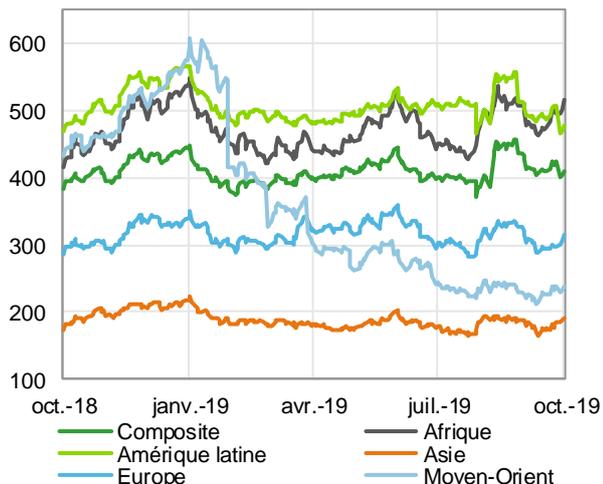


Cours de l'once d'or



Spreads souverains émergents avec le T-Bond

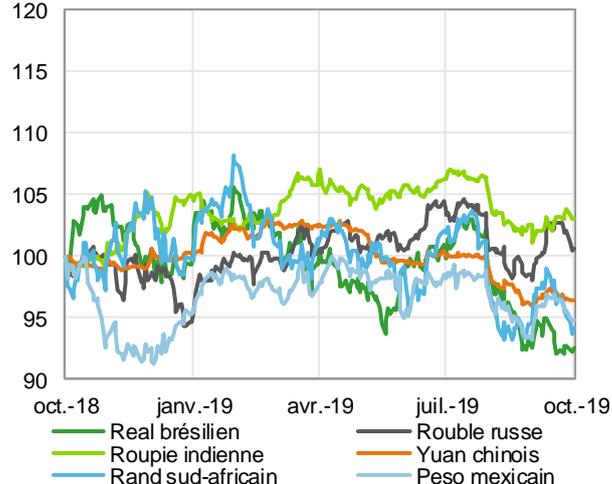
Indices EMBI+ (pdb, dette en USD de plus d'un an)



Source : JP Morgan

Devises émergentes

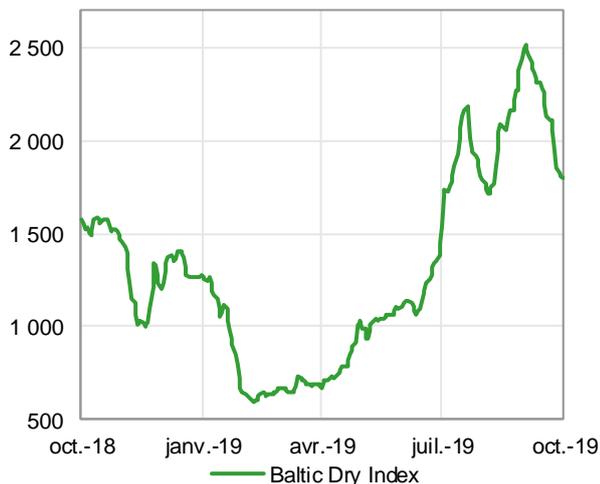
/USD (indice 100 = début de période)



Source : Thomson Reuters

Coût du transport maritime de vrac sec

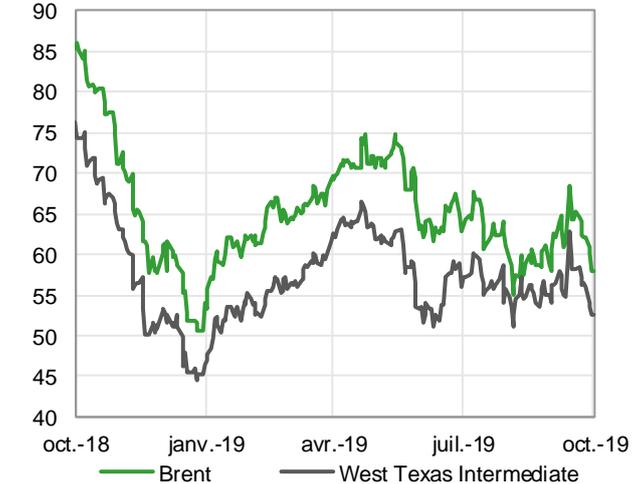
Baltic Dry Index (USD/point)



Source : Baltic Exchange

Cours du baril de pétrole brut en USD

Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Source : Thomson Reuters

Cours des métaux

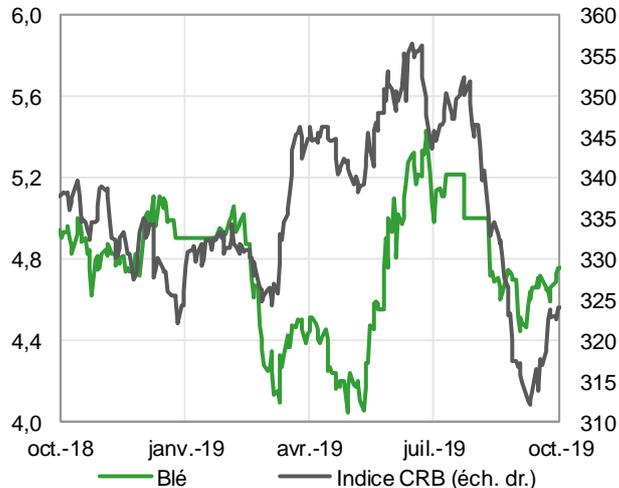
USD/tonne métrique



Sources : Steel Home, London Metal Exchange

Agriculture

SRW Wheat (USD/boisseau) et CRB foodstuffs (USD/point)



Sources : USDA, CRB

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
30/09/2019	<u>France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020</u>	France, immobilier
27/09/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
24/09/2019	<u>France – Établissement de santé : Tendances en septembre 2019</u>	France , sectoriel
20/09/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/09/2019	<u>La mue laborieuse du système politique espagnol</u>	Point de Vue
17/09/2019	<u>France – Travail temporaire, tendances à mi-septembre</u>	France, sectoriel
13/09/2019	<u>Monde - L'actualité de la semaine</u>	Monde
11/09/2019	<u>Italie – La normalisation de la politique est un bien grand mot</u>	Italie
09/09/2019	<u>PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole</u>	Agri-agro
06/09/2019	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/09/2019	<u>L'agenda de la rentrée européenne</u>	Europe
24/07/2019	<u>Italie – Scénario 2019-2020 : Croissance atone, budget sur le fil du rasoir et compromis politique</u>	Italie
23/07/2019	<u>France – Scénario 2019-2020 : la consommation tire la croissance</u>	France
18/07/2019	<u>Allemagne – Scénario 2019-2020 : une croissance amputée par le secteur industriel</u>	Allemagne
17/07/2019	<u>Espagne – Scénario 2019-2020 : le miracle espagnol rattrapé par le ralentissement européen</u>	Espagne
16/07/2019	<u>France – Transports routiers de marchandises : tendances à mi-juillet 2019</u>	Sectoriel
03/07/2019	<u>Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 : inventer une nouvelle sagesse pour...</u>	Monde



Monde – Scénario macro-économique 2019-2020 – 3 juillet 2019

Inventer une nouvelle sagesse pour une nouvelle époque

Prévisions économiques & financières

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Zone euro : Ticiano BRUNELLO, Olivier ELUERE, Paola MONPERRUS-VERONI, Anna SIENKIEWICZ, Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS

Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale : Tania SOLLOGOUB, Ada ZAN

Asie : Sylvain LACLIAS

Amérique latine : Catherine LÉBOUGRE

Afrique du Nord, Moyen-Orient : Olivier LE CABELLE

Afrique sub-saharienne : Anne-Lise AURICHE

Documentation : Dominique PETIT, Elisabeth SERREAU

Statistiques : Robin MOURIER

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Véronique CHAMPION – Fabienne PESTY

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

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](#)

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. 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.