Perspectives

Trimestriel – N°19/170 – 9 octobre 2019

MONDE – Scénario macro-économique 2019-2020

Une fragile ligne de flottaison

Les grandes économies ne recèlent pas les excès traditionnellement annonciateurs d'un repli violent de la croissance. Pourtant, toutes empruntent à des rythmes divers le sentier du ralentissement. L'assouplissement monétaire s'impose tant il est nécessaire de prévenir les risques inhérents à cette fin de cycle inédite, car largement motivée par l'incertitude. Mais déjà quelques voix dissonantes s'élèvent, tandis que d'autres rappellent que l'exercice d'assouplissement risque d'avoir atteint les limites de son efficacité et mérite d'être suppléé par la politique budgétaire.

Sommaire

Pays développés – La fin de cycle malmenée 3
Pays émergents – Plus résistants en cas de nouveau ralentissement ? 16
Pétrole – Panique dans la maison des Saoud 20
Politique monétaire – Les voix dissonantes 23
Taux d'intérêt – Bas, entre incertitudes et assouplissement monétaire 27
Taux de change – Le dollar ? Plus fort, plus longtemps 29
Prévisions économiques et financières 31

Alors que les grandes économies ne recèlent pas les excès classiques (dont l'inflation) qui annoncent inévitablement le retournement violent du cycle de croissance, toutes s'engagent à des rythmes divers sur la voie plus ou moins nette du ralentissement. Aux fondamentaux internes encore robustes s'opposent le fléchissement des demandes externes et l'incertitude diffuse, mais déjà coûteuse en termes de croissance.

L'essoufflement du commerce mondial de marchandises est patent : les dernières prévisions de l'Organisation mondiale du commerce sont éloquentes. Après avoir crû de 4,6% en 2017 et de 3% en 2018 (pour des taux de croissance du PIB mondial en volume de, respectivement, 3% et 2,8%), le commerce de marchandises ne progresserait que de 1,2% en 2019 (à rapprocher d'une prévision de 2,6% en avril) pour se redresser en 2020, sous réserve d'un retour à des relations commerciales « normales ». La prévision est entourée d'une incertitude très élevée[1] et les risques sont clairement baissiers. L'espoir de voir le commerce se ressaisir suppose que se dissipent (ou tout au moins se calment) les conflits commerciaux, les tensions géopolitiques et la volatilité financière. Or, si des répits sont envisageables, rien ne suggère une accalmie durable : la pérennité des affrontements commerciaux, politiques et géopolitiques est désormais inscrite comme un axe malheureusement puissant de notre scénario.

Aux **États-Unis**, bien qu'en repli, les créations d'emploi devraient être suffisantes pour stabiliser le taux de chômage et soutenir la consommation au moment où les droits de douane vont être appliqués aux biens de consommation. La croissance des dépenses des ménages devrait toutefois s'infléchir et, couplée au repli de

[1] Incertitude dont atteste l'ampleur de la fourchette au sein de laquelle se situe la prévision. Pour une croissance du PIB mondial en volume prévue à 2,3% en 2019 comme en 2020, les prévisions de croissance du commerce mondial se situent à l'intérieur de fourchettes respectivement égales à (0,5% ; 1,6%) et (1,7% ; 3,7%).

l'investissement (déjà nettement avéré) et de la demande extérieure, induire un repli de la croissance de 2,3% en 2019 vers 1,3% en 2020, tout en évitant la récession.

En **zone euro**, aux risques externes[2] s'oppose également la résistance de la demande interne, tout particulièrement, de la consommation des ménages. Si l'emploi et les revenus « tiennent » encore, c'est sur l'arbitrage consommation/épargne que l'attention devra *in fine* se porter. La remontée récente du taux d'épargne confirme que le niveau très bas des taux d'intérêt n'est pas « démotivant ». Plus généralement, un taux d'intérêt très faible est une condition nécessaire, mais certainement pas suffisante, une condition qui autorise, mais ne motive pas les décisions de consommation et d'investissement. En affectant tout particulièrement les pays évidemment les plus ouverts, mais aussi les plus exposés au secteur industriel, la décélération conduirait la croissance (fragmentée) de la zone euro vers 1,1% en 2020 (après n'avoir atteint que 1,2% en 2019, contre 1,9% en 2018).

Les **pays émergents**, victimes de la décélération de leurs exportations (décélération déprimant en outre rapidement l'investissement productif), vont affronter le ralentissement mondial dans une atmosphère d'assouplissement monétaire généralisé. En allégeant les pressions financières et, combiné à une inflation émergente globalement maîtrisée, cela devrait les aider à détendre leurs propres conditions monétaires : un amortisseur précieux dont il ne faut néanmoins pas attendre une reprise vigoureuse de l'activité. Quant à la **Chine**, au frein qu'exercent sur les exportations la guerre commerciale avec les États-Unis et le ralentissement mondial, s'adjoignent les précédents efforts de désendettement et les restrictions sur la demande de véhicules et de logements. Si les moyens monétaires et budgétaires permettent de contenir le ralentissement et guident la croissance (en moyenne annuelle) en 2020 autour de 6%, un passage temporaire sous ce seuil ne peut être exclu fin 2019.

L'assouplissement monétaire reste donc plus que jamais de mise, tant il est nécessaire de prévenir les risques inhérents à cette fin de cycle inédite, car largement motivée par l'incertitude. Or, déjà, quelques voix dissonantes s'élèvent, arguant notamment du dommage collatéral qu'est la formation de « bulles » financières, tandis que d'autres rappellent que l'exercice d'assouplissement a atteint ses limites et devra être suppléé par la politique budgétaire.

Un certain nombre de membres de la ***Federal Reserve*** se sont en effet opposés aux récentes baisses de taux, soulignant la solidité des perspectives, la vigueur de la consommation et les craintes concernant la stabilité financière. D'autres, en revanche, ont appelé à un assouplissement plus net de la politique monétaire, en raison de l'importance des risques baissiers issus des tensions commerciales, du ralentissement de la croissance mondiale et de la faiblesse de l'inflation. Avec le raffermissement de celle-ci et des statistiques économiques qui, bien qu'en ralentissement, restent satisfaisantes, un assouplissement supplémentaire limité devrait intervenir en 2019. En 2020, compte tenu de notre scénario de ralentissement plus net de la croissance, la Fed devrait procéder à deux baisses de taux supplémentaires afin d'éviter une récession. Le principe de précaution devrait donc prévaloir.

En zone euro, la BCE mobilise tous ses instruments pour tenter de répondre aux besoins différenciés des différents pays membres. En déployant une politique d'assouplissement « tous azimuts », elle signale tant sa volonté que sa capacité à amortir le ralentissement à court terme. Mais elle ne dissimule pas les inquiétudes sur l'aptitude de la politique monétaire à soutenir seule la croissance donc la demande agrégée. La politique budgétaire doit désormais jouer son rôle.

Les Banques centrales et les marchés financiers semblent engagés dans un jeu de dépendance toxique mutuelle. Dans un climat anxiogène empreint de doutes quant à l'ampleur du ralentissement économique (voire de la croissance en rythme de croisière), les Banques centrales accèdent à la demande pressante d'assouplissement de la part des marchés.

Elles ne peuvent notamment pas se permettre de voir un effet de richesse négatif peser sur le consommateur, voire l'inviter à reconstituer son épargne. Cette « bienveillance » conduira la Fed (divisée) à demeurer souple et à limiter les pressions haussières sur les taux d'intérêt longs. En zone euro, des facteurs structurels puissants conjugués à une conjoncture déprimée et une politique monétaire très accommodante continueront de pousser les taux d'intérêt *core* vers des niveaux historiquement bas, encore négatifs, tout en comprimant les primes de risque des pays périphériques. Rien ne permet d'envisager une quelconque « normalisation » rapide.

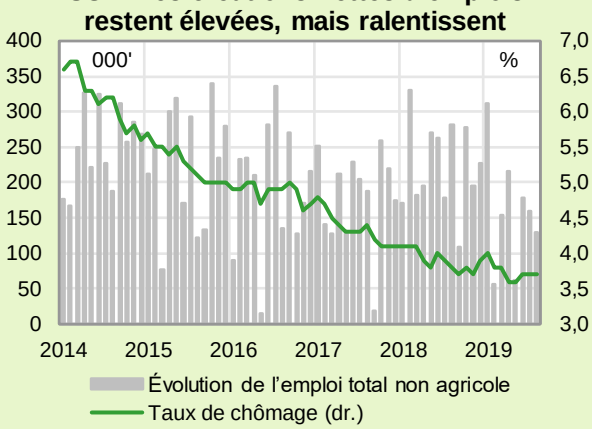
Dans un contexte toujours empreint de poussées d'aversion au risque, les assouplissements monétaires menés à des rythmes différenciés devraient continuer de permettre au dollar de tirer son épingle du jeu. **Le dollar américain devrait donc continuer de bénéficier de sa position de devise sûre à rendement élevé, au moins jusqu'à ce que le ralentissement se manifeste plus nettement aux États-Unis** (mi-2020).

[2] Notre scénario central retient l'hypothèse qu'un *Brexit* sans accord pourra être évité à court terme (nouvelle extension et élections anticipées au Royaume-Uni). L'impact d'un « *hard Brexit* » sur le Royaume-Uni et la zone euro fait néanmoins l'objet de focus.

Pays développés – La fin de cycle malmenée

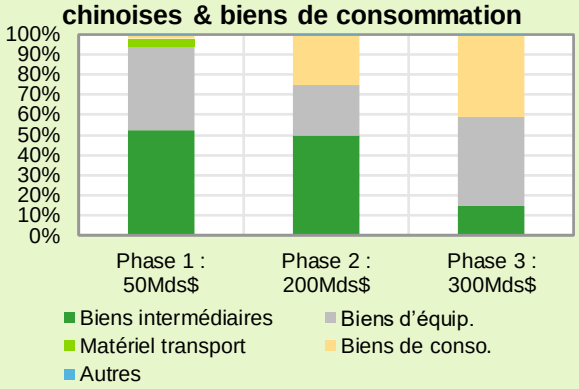
Alors que les grandes économies ne recèlent pas les excès classiques qui annoncent inévitablement le retournement violent du cycle de croissance, toutes s'engagent à des rythmes divers sur la voie plus ou moins nette du ralentissement. Aux fondamentaux internes encore robustes s'opposent le fléchissement des demandes externes et l'incertitude diffuse, mais déjà coûteuse en termes de croissance.

USA : les créations nettes d'emplois restent élevées, mais ralentissent



Sources : BLS, Haver, CA CIB

USA : droits de douane sur les importations chinoises & biens de consommation



Sources : Peterson Inst. for International Economics, USITC Dataweb

États-Unis : les tensions commerciales vont peser sur la croissance en 2020

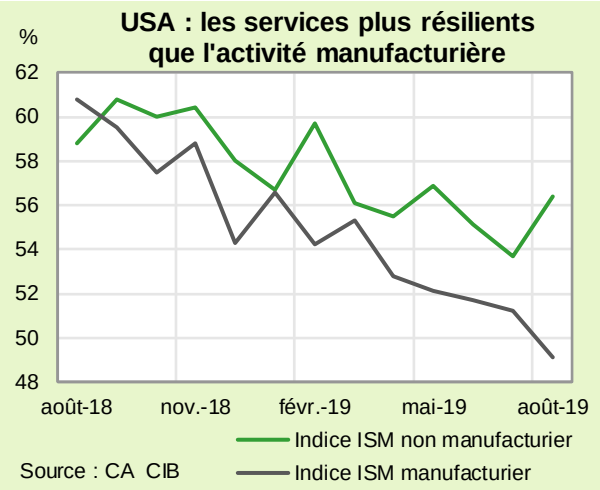
La croissance a bien résisté au cours du premier semestre et, en juillet dernier, l'actuelle période d'expansion est ainsi devenue la plus longue de l'histoire des États-Unis. La croissance a atteint 3,1% au premier trimestre et 2% au deuxième trimestre. Nos prévisions la situent à 2,2% en glissement annuel pour l'année 2019, un niveau supérieur au potentiel. L'activité a été tirée par la consommation, sur fond de marché du travail robuste : le taux de chômage est proche de son plus bas niveau depuis cinquante ans et les salaires augmentent progressivement.

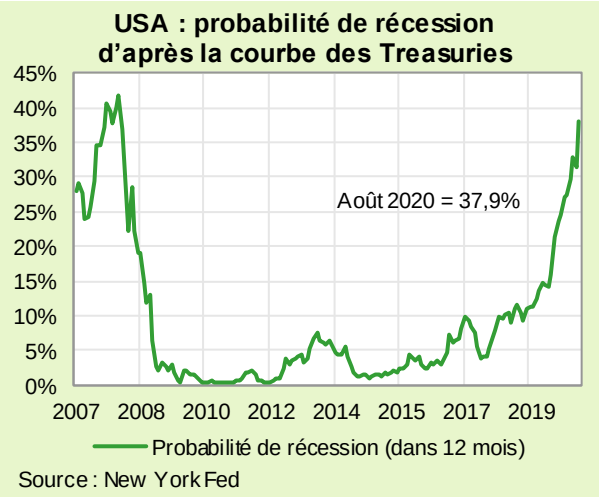
L'avenir nous invite cependant à moins d'optimisme : l'escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine va finir par pénaliser l'économie américaine et pourrait conduire à un repli de la croissance vers 1,1% en glissement annuel en 2020, un rythme inférieur au potentiel. Toutefois, compte tenu de la résilience de certains secteurs de l'économie et de la réaction attendue de la Fed (elle devrait répondre au ralentissement par un nouvel assouplissement de sa politique monétaire au premier semestre 2020), l'économie sera suffisamment solide pour éviter une récession.

Si l'économie a bien résisté – dans l'ensemble – au premier semestre, certains signes inquiétants ont commencé à apparaître : des signaux préoccupants envoyés notamment par le secteur manufacturier et par l'investissement des entreprises. L'indice ISM manufacturier a baissé progressivement cette année avant de plonger en zone de contraction (c'est-à-dire sous la barre des 50 points) en août, pour la première fois depuis 2016. La production manufacturière, quant à elle, a diminué au cours de chacun des deux premiers trimestres de l'année. L'investissement des entreprises, enfin, s'est replié au deuxième trimestre, malgré le rythme encore soutenu de la croissance.

L'investissement restera faible en 2020, malgré la bonne tenue du secteur non manufacturier. L'escalade des tensions commerciales maintiendra un niveau élevé d'incertitude, conduisant de nombreuses entreprises à différer leurs dépenses d'investissement, des entreprises qui s'adaptent à un environnement changeant et prennent le temps de déterminer si (et comment) elles doivent réorganiser leurs chaînes logistiques. De plus, la hausse des droits de douane et la croissance plus forte des salaires observées récemment, combinées au manque de latitude des entreprises à fixer leurs prix de vente, sont susceptibles de réduire les marges bénéficiaires et de peser davantage sur l'investissement productif. La faiblesse des prix du pétrole suggère, par ailleurs, une baisse des dépenses d'investissement dans les structures d'exploration pétrolière et gazière.

Bien que la consommation ait été particulièrement forte au deuxième trimestre 2019 et doive *a priori* le rester au cours des





prochains mois, notre scénario retient un tassement en 2020, moins marqué toutefois que celui de l'investissement des entreprises. Les biens de consommation seront plus fortement pénalisés avec l'entrée en vigueur des droits de douane supplémentaires sur les importations chinoises, ce qui réduira le pouvoir d'achat des consommateurs, lequel pourrait être également affecté par un effet de richesse négatif en cas de réaction défavorable des marchés boursiers à la montée des tensions commerciales. Par ailleurs, bien que le marché du travail reste solide, des signes clairs de ralentissement sont apparus et les créations nettes d'emplois sont passées d'une moyenne de 223 000 en 2018 à un chiffre à peine supérieur à 150 000 au cours des six derniers mois. Ce chiffre excède encore le niveau permettant – selon les estimations – de stabiliser le taux de chômage ; cependant, la baisse des investissements des entreprises devrait s'accompagner d'une baisse des embauches et promouvoir une remontée du taux de chômage à 4,1%.

Qu'attendre du côté des dépenses publiques ? Une augmentation est possible une fois que les projets de loi de crédit auront été adoptés dans le cadre des nouveaux plafonds de dépenses décidés en juillet. Mais cela ne constituera pas une relance budgétaire de nature à compenser les effets négatifs de la guerre commerciale. Les deux principaux partis politiques se sont exprimés en faveur de dépenses d'infrastructure mais, en pratique, leurs priorités sont différentes, rendant un accord difficile. De plus, il semble peu probable que les démocrates concluent un accord majeur dont Trump pourrait s'attribuer le mérite en année électorale.

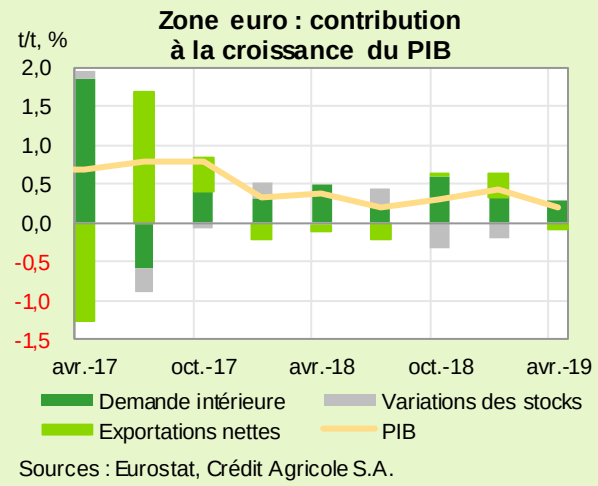
La Fed devrait procéder à une nouvelle baisse des taux de 25 points de base au quatrième trimestre 2019 à titre préventif, puis à deux baisses supplémentaires de 25 points de base au premier semestre 2020, en réponse au ralentissement attendu de la croissance. **Ces baisses de taux, conjuguées à une résilience des ménages suffisante pour maintenir la consommation en territoire positif, devraient permettre d'atténuer les effets de l'intensification des tensions commerciales et de la montée des incertitudes. L'économie américaine devrait ainsi significativement ralentir tout en évitant, grâce au soutien monétaire, une récession.**

Zone euro : le cycle est mort, vive le cycle américain !

Impact des risques géopolitiques déjà lisibles sur la production manufacturière ; dégradation marquée de la confiance, mais résilience du secteur privé ; politiques macro-économiques accommodantes. **Quelles forces risquent de faire plier davantage le cycle européen ? D'autres forces peuvent-elles contribuer à son endurance ? C'est tout l'enjeu de notre scénario qui doit statuer sur le maintien d'un équilibre fragile entre ces forces opposées.** La croissance sera positive (1,2% en 2019 et 1,1% en 2020), mais inférieure à son rythme potentiel. Après le léger rebond du premier trimestre (1,2% en glissement annuel), le taux de croissance du PIB au deuxième trimestre 2019 a marqué une nouvelle baisse qui laisse à l'année 2019 un acquis de croissance de 1%. Nous n'inscrivons pas d'accélération ni en deuxième partie de 2019, ni en 2020.

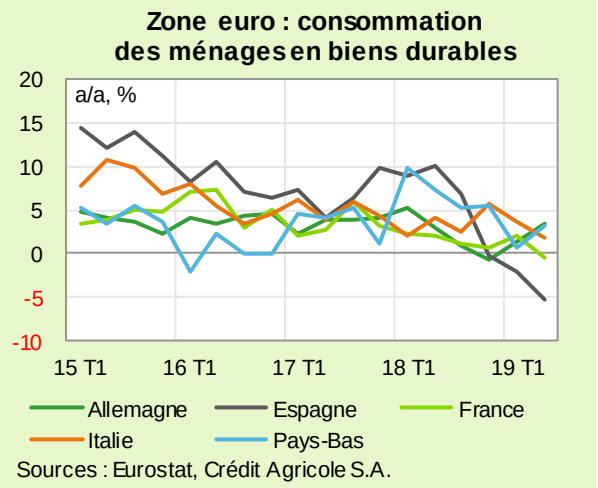
Au deuxième trimestre, la croissance (à 0,2% sur le trimestre) s'est bien infléchie par rapport au trimestre précédent, mais le rythme d'expansion encore soutenu de la demande intérieure (1,6% sur un an) a continué d'apporter une contribution positive (0,3 point). Pour la première fois depuis octobre 2018, le cycle des stocks (avec une contribution nulle) n'a pas amputé la croissance. C'est finalement le coup d'arrêt des

exportations nettes qui, avec une contribution négative à la croissance, justifie l'infléchissement. Les enquêtes de septembre menées auprès des directeurs d'achats des entreprises signalent une croissance quasi-nulle de la zone euro au troisième trimestre 2019, freinée par une contraction persistante du secteur manufacturier, accompagnée d'un affaiblissement de la croissance du secteur des services. La fin du troisième trimestre a ainsi connu un ralentissement de l'expansion de l'activité globale et les perspectives d'activité au cours des prochains trimestres sont peu favorables.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La difficulté à lire la situation conjoncturelle actuelle de la zone euro vient du fait que la régularité du cycle européen (et mondial) a été malmenée. On ne décèle pas de déséquilibres fondamentaux en termes de contraintes de capacités ou d'endettement à l'origine des retournements cycliques. Les enchaînements économiques sous-jacents à ces régularités macro-économiques sont entravés par la faiblesse de l'inflation et le déficit (structurel) de demande agrégée. Ce ne sont donc plus les tensions excessives pesant sur l'offre (les moyens de production étant exagérément sollicités) qui limitent la croissance. Le cycle de crédit est aussi fortement contraint par la règlementation plus stricte et la politique macro-prudentielle plus active et destinée à ne pas reproduire les vulnérabilités passées. Les tensions inflationnistes sont contraintes à la fois par une dynamique intérieure des salaires très modérée et par une pression déflationniste importée sur les biens. Elles reflètent moins le déséquilibre demande-offre que la synchronisation des prix de production répondant à l'organisation des chaînes de valeur mondiales. Finalement pour le cycle européen, seuls comptent le cycle américain, la politique de la Réserve fédérale, l'incertitude sur la politique économique américaine et les chocs sur la stabilité financière, dont la puissance de contagion a fortement augmenté au cours de la dernière décennie.



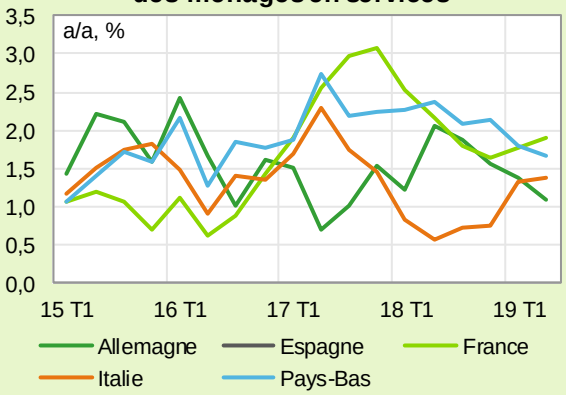
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Face à ces risques en provenance d'ailleurs, la perception d'une marge de manœuvre très limitée des autorités monétaires et budgétaires exacerbe le biais déflationniste et pousse davantage à la baisse le taux d'intérêt sans risque, réduisant davantage les marges d'action. Cette lecture est nécessaire pour comprendre que ce n'est pas dans les fondamentaux, encore solides de la demande intérieure de la zone euro, que se logent les origines du prochain retournement cyclique.

La résilience du secteur privé se fonde sur une situation économique et financière des agents privés relativement solide. Les ménages, faiblement endettés, profitent de revenus en hausse et de gains de pouvoir d'achat. Jusqu'ici, cela a permis d'augmenter l'investissement non-financier et financier tout en garantissant un rythme de croissance soutenu de la consommation. Cette dernière, après avoir progressé à un rythme de 1,8% entre 2015 et 2017, a trouvé depuis le début 2018 une progression à 1,2% en rythme annuel. Outre l'essoufflement naturel du cycle de consommation durable, trois facteurs expliquent la hausse concomitante du taux d'épargne. Tout d'abord, l'incertitude croissante pesant sur les perspectives économiques a généré une épargne de précaution. Par ailleurs, la hausse des prix de l'immobilier résidentiel et un besoin d'apport plus important justifient une remontée du taux d'autofinancement, malgré l'accélération du financement bancaire. Enfin, le souci de reconstituer le patrimoine financier, après les baisses de valorisations d'actifs intervenues fin 2018, demande un effort d'épargne financière. Cet effort pourrait être rendu moins nécessaire avec le redressement des valorisations des actifs financiers, soutenu par les baisses des taux récentes et anticipées. Ceci conforte les perspectives de hausse de la

richesse nette, tout en promettant des effets de richesse positifs. Quant au soutien que la consommation de biens durables peut apporter aux dépenses des ménages, il reste limité, même si les évolutions récentes ont pu être affectées par les vicissitudes liées aux nouvelles normes écologiques. Après la faiblesse constatée en 2018, concomitante à la reprise de l'inflation, on assiste, en revanche, à un renforcement de la consommation en biens non durables et en services. Cette reprise pourrait se prolonger car fondée sur une progression solide du pouvoir d'achat. Si la croissance du salaire unitaire montre une décélération au deuxième trimestre 2019 (2,4%, après 2,6%), les salaires négociés (2%, après 2,3% au premier trimestre) assurent encore une croissance bien supérieure à l'inflation. Cette dernière est attendue en légère hausse en fin d'année (1,2% en décembre), du fait de la disparition des facteurs exceptionnels qui ont poussé l'inflation à la baisse en milieu d'année (baisse de l'inflation des services en Allemagne liée à la comptabilisation différente des « *Holiday's Packages* », changement dans la méthode d'agrégation), mais elle ne dépassera pas le 1,2% fin 2020.

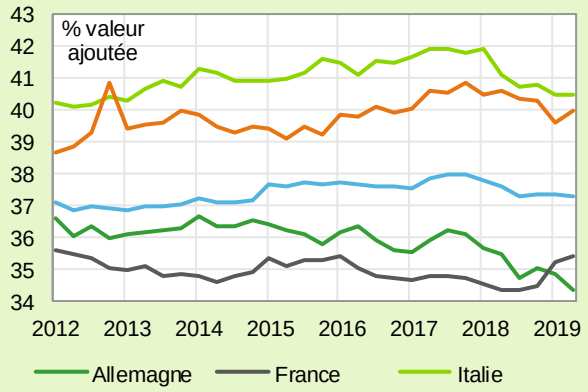
Zone euro : consommation des ménages en services



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

L'emploi résiste encore à l'affaiblissement du cycle : il a jusqu'ici peu décéléré. Certes, le rythme des créations d'emploi dans l'industrie s'est infléchi (de 1,6% fin 2017 à 0,9% au deuxième trimestre), mais ce repli est sans commune mesure avec l'effondrement de la valeur ajoutée du secteur (-1,3% au deuxième trimestre sur un an). Et l'emploi dans les services marchands continue de progresser au rythme moyen de 1,4% depuis quatre trimestres. La croissance reste donc très riche en emplois grâce, notamment, à la contribution du secteur des services, plus intensif en main-d'œuvre. C'est donc la productivité qui s'est ajustée au ralentissement de l'activité (-0,1% sur un an au deuxième trimestre pour l'ensemble de l'économie), en particulier dans l'industrie (-2,2% sur un an). Malgré la progression modérée des salaires, cette baisse de la productivité affecte la profitabilité. Le taux de marge a effacé tous les gains engrangés depuis 2015 dans la zone euro. Pour l'Allemagne, la baisse renvoie la profitabilité à son niveau du début des années 2000.

Zone euro : taux de marge



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La question est donc la suivante : peut-on espérer une normalisation de l'activité dans l'industrie pour enrayer cette dégradation des marges ou faudra-t-il un ajustement de l'emploi ou encore de l'investissement ? Le rythme d'accumulation du capital physique reste soutenu, autant dans la construction que pour le capital productif (respectivement, 2,9% et 2,4% sur un an au deuxième trimestre). La composante machines et équipements reste dynamique, répondant à un taux d'utilisation des capacités en baisse, mais toujours élevé. Si l'investissement dans la construction est tiré par la composante résidentielle (3,4% sur un an), l'activité dans la construction hors logement reste soutenue (2,4%). Le cycle du logement devait néanmoins perdre en puissance, dans les pays du centre (hausse des prix, contraintes prudentielles croissantes sur le crédit avec l'application du coussin contra-cyclique en France et en Allemagne). L'immobilier résidentiel devrait en revanche se maintenir dans la périphérie, grâce à une offre de crédit généreuse et peu chère. Les récentes mesures annoncées par la BCE exercent une nouvelle pression à la baisse sur les taux et assouplissent les conditions d'accès à la liquidité pour les banques de la périphérie. En revanche, la réduction du coût de la liquidité excédentaire pour les banques du centre limite l'impact négatif sur leur profitabilité mais ne peut contrebalancer les freins précités.

La bonne tenue de l'emploi et de l'investissement sera clé pour valider notre scénario de résilience de la demande intérieure. Une

forte reprise de l'activité dans le secteur manufacturier n'est pas dans notre scénario. La fin du cycle mondial de consommation durable est actée et le coup porté par la guerre commerciale à l'investissement produit des effets durables. Toutefois, les chaînes de la valeur se réorganisent, mais la dislocation de la production manufacturière ne constitue pas notre scénario central. Dans ces conditions, le simple arrêt de la dégradation de la production industrielle peut éviter un enchaînement dangereux affectant l'emploi et l'investissement, se propageant au secteur des services. La demande intérieure de la zone euro pourrait continuer de garantir une croissance légèrement inférieure au rythme potentiel. Le soutien de la politique budgétaire sera positif, mais encore marginal à l'horizon de notre prévision. Parmi les pays disposant de marges budgétaires, seuls les Pays-Bas imprimeront une impulsion positive volontaire à la croissance. L'Allemagne, après avoir réduit son excédent structurel de 0,7 point de PIB en 2019, restera plus prudente en 2020 avec une impulsion inférieure à 0,3 point.

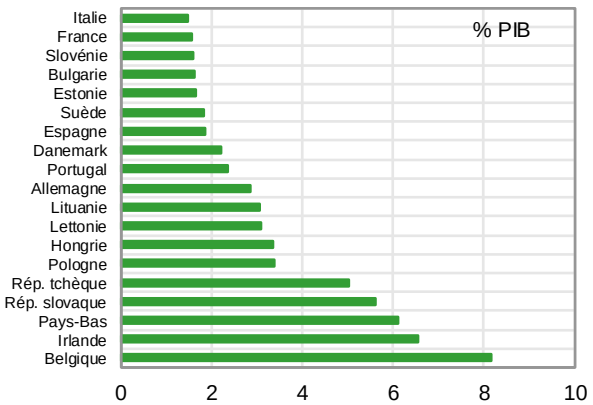
Focus – Brexit *: Impacts sur les pays de l'Union européenne*

Notre scénario de *Brexit* sans accord table sur : l'application de droits de douane non préférentiels (conformes au principe de « nation la plus favorisée » de l'OMC), la réintroduction de barrières non tarifaires asymétriques entre l'UE27 et le Royaume-Uni, la perte par le Royaume-Uni de certaines des préférences tarifaires et non-tarifaires existantes (il en bénéficie actuellement auprès de certains pays tiers avec lesquels l'UE a mis en œuvre des accords de libre-échange). Dans un tel scénario, différentes forces entreraient en jeu pour déterminer les pertes subies par chacune des parties prenantes.

La première est un **effet commercial direct** qui prend en compte l'élasticité des échanges et l'effet des barrières non-tarifaires sur les volumes échangés. Ces effets peuvent entraîner la destruction et/ou le détournement des échanges, pour les biens de consommation ou les biens intermédiaires utilisés dans les processus de production. L'ampleur du détournement des échanges serait probablement limitée, en raison de l'interdépendance des chaînes de valeur ajoutée : l'effet le plus probable serait un déclin des échanges de biens et de services entre le Royaume-Uni et l'UE27. L'impact sur les flux commerciaux résulterait à la fois d'effets prix (hausse des prix à l'importation) et d'effets revenus (baisse de l'activité).

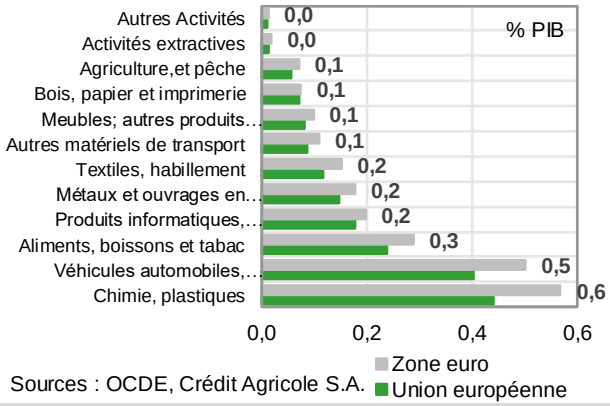
Les pays les plus exposés par le biais des liens commerciaux sont la Belgique, l'Irlande, les Pays-Bas, la Slovaquie et la République tchèque. Les pays plus grands comme la France, l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne seraient moins touchés que la moyenne de l'UE par les seuls effets des flux commerciaux directs. Les liens financiers sont également importants pour le Luxembourg, les Pays-Bas, Chypre, Malte et l'Irlande. Les secteurs les plus exposés *via* les liens commerciaux sont la chimie et l'automobile, dont les exportations vers le Royaume-Uni représentent plus de 0,5% du PIB de la zone euro.

UE : exportations de biens vers le R-U



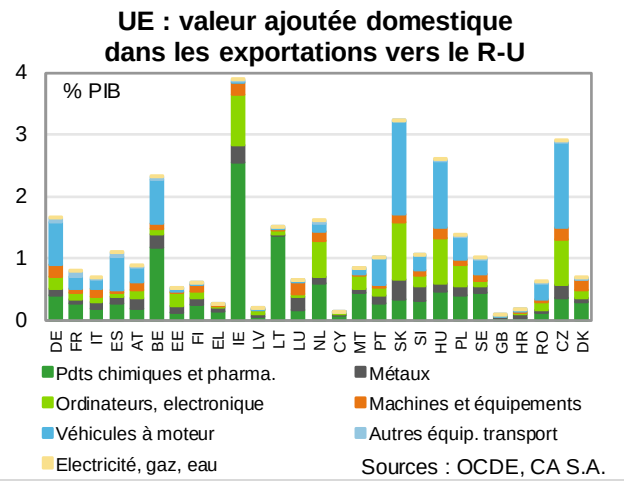
Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A.

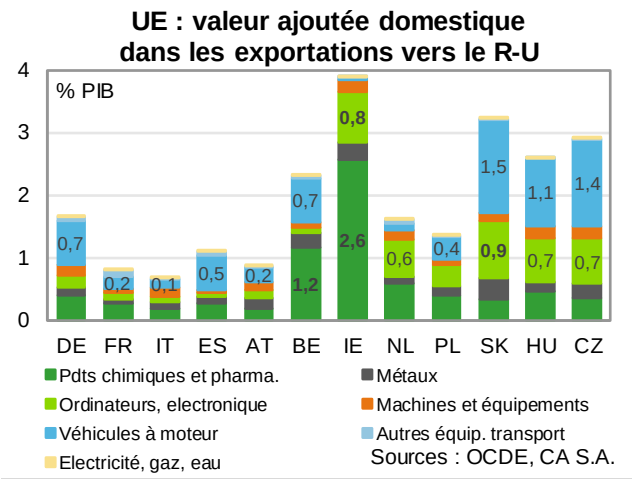
UE : exportations vers le R-U par secteurs



Sources : OCDE, Crédit Agricole S.A.

La vulnérabilité ne devrait cependant pas être évaluée uniquement sur la base des flux directs observés, ces derniers ne donnant qu'une information partielle sur l'imbrication des chaînes de valeur globales. Ainsi, les importations de l'UE de produits intermédiaires en provenance de l'étranger peuvent contenir de la valeur ajoutée provenant de l'étranger. De plus, l'offre aux pays de l'UE de produits intermédiaires en provenance de l'étranger contient également de la valeur ajoutée en provenance du Royaume-Uni, laquelle peut également contenir une valeur ajoutée en provenance de l'UE. La sensibilité de la zone euro aux importations britanniques est très importante, elle représente une part importante de la valeur ajoutée produite dans certains pays. **Le contenu en valeur ajoutée domestique des exportations de la zone euro vers le Royaume-Uni** représente 0,4% du PIB, les secteurs de l'automobile, de la chimie et de la pharmacie présentant, de loin la valeur ajoutée la plus importante au sein de l'UE. La part de la valeur ajoutée domestique est inférieure à la part des seules exportations.





L'Irlande est le pays le plus vulnérable en raison du contenu élevé en valeur ajoutée domestique de ses exportations dans les secteurs pharmaceutique, électronique et informatique. La Slovaquie, la République tchèque et la Hongrie présentent également une forte vulnérabilité, dans la mesure où ces pays fournissent un contenu à forte valeur ajoutée *via* leurs exportations de produits automobiles vers le Royaume-Uni. Les échanges sont également importants pour la Belgique et l'Allemagne, avec notamment des ventes automobiles à destination du Royaume-Uni et des importations de produits chimiques et pharmaceutiques en provenance du Royaume-Uni.

Les investissements directs étrangers (IDE) sont également impactés : des barrières commerciales plus élevées se traduiraient par une réorientation des flux d'investissement du Royaume-Uni vers l'Europe continentale. Cette réorientation s'appliquerait également aux IDE de pays tiers visant le marché unique.

Enfin, **la perte de la contribution britannique au budget de l'UE** jouera également un rôle en termes de réduction des dépenses. Près des trois-quarts des dépenses de l'UE étant consacrés à la politique de cohésion et à l'agriculture, les pays membres de l'UE qui en sont les bénéficiaires nets et les principaux bénéficiaires de ces politiques seront fortement impactés. La Hongrie, l'Espagne, la Belgique, le Danemark, la Lituanie, la Lettonie, la Pologne et la Roumanie reçoivent tous plus de 3% de leur PIB en fonds communautaires dans le cadre de ces politiques.

Dans l'ensemble, nous évaluons l'impact négatif immédiat d'un *Brexit* sans accord sur l'économie de la zone euro à 0,36 point de PIB, ce qui ramènerait la croissance du PIB à 0,8% en 2020, contre 1,1% dans notre scénario central.

Nous estimons un impact négatif de l'ordre de 0,25 point de PIB sur l'économie française à moyen terme. Ces estimations prennent en compte l'impact sur le commerce de biens et services, mais pas d'éventuelles barrières non-tarifaires. Des disruptions temporaires et immédiates liées à une désorganisation à la frontière britannique et à des contraintes techniques en cas de *Brexit* sans accord soudain pourraient également survenir. En France, l'impact du *Brexit* devrait être limité. En 2018, les exportations de biens vers le Royaume-Uni représentaient 1,4% du PIB français. En 2016, les exportations de services s'élevaient à 0,9% du PIB français. Si le poids des exportations de services reste constant, les exportations totales de la France vers le Royaume-Uni s'élèveraient à 2,3% du PIB.

Pour l'économie belge nous estimons un impact négatif de l'ordre de 1,0 point de PIB sur l'économie belge à moyen terme. En 2018, les exportations de biens à destination du Royaume-Uni représentent 7,0% du PIB belge. En 2016, les exportations de services s'élevaient à 2% du PIB belge. Si le poids des exportations de services reste constant, les exportations totales de la Belgique vers le Royaume-Uni s'élèveraient à 8% du PIB.

La croissance allemande se verrait amputée de 0,33 point de PIB (selon l'institut Ifo, elle le serait de seulement 0,2 point). Les deux tiers de l'impact seraient supportés par l'industrie (4,5 Mds €) et un tiers par les services (1,6 Md €). Au sein de l'industrie, le secteur automobile subirait les plus lourdes pertes avec une chute de la valeur ajoutée estimée à 1,1 Md € (18% de l'impact global). Le secteur pharmaceutique et les machines et équipements verraient également leur valeur ajoutée diminuer de 0,6 Md € chacun. Du côté des services, les impacts seraient plus limités, grâce à des gains de valeur ajoutée attendus notamment dans le secteur financier à hauteur de 0,3 Md € et dans les services de ventes de gros (0,24 Md €). Les services du conseil, notamment en informatique (+0,34 Md €) et en ingénierie seraient également gagnants, tandis que les secteurs de l'immobilier et de la santé accuseraient des pertes.

L'Italie présente une exposition significativement moins importante que les autres économies de la zone en termes d'investissements directs étrangers, d'investissements de portefeuille et de commerce avec le Royaume-Uni. Les exportations vers le Royaume-Uni représentent environ 5% des exportations totales du pays. Les exportations de boissons et de produits agroalimentaires seraient les plus affectées, avec des tarifs qui pourraient augmenter jusqu'à 19% pour les premiers et entre 6% et 35% (les produits laitiers) pour les deuxièmes. Les exportations de véhicules, d'autres moyens de transport et de machines et équipements seraient moins impactés. Les investissements directs étrangers sont moins significatifs en Italie (2,2% du PIB). Les investissements directs italiens au Royaume-Uni représentaient 1,4% du PIB. **La banque d'Italie estime l'impact d'un *hard Brexit* à 0,25% sur le PIB italien.**

Les Pays-Bas devraient être particulièrement affectés par le *Brexit*. Les exportations néerlandaises vers le Royaume-Uni représentent 8% du total des exportations, tandis que les biens en provenance d'outre-Manche comptent pour 7% des importations du royaume. Les secteurs les plus exposés à un *no-deal* sont l'agroalimentaire, l'énergie et la chimie. Les exportations néerlandaises pourraient ainsi baisser de 17%, si un scénario de *Brexit* sans accord venait à se matérialiser. Quant aux disruptions dans les chaînes de valeur, elles devraient pénaliser le secteur automobile en raison des difficultés d'approvisionnement. Certains secteurs pourraient cependant tirer leur épingle du jeu, c'est le cas notamment des services financiers et des services aux entreprises. **L'impact sur le PIB néerlandais serait de 0,35 point.**

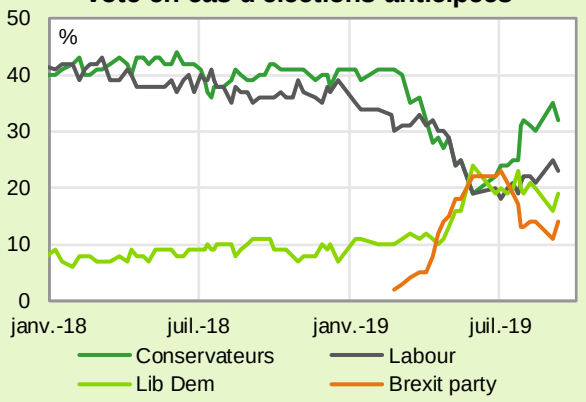
Bien que les exportations espagnoles de biens et services vers l'économie britannique représentent 7% des exportations, l'**Espagne** devrait être moins impactée que les autres pays de l'UE à une sortie du Royaume-Uni sans accord. **L'impact sur le PIB espagnol serait de 0,32 point.** Les exportations vers le Royaume-Uni restent concentrées autour des biens de consommation (l'automobile et l'industrie alimentaire avec respectivement 11% et 9% du total des deux catégories) et des biens intermédiaires. La production de biens d'équipement notamment, les équipements de transport (13% du total) seraient également pénalisés. Enfin, l'impact sur le secteur touristique espagnol pourrait être non négligeable au regard de l'importance des ressortissants britanniques qui représentent 20% des arrivées et des dépenses.

L'impact du *Brexit* serait plus prononcé pour l'Irlande que pour les autres pays de l'UE, compte tenu de la forte intégration entre les économies irlandaise et britannique. À ce jour, selon le groupe de réflexion britannique indépendant *Institute for Government*, environ 80% des biens exportés par l'Irlande sont destinés à/ou transitent par le Royaume-Uni. De même, 41% des importations alimentaires de l'Irlande et 55% de ses importations de carburants viennent de Grande-Bretagne. Le *Brexit* toucherait l'économie irlandaise par deux canaux de transmission principaux : un choc négatif sur les échanges résultant de l'imposition de mesures tarifaires et non-tarifaires et un choc positif résultant d'un détournement des IDE du Royaume-Uni vers l'Irlande. Ce dernier facteur ne compenserait que partiellement l'impact négatif global. Pour construire nos prévisions, **nous avons pris pour hypothèse une baisse de 1% du PIB irlandais (la moitié du choc subi par l'économie britannique), avec une légère récession pendant deux trimestres.**

Royaume-Uni : l'incertitude politique, seule certitude

Plus que quelques jours nous séparent de la date finale pour trouver un accord avec l'Union européenne (UE) sur le *Brexit*. Si en théorie elle est fixée au 31 octobre, il s'agit en réalité de celle du prochain Conseil européen, soit les 17-18 octobre. La proposition du 2 octobre dernier[3] du gouvernement britannique sur le *backstop* irlandais (clause de sauvegarde pour empêcher le retour d'une frontière physique entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord) a reçu un accueil mitigé de la part de la Commission européenne. 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 la donne parlementaire britannique et du manque de temps pour ratifier une hypothétique nouvelle version de l'accord. Nous doutons qu'elle obtienne la majorité au Parlement : en effet, même si le Parti unioniste démocrate (DUP) l'acceptait, les partis d'opposition pro-européens et les Conservateurs partisans d'un *Brexit* dur (adverses à l'accord de retrait dans son ensemble) le rejetteraient probablement.

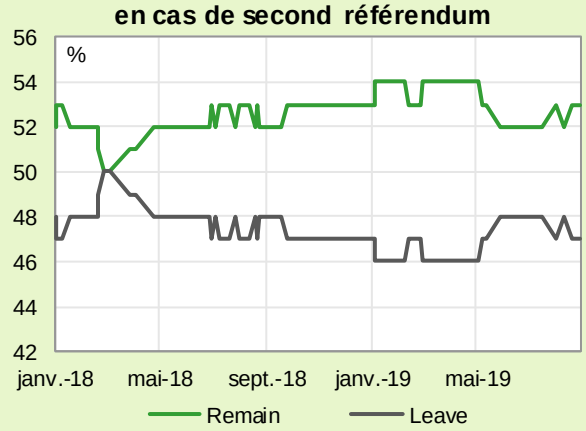
R-U : sondages des intentions de vote en cas d'élections anticipées



Sources : YouGov, Crédit Agricole S.A.

Notre scénario central continue de tabler sur une nouvelle prolongation du *Brexit* et sur des élections anticipées d'ici à la fin de l'année. La décision de Boris Johnson de suspendre le Parlement pendant cinq semaines entre le 10 septembre et le 14 octobre (décision qui a été par la suite jugée illégale par la Cour Suprême de la Grande Bretagne) a contraint le Parlement à agir de manière décisive pendant la première semaine de septembre, afin de bloquer un *Brexit* sans accord. Le projet de loi Benn-Burt, qui charge le Premier ministre de demander au Conseil européen une nouvelle extension (jusqu'au 31 janvier 2020), si la Chambre des Communes n'a pas approuvé un accord de retrait avant le 19 octobre, a reçu l'assentiment de la Couronne. Le Premier ministre continue de déclarer qu'il ne demandera pas d'extension et que le Royaume-Uni sortira de l'UE d'ici au 31 octobre « avec ou sans accord ». Il semble particulièrement déterminé et ne changera vraisemblablement pas de position. Ne pas respecter la loi serait cependant passible de poursuites judiciaires : les seules options qui semblent envisageables pour le Premier ministre sont soit de présenter un accord aux Communes et d'en obtenir l'approbation avant le 19 octobre, soit de démissionner et de laisser quelqu'un d'autre demander un report, en rejetant la faute au Parlement pour ne pas avoir pu réaliser le *Brexit* le 31 octobre. La seconde option nous semble la plus probable.

R-U : intentions de vote en cas de second référendum



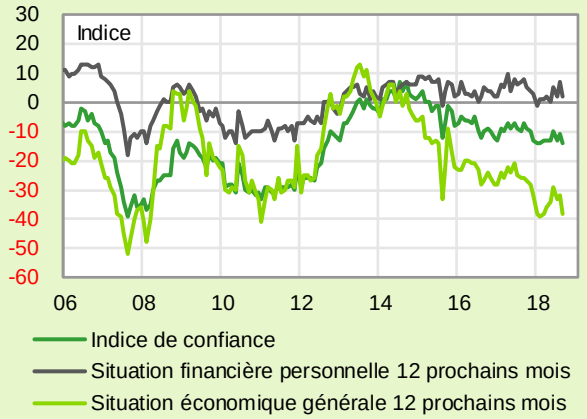
Sources : Whatukthinks.org, Crédit Agricole S.A.

Le gouvernement actuel devra probablement être remplacé par un gouvernement d'unité nationale ou par un gouvernement par intérim pour obtenir de l'UE une extension d'ici au 31 octobre. Ce serait extrêmement difficile sur le plan politique, mais pas impossible. Le plus grand obstacle serait de parvenir à un accord sur la personne

[3] Le plan de B. Johnson, présenté le 2 octobre, consiste à établir deux « frontières », car il implique la nécessité de contrôles en mer d'Irlande d'une part, et sur l'île d'Irlande, d'autre part, pendant une période de quatre ans. À la fin de cette période, 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.

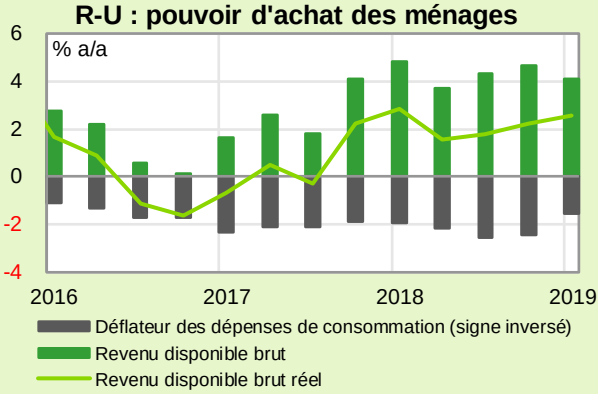
chargée de conduire un tel gouvernement, le leader travailliste, Jeremy Corbyn, étant loin de faire l'unanimité. Normalement, si le Premier ministre démissionne, il doit rester en poste jusqu'à ce qu'un candidat obtienne la majorité à la Chambre des Communes. Si un gouvernement intérimaire ne peut être formé rapidement après la démission du Premier ministre et si Boris Johnson refuse de demander une extension au titre de l'article 50, les tribunaux finiront probablement par le contraindre à s'exécuter. Quant à l'UE, elle devrait approuver un nouveau report du *Brexit*, afin d'éviter à la fois les perturbations économiques qui résulteraient d'un *Brexit* sans accord et la nécessité du rétablissement d'une frontière terrestre entre l'Irlande du Nord et la république d'Irlande.

R-U: confiance du consommateur



Sources : GFK, Crédit Agricole S.A.

R-U : pouvoir d'achat des ménages



* Revenu disponible brut déflaté par le déflateur des dépenses de consommation
Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Des élections anticipées ne permettront probablement pas de sortir de l'impasse. Les incroyables affrontements parlementaires auxquels nous avons assisté au cours des jours et des semaines qui ont suivi l'élection de Boris Johnson à la tête du Parti conservateur ont considérablement modifié le paysage politique : le gouvernement Conservateurs-DUP a perdu la majorité à la Chambre des Communes après plusieurs démissions et l'expulsion de plus de vingt députés conservateurs modérés. Il manque désormais vingt-et-un sièges au gouvernement pour disposer de la majorité : même si Boris Johnson réussissait d'une manière ou d'une autre à négocier un nouvel accord de sortie avec l'UE, une ratification par le Parlement resterait très peu probable. Parallèlement, la détermination de Boris Johnson à faire sortir le Royaume-Uni de l'UE « par tous les moyens » d'ici au 31 octobre 2019 a permis au Parti conservateur de regagner du terrain dans les sondages : à près de 35%, les intentions de vote pour le Parti conservateur ont augmenté d'environ 10 points de pourcentage depuis le mois de juin, principalement au détriment du Parti du *Brexit*. Cependant, une éventuelle victoire du Parti conservateur en cas d'élections anticipées le laisserait probablement sans majorité, malgré sa progression dans les sondages. Les Conservateurs devraient alors chercher un nouvel accord avec le DUP et probablement aussi avec le Parti du *Brexit*, ce qui augmenterait la probabilité d'un *Brexit* sans accord. Un autre scénario serait l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement travailliste minoritaire soutenu par le Parti national écossais (SNP) et/ou par les Libéraux-démocrates. Un tel gouvernement remettrait la possibilité d'un second référendum sur la table, avec une probabilité plus importante de maintien dans l'UE (« *Remain* »).

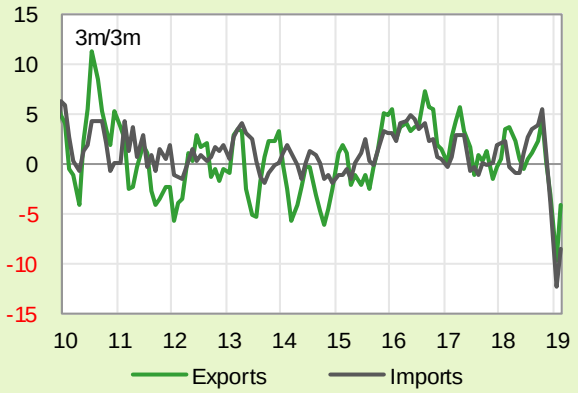
Le risque de *no-deal* est reporté, mais pas éliminé. Si le risque d'un *Brexit* sans accord le 31 octobre 2019 a significativement diminué, il reste néanmoins possible à terme et sa probabilité dépendra principalement du résultat des élections qui devraient suivre. Trois scénarios équiprobables à l'issue d'élections anticipées se dessinent :

- ✓ Un gouvernement travailliste (soutenu par les libéraux démocrates et/ou le SNP) organiserait un second référendum sur le choix entre le maintien dans l'UE et une version modifiée de l'accord de sortie, incluant une union douanière entre le Royaume-Uni et l'UE ;
- ✓ Un gouvernement conservateur minoritaire (soutenu par le Parti du *Brexit* et/ou le DUP) mènerait très probablement à un *Brexit* sans accord ;
- ✓ Un gouvernement conservateur majoritaire serait en mesure de faire ratifier un accord de sortie plus facilement par le Parlement. Toutefois, le risque d'un *Brexit* sans accord serait élevé, d'autant plus que le parti conservateur aura fait campagne en défendant l'idée d'un « *Brexit* sans accord si nécessaire ».

Le récent retour en force du Parti conservateur dans les sondages suggère qu'un gouvernement conservateur majoritaire est possible, mais selon nous un nouveau Parlement sans majorité est plus probable.

Un deuxième référendum comme alternative à des élections anticipées ? Compte tenu des risques inhérents à des élections anticipées, un gouvernement d'unité nationale dirigé par le *Labour* pourrait choisir de s'engager sur la voie d'un second référendum, plutôt que de convoquer de nouvelles élections, dans la mesure où il commanderait une majorité à la Chambre des Communes. Un second référendum pourrait constituer un moyen de sortir de l'impasse du *Brexit,* à condition que le processus soit bien construit. La question posée doit notamment permettre aux électeurs de choisir entre les différentes formes de *Brexit* et le maintien dans l'UE, afin que le résultat donne un mandat démocratique clair au gouvernement. Un second référendum nécessite toutefois une extension beaucoup plus importante des délais, d'au moins six mois.

R-U : commerce de biens et services avec l'UE



Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Si un *Brexit* sans accord est évité, l'économie échappera vraisemblablement à la récession. Des données d'activité meilleures que prévu en juillet suggèrent que l'économie connaîtra une croissance légèrement positive au troisième trimestre. Après le recul de 0,2% du PIB au deuxième trimestre, nous prévoyons une croissance de 0,2% au troisième trimestre, grâce aux bons chiffres d'activité enregistrés en début de période. L'augmentation de 0,3% de la production en juillet laisse un effet d'acquis positif de 0,4%, avec une croissance décente du secteur des services (1,4% en glissement annuel), tandis que le secteur manufacturier reste déprimé (-0,6% en glissement annuel).

La consommation des ménages, soutenue par un marché du travail au plein emploi et la forte croissance des revenus réels, reste le principal moteur de la croissance. Le pouvoir d'achat (en hausse de 2,6% sur un an au premier trimestre) devrait progresser fortement cette année, grâce à l'effet combiné de l'accélération de la rémunération (4% en août) et de la modération de l'inflation (1,7% en août selon l'indice CPI). Toutefois, en 2020, la progression des salaires nominaux ralentira probablement en raison d'un marché de l'emploi moins dynamique et l'inflation devrait repartir à la hausse sous l'effet des prix de l'énergie.

La croissance de l'activité devrait être stimulée par une politique budgétaire plus expansionniste dans les années à venir. Boris Johnson et Jeremy Corbyn prévoient tous les deux d'importants programmes de relance budgétaire. Les mesures annoncées depuis que Boris Johnson est arrivé au pouvoir représentent environ 40 milliards de livres sterling d'emprunt public (environ 2% du PIB).

Sur la base d'une nouvelle extension de l'article 50, l'incertitude liée au *Brexit* et la morosité de l'environnement mondial continueront à peser sur l'investissement des entreprises, sur l'immobilier résidentiel et sur le commerce extérieur. La contribution du commerce extérieur serait négative, en 2019 comme en 2020, en raison de la faiblesse de la demande extérieure et d'une demande domestique encore relativement forte. Au total, sous l'hypothèse qu'un *Brexit* sans accord évité le 31 octobre, nous prévoyons une croissance moyenne de 1,1% du PIB cette année, puis de 1,0% l'an prochain.

Focus - Royaume-Uni : perturbations importantes en cas de Brexit *sans accord*

Notre scénario central retient que le Royaume-Uni évitera un « *no deal* » le 31 octobre, moyennant un nouveau report de l'échéance. Un *Brexit* sans accord est toutefois un scénario envisageable et sa probabilité augmentera, si des élections générales sont organisées.

Un choc pour l'économie réelle et pour la confiance

Si le Royaume-Uni quittait l'UE sans accord, il quitterait le marché unique de l'UE et l'union douanière le 1er novembre, sans période de transition. L'économie réelle connaîtrait alors d'importantes perturbations. Le commerce avec l'UE, mais aussi avec le reste du monde, serait durement touché. La montée de l'incertitude aurait un impact négatif durable sur le climat des affaires et la confiance des ménages. Il est très probable que les marchés financiers réagiraient négativement. La livre sterling se déprécierait probablement, entraînant une hausse de l'inflation importée, pénalisant le pouvoir d'achat des consommateurs. Les projets d'investissement des entreprises seraient retardés ou annulés jusqu'à ce que les autorités apportent des éclaircissements sur les relations futures avec l'UE. Le *Brexit* se produirait dans un contexte mondial beaucoup plus défavorable qu'il y a trois ans. Le secteur manufacturier, déjà en difficulté, s'enfoncerait en récession, entraînant le secteur des services dans sa chute. Le marché du logement et de la construction se contracteraient probablement en raison du choc négatif sur la confiance des investisseurs et de la baisse de l'immigration, avant que des mesures visant à soutenir la demande (baisse des taux directeurs et relance budgétaire) ne commencent à produire leurs effets.

Les préparatifs atténueraient les impacts à court terme, mais sans les compenser entièrement

L'impact initial d'un *Brexit* sans accord sur l'économie réelle se ferait sentir en premier lieu par des perturbations de l'activité commerciale. Les échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE passeraient sous le régime de « la nation la plus favorisée » de l'OMC. Les barrières tarifaires (telles que les droits de douane), les barrières non tarifaires (telles que les formalités administratives supplémentaires, les procédures et contrôles douaniers, des règles d'origine, par exemple), les exigences techniques et les normes réglementaires prendraient effet immédiatement. En l'absence d'accord en matière d'équivalence, l'alignement réglementaire et la reconnaissance mutuelle des autorisations et des licences ne s'appliqueraient plus.

Ceci dit, depuis le référendum de 2016, de nombreux arrangements temporaires ont été mis en place pour permettre, par exemple, aux avions de circuler et aux médicaments d'arriver à destination. Le Royaume-Uni a annoncé des procédures douanières simplifiées pour les importations en provenance de l'UE. Un régime d'équivalence temporaire a été adopté pour le secteur des services financiers. En mars, le gouvernement britannique a annoncé son intention de réduire considérablement ses droits de douane non préférentiels actuels, si bien qu'environ 87% de toutes les importations de biens seraient exempts de droits de douane (contre 82% actuellement), pour une période temporaire pouvant atteindre douze mois. Les droits de douane sur les importations continueraient de s'appliquer à certains produits agricoles et non agricoles (tels que les voitures, les céramiques, les engrais). Cette mesure permettrait d'atténuer l'impact d'un *Brexit* sans accord sur les importations britanniques en provenance de l'UE et sur l'inflation importée. L'inconvénient de cette mesure est qu'elle constituerait une libéralisation tarifaire importante avec des partenaires commerciaux non préférentiels, comme les États-Unis, par exemple : 92% des importations en provenance de pays hors UE seraient exempts de droit de douane, contre seulement 56% actuellement.

Le Royaume-Uni serait considéré par l'UE comme un pays tiers avec lequel elle n'entretient pas de relations commerciales préférentielles. En conséquence, l'UE appliquerait des droits non préférentiels aux importations en provenance du Royaume-Uni : ils sont assez bas (3% en moyenne pondérée par les échanges commerciaux), mais très élevés pour certains produits comme les voitures (10%), le sucre, les confiseries et les produits laitiers (44%). Le Royaume-Uni serait également confronté à des obstacles non tarifaires, tels que les déclarations en douane, les contrôles douaniers, les tests sanitaires et les exigences en matière de licences.

Les préparatifs du Royaume-Uni et de l'UE en vue d'un *Brexit* sans accord en atténueraient probablement l'impact, mais seulement en partie. Les coûts douaniers supplémentaires et des retards importants aux frontières perturberaient les chaînes d'approvisionnement fortement intégrées existant entre le Royaume-Uni et les vingt-sept membres de l'UE.

Les perturbations s'étendraient au-delà des échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'UE, puisque les accords commerciaux négociés par l'UE ne s'appliqueront plus pour le Royaume-Uni. À ce jour, le Royaume-Uni a réussi à reconduire une douzaine des accords de libre-échange conclus par l'UE, mais les accords avec certains partenaires commerciaux importants comme le Canada, le Japon et la Turquie n'ont pas été reconduits. Une part importante des échanges qui bénéficient aujourd'hui d'un accord de libre-échange (ALE) risquerait donc de perdre ces conditions préférentielles.

Une récession provoquée par le commerce extérieur et l'investissement

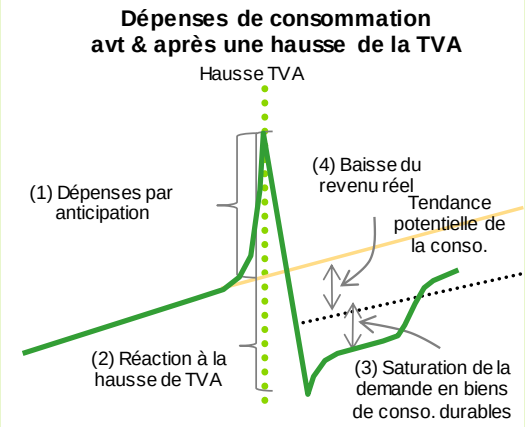
En cas de *Brexit* sans accord, nous nous attendons à ce que l'économie britannique connaisse une brève récession, avec un recul cumulé du PIB de 2% entre le quatrième trimestre 2019 et mi-2020. Le PIB se contracterait en 2020 (de 1,3% dans notre projection), alors qu'il progresserait si un *Brexit* sans accord était évité (croissance de 1% selon notre scénario central). Le commerce extérieur jouerait un rôle majeur dans cette baisse de l'activité réelle : les exportations vers l'UE (43% des exportations britanniques, biens et services confondus, en 2017) souffriraient de la mise en place des barrières tarifaires et non tarifaires, tandis que les importations en provenance de l'UE seraient moins pénalisées en raison des mesures tarifaires annoncées par le Royaume-Uni et de l'alignement temporaire des réglementations. L'expérience passée suggère que l'impact de la dépréciation de la livre sterling sur les exportations nettes britanniques serait probablement négligeable.

La consommation pénalisée par l'inflation et la montée du chômage

La consommation des ménages ne soutiendrait probablement pas la croissance, contrairement à ce qui avait été observé *post*-référendum (les ménages avaient alors puisé dans leur épargne et s'étaient endettés, ce qui avait soutenu la consommation). En effet, en cas de *Brexit* sans accord, la récession devrait conduire à une hausse du taux de chômage et la confiance des ménages serait donc affectée plus fortement et plus durablement qu'elle ne l'avait été après le référendum. Autre facteur : les ménages devraient augmenter leur épargne de précaution, comme ils le font habituellement en période de forte incertitude sur leurs revenus futurs, d'autant plus que le taux d'épargne est actuellement proche de son plus bas niveau historique.

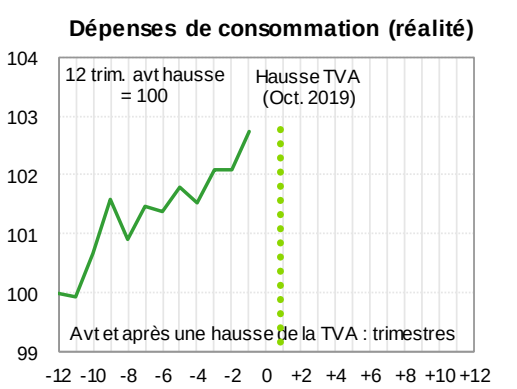
Une réponse forte de la BoE en cas de *Brexit* sans accord

En novembre, en cas de *Brexit* sans accord, la BoE devrait relâcher sa politique monétaire avec une première baisse de 25 points de base de son taux directeur (à 0,50%) et un redémarrage de son programme d'achat d'actifs, probablement 65 milliards de livres sterling d'achats de Gilts sur six mois, ce qui porterait le stock à 500 milliards de livres, ainsi que des achats d'obligations d'entreprises. Le taux directeur pourrait ensuite être ramené à 0,25% en décembre, puis à 0,10% en janvier 2020. La politique budgétaire serait probablement davantage assouplie que le gouvernement ne l'avait annoncé. Selon l'OBR (*Office for Budget Responsibility*), les emprunts publics s'élèveraient à 60 milliards de livres en 2019-2020, deux fois plus qu'en cas de *Brexit* avec accord. Le déficit public passerait à 2,8% du PIB, contre 1,5% en 2018.



En théorie

En réalité



Sources : Cabinet, Office, CA CIB

Japon : risques baissiers sur les exportations, mais pas sur la demande intérieure

La croissance japonaise a été assez robuste au deuxième trimestre, malgré une contribution négative des exportations nettes. Le redressement de la demande intérieure (soutenue notamment par une « semaine d'or[4] » exceptionnellement longue cette année) s'est poursuivi : ce sont donc principalement les dépenses de consommation qui ont soutenu l'économie.

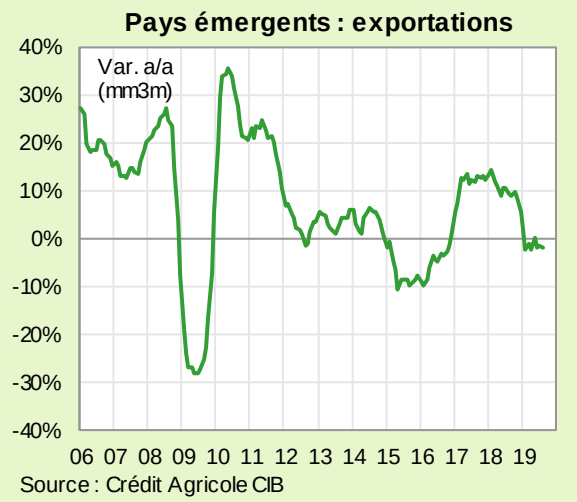
Or, ce sont précisément les dépenses de consommation qui seront mises à l'épreuve vers la fin de l'année, en raison de la hausse de la TVA prévue en octobre. En règle générale, une hausse de la TVA impacte la consommation *via* quatre effets : l'anticipation des dépenses avant la hausse suivie d'un contrecoup, l'assèchement de la demande latente en biens de consommation durables avec des achats anticipés (qui peut entraîner un ralentissement des dépenses pendant plusieurs trimestres) et la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs liée à la hausse de l'inflation (elle-même liée à la hausse de la TVA). Jusqu'à présent, les dépenses par anticipation ont été limitées, ce qui suggère que les deuxième et troisième effets (contrecoup et assèchement de la demande en biens de consommation durables) seront également limités. C'est dans le dernier effet que réside l'inconnu : la baisse du pouvoir d'achat. Toutefois, si les dépenses de consommation devaient baisser de manière préoccupante en raison de la hausse de la TVA, le gouvernement Abe adopterait de nouvelles mesures budgétaires visant à contrecarrer tout risque de récession.

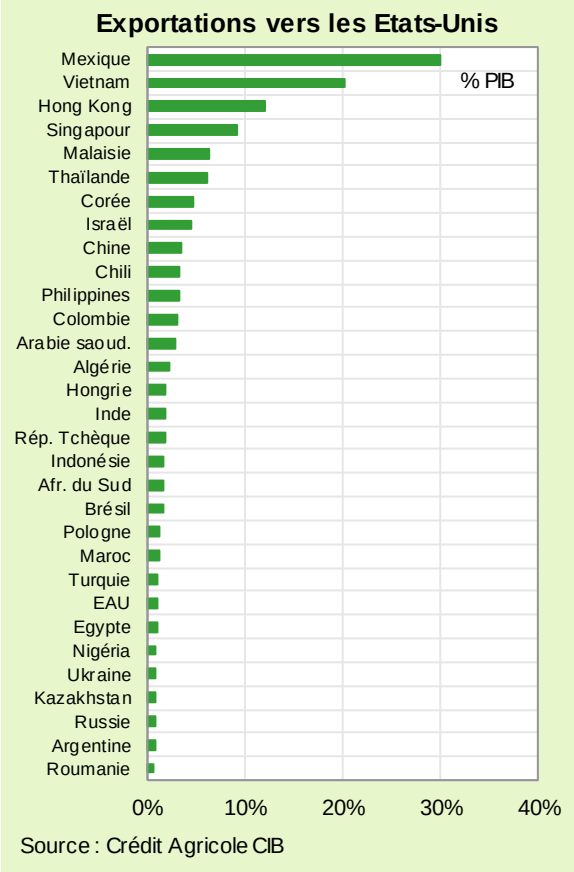
Alors que les exportations fléchissent (ayant même récemment accusé un recul), le gouvernement Abe est en effet prêt à adapter sa politique budgétaire si besoin : la reprise de l'économie japonaise devrait donc se poursuivre.

[4] Semaine des fêtes au Japon, qui a habituellement lieu entre avril et mai.

Pays émergents – Plus résistants en cas de nouveau ralentissement ?

Victimes d'une décélération provoquée par les exportations et s'étendant à l'investissement productif, les pays émergents pourraient être confrontés à un nouveau ralentissement mondial au cours des prochains trimestres. Heureusement, l'assouplissement monétaire généralisé allège les pressions financières et, combiné à une inflation globalement maîtrisée, devrait les aider à détendre leurs propres conditions monétaires.





Une décélération provoquée par les exportations

L'année 2019 a jusqu'à présent été difficile pour les émergents. En plus des tensions entre les États-Unis et la Chine, la croissance émergente a ralenti au cours des derniers trimestres, principalement en raison de la décélération des exportations : alors que les exportations émergentes avaient progressé de 11% sur les huit premiers mois de l'année 2018, elles ont baissé de 1% sur les huit premiers mois de 2019.

Dans la sphère émergente, l'investissement est plus fortement corrélé aux exportations que dans les pays développés. La contre-performance des exportations a donc également entraîné un affaiblissement des investissements (Chine exceptée). Il en résulte non seulement un ralentissement de la croissance émergente, mais également une légère détérioration de sa composition, puisque la croissance repose moins sur l'investissement et davantage sur la consommation privée.

D'autres problèmes en vue ?

Les exportations semblent s'être quelque peu stabilisées (bien qu'elles continuent à se contracter légèrement) au cours des six derniers mois, ce qui pourrait suggérer que le pire est passé. Toutefois, notre scénario table sur un ralentissement de la croissance aux États-Unis préjudiciable, en particulier pour les pays pour lesquels les États-Unis sont une destination commerciale importante.

Les tensions sino-américaines devraient continuer à peser sur la confiance mondiale. Un accord commercial partiel – permettant de sauver la face – est certes possible : il ne mettrait pas fin aux tensions économiques entre les deux pays, lesquelles ont vocation à durer.

Un monde très dovish

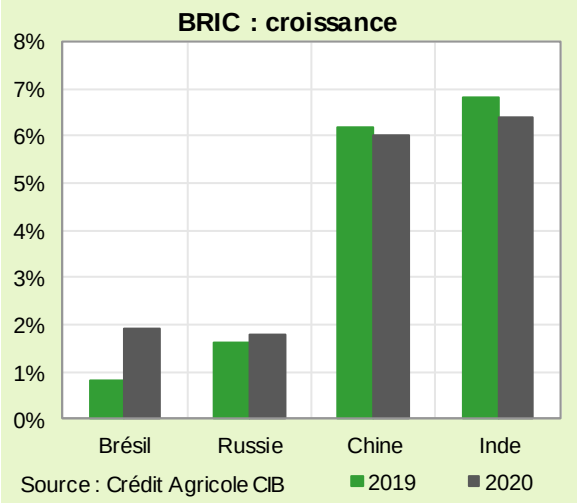
Heureusement, la sphère émergente bénéficiera de plusieurs supports qui l'aideront à faire face à cette situation délicate. Au cours des derniers mois, les principales Banques centrales sont devenues plus accommodantes. Elles le resteront : notre scénario central table notamment sur trois nouvelles baisses des taux aux États-Unis, une en zone euro, et sur la poursuite de l'assouplissement monétaire en Chine. Un tel assouplissement des conditions monétaires devrait apporter un soulagement certain aux pays émergents en quête de financements extérieurs.

Dans les économies émergentes elles-mêmes, l'inflation est généralement maîtrisée, laissant une relative marge de manœuvre pour abaisser les taux directeurs. Au troisième trimestre, de nombreuses Banques centrales ont ainsi davantage baissé leurs taux

que cela n'était prévu et un grand nombre d'entre elles devraient continuer à assouplir leur politique monétaire.

Par ailleurs, la croissance globale des pays émergents sera soutenue par l'accélération de certains pays qui bénéficient d'un effet de base favorable lié au fait qu'ils sortent de récession ou d'une période de croissance très faible (c'est notamment le cas de l'Argentine, du Brésil, de la Turquie et de l'Iran).

In fine, une légère accélération de la croissance émergente est envisageable (de 3,8% en 2019 à 4% en 2020), malgré le ralentissement attendu dans des pays comme la Chine, l'Inde ou la Pologne.



Trois risques principaux

Trois risques principaux pèsent sur notre scénario.

Il s'agit tout d'abord du **prix des actifs**, notamment américains. L'attitude accommodante des grandes Banques centrales devrait permettre de limiter un tel péril. Toutefois, les dissensions récemment apparues au sein des conseils de politique monétaire de la Fed et de la BCE laissent penser que les mesures d'assouplissement supplémentaires ne sont pas acquises et vont étroitement dépendre de ses chiffres d'activité ou d'inflation. Si les marchés actions américains venaient à être corrigés, les marchés actions émergents seraient affectés. Ils souffriraient de sorties de capitaux et de pressions baissières sur les devises, rendant les baisses de taux directeurs plus difficiles à mettre en œuvre.

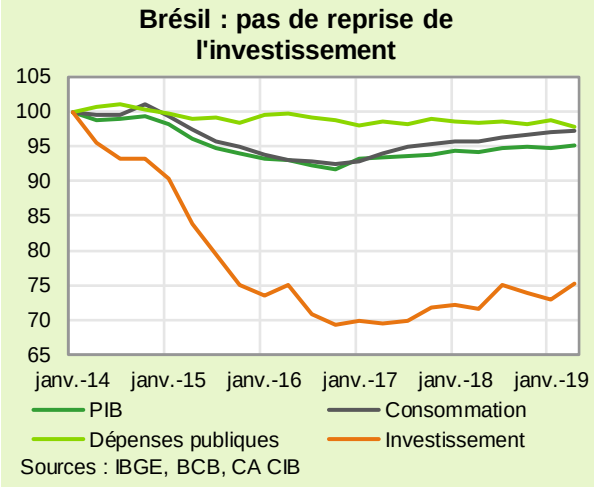
Il s'agit ensuite des **risques géopolitiques et politiques.** Au-delà de la guerre économique entre les États-Unis et la Chine et des possibles conséquences de la prochaine élection présidentielle américaine, les risques concernent principalement la situation au Moyen-Orient, en Asie du Nord (relations Japon-Corée du Sud, élections à Taiwan en janvier, manifestations à Hong Kong), en Russie et en Afrique du Nord.

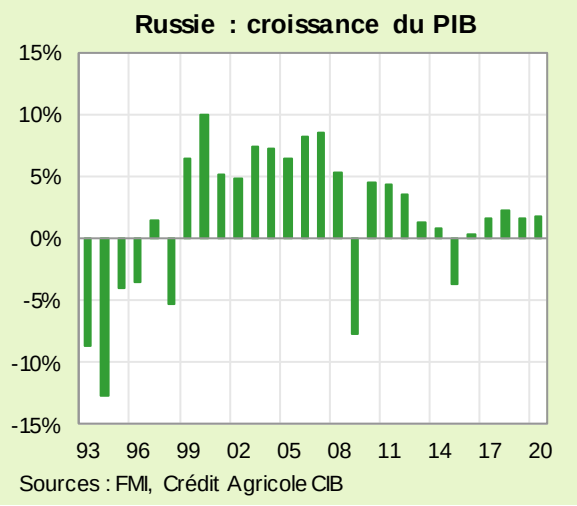
Enfin, il subsiste des **points de pression spécifiques** que le marché pourrait être tenté de tester en cas de montée de l'aversion au risque, notamment l'Argentine (fragilité financière et élection présidentielle) et la Turquie.

Brésil : la croissance se fait attendre

Les neuf premiers mois de l'administration Bolsonaro ont été mitigés. Jair Bolsonaro, élu avec un large mandat et bénéficiant d'une forte assise au Congrès, a réussi avec son équipe économique à faire adopter un projet de loi réformant en profondeur le système de retraites (cette réforme reste dans l'attente de l'approbation finale du Sénat, mais devrait être définitivement adoptée mi-octobre). Plusieurs autres propositions majeures (réforme de la fiscalité, importantes privatisations, vente en gros de biens publics, programme gouvernemental de concessions etc.) devraient bientôt suivre, et ce, dans plusieurs secteurs. Pourtant, l'économie n'a jusqu'à présent pas envoyé de signes significatifs de reprise. Le marché du travail reste déprimé et les indicateurs de confiance sont décevants.

La probable escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et la probable montée des incertitudes vont continuer de peser sur le commerce international et la croissance mondiale. Or, le Brésil reste sensible aux échanges mondiaux et aux





prix des matières premières et des produits agricoles. L'adoption de positions plus accommodantes par la plupart des Banques centrales devrait permettre d'atténuer ces effets, mais le contexte restera délicat. La faiblesse de la croissance et le repli de l'inflation (tout comme des anticipations d'inflation) ont permis à la Banque centrale du Brésil (BCB) de procéder à des baisses des taux directeurs susceptibles, avec un décalage certain, de soutenir l'économie. Le plus grand défi pour la BCB est d'abaisser suffisamment les taux, sachant que le taux neutre a baissé (taux court estimé proche de 3,5% en termes réels) et devrait probablement encore se replier sous l'influence, notamment, des réformes structurelles. Or, des baisses de taux excessives pourraient menacer l'appétit des investisseurs pour les opérations de portage en real brésilien et un décrochage de la devise brésilienne pourrait se traduire par un rebond de l'inflation. Une baisse supplémentaire de 25 points de base par la BCB est cependant quasiment acquise et des baisses supplémentaires faisant passer le principal taux directeur sous la barre des 5% sont probables.

Selon un sondage récent (Datafolha), la popularité de Jair Bolsonaro a encore baissé, avec environ 30% d'opinions positives (contre 33% auparavant) et 41% d'opinions défavorables (contre 38% auparavant). Les *tweets* controversés de Jair Bolsonaro et l'image négative associée aux incendies en Amazonie ont affaibli la position de l'exécutif, alors même que le pouvoir législatif gagne en importance à la veille d'importantes décisions. La principale force de Jair Bolsonaro est son équipe économique dirigée par le ministre des Finances, Paulo Guedes, qui reste déterminé à mettre en œuvre son programme libéral.

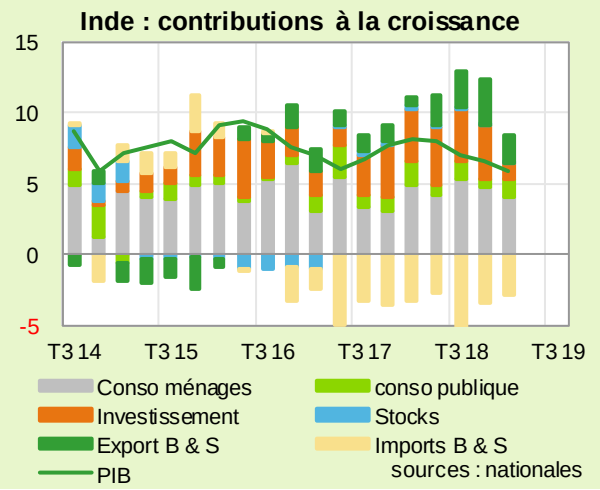
Russie : la croissance devrait rester faible

La croissance économique devrait rester faible, bridée par la faiblesse de la croissance potentielle, même si le *policy mix* permet d'espérer une légère accélération.

Du côté de la politique monétaire, la Banque centrale (BCR) devrait continuer à baisser son taux directeur (à 6,50% au premier trimestre 2020), à la faveur d'une forte baisse de l'inflation. Même si les taux réels restent relativement élevés, le financement de l'investissement peut s'en trouver facilité.

Du côté de la politique budgétaire, le gouvernement pourrait commencer à mettre en œuvre une partie du plan d'investissement à six ans annoncé par Vladimir Poutine l'an dernier.

Sous réserve de cours du pétrole restant proches de leur niveau actuel (proche de 60 dollars par baril), une légère accélération de la croissance (de 1,6% attendu en 2019 à 1,8% en 2020) pourrait être observée. Enfin, une surveillance rapprochée du contexte politique s'impose : des manifestations pourraient survenir et créer des remous, au moins par intermittence, selon le mode de gestion de sa succession par Vladimir Poutine.

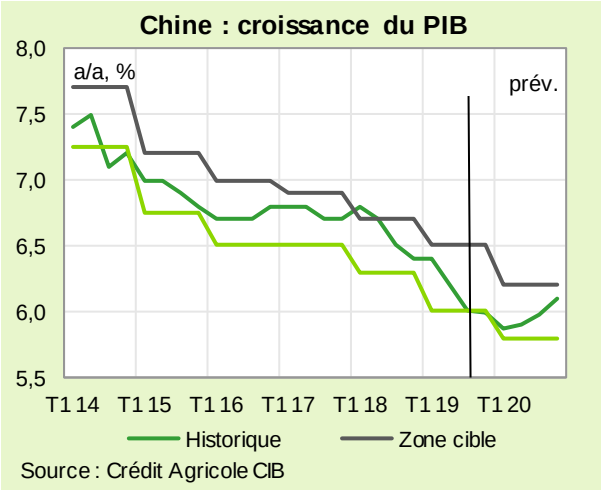


Inde : croissance en berne

La plupart des indicateurs pointent à la fois une consommation qui se contracte et un investissement atone. De plus, la forte chute des ventes automobiles (qui renseigne notamment sur la confiance des consommateurs) a de quoi inquiéter. **L'Inde est donc pour l'instant loin du potentiel de croissance à 7% qu'on lui prêtait, avec une prévision de progression du PIB de 6,4% en 2020.** Or, c'est insuffisant pour absorber la nouvelle main d'œuvre arrivant sur le marché du travail.

Ces performances sont décevantes pour le marché qui s'attendait, après les élections, à une reprise tirée par l'investissement et le crédit. Cela aurait marqué la fin d'une période de croissance ralentie après le choc des reformes monétaires assorti d'une crise de liquidité. Mais les baisses de taux depuis janvier peinent à stimuler la consommation et l'absence de demande pèse à son tour sur l'investissement. Quant à la politique budgétaire, le déficit structurel ne permet pas de compenser la faible efficacité de la politique monétaire.

Enfin, le taux d'épargne chute depuis 2010 et, à 16%, il est faible pour faire face à un cycle d'investissement. Face à ce mauvais engrenage, il est donc urgent que l'État mette en place de nouvelles réformes structurelles, capables de redynamiser l'économie. Mais celles-ci tardent à venir.



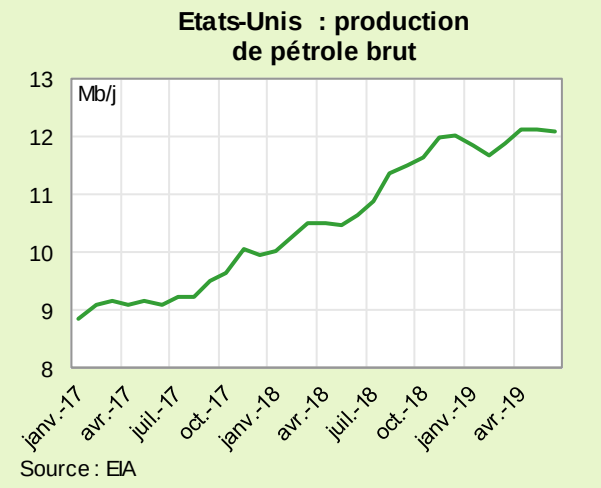
La Chine lutte pour limiter le ralentissement

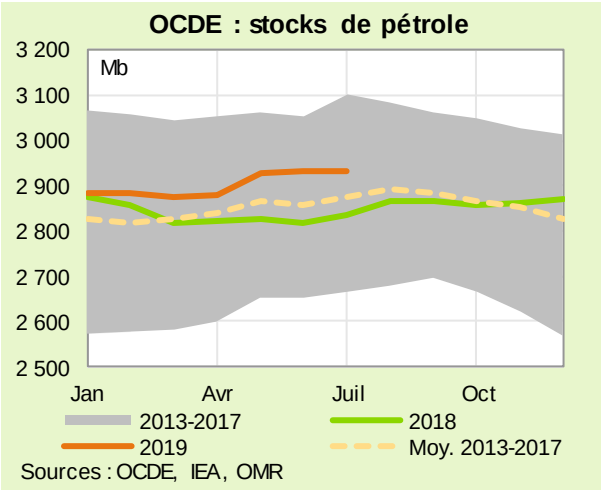
La croissance devrait bientôt tomber sous la barre des 6%. Des facteurs domestiques et un environnement extérieur difficile continuent d'exercer de fortes pressions baissières sur l'économie. Sur le plan domestique, les précédents efforts de désendettement et les restrictions sur la demande de véhicules et de logements pèsent sur l'activité. Sur le plan extérieur, les conséquences directes et indirectes de la guerre commerciale avec les États-Unis se font de plus en plus sentir, alors que le ralentissement mondial contribue à freiner les exportations. Une baisse de la croissance sous la barre des 6% en glissement annuel est ainsi attendue prochainement, peut-être dès le troisième trimestre 2019.

Malgré son ralentissement, le rythme d'expansion économique devrait rester en ligne avec les objectifs gouvernementaux : le ralentissement serait progressif à 6,2% cette année, 6% en 2020, puis 5,8% en 2021. De tels niveaux resteraient élevés par rapport au reste de l'économie mondiale ; ils peuvent être atteints grâce à des marges de manœuvre substantielles permettant de mettre en place des mesures de soutien monétaire, budgétaire et de croissance du crédit. De telles mesures entraîneraient un rebond de l'endettement, mais les risques induits à moyen terme devraient rester acceptables.

Pétrole – Panique dans la maison des Saoud

L'attaque du 14 septembre sur les installations pétrolières d'Aramco suscite les pires craintes sur l'offre de pétrole. Cet acte audacieux devrait rester isolé et ne troubler l'ordre pétrolier que momentanément. En écartant le risque d'escalade qui serait préjudiciable à tout le monde, y compris au candidat Trump, le marché du pétrole en 2020 restera essentiellement exposé à une diminution de la consommation avec un prix du pétrole sur une tendance baissière.

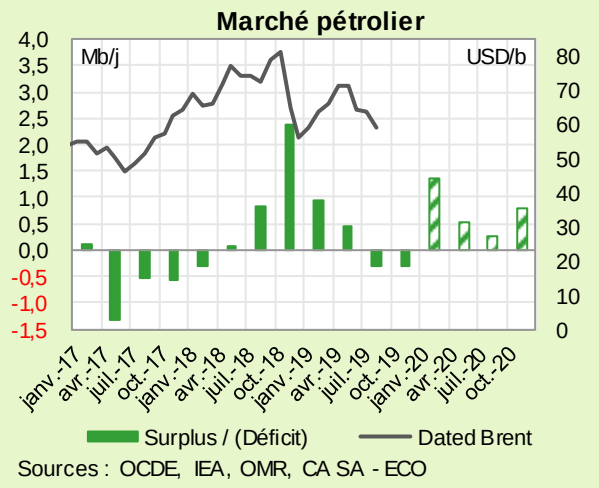




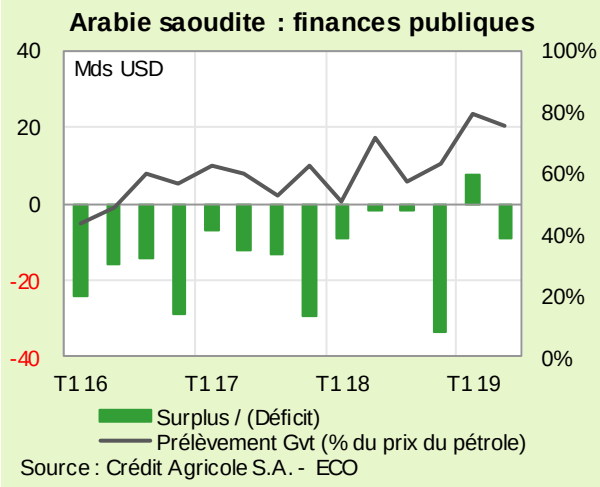
Le scénario tant redouté d'une rupture de l'approvisionnement en or noir de la péninsule arabique n'est peut-être plus une crainte vague et vite dissipée, mais un risque bel et bien réel. L'attaque par drones le samedi 14 septembre de deux installations d'Aramco, dont une unité de traitement de pétrole brut située à Abqaiq, a privé presque instantanément l'Arabie saoudite de la moitié de ses capacités de production et le monde de 5% de l'offre de pétrole.

L'attaque, d'une efficacité redoutable, met en évidence la très grande vulnérabilité des installations pétrolières en général et, dans le Golfe arabo-persique, en particulier. Inutile de chercher à détruire individuellement les puits de pétrole pour priver les pays producteurs de pétrole de leur rente, une bombe bien placée dans une des unités de collecte et de traitement est beaucoup plus efficace. Cette vulnérabilité des installations pétrolières devrait faire réfléchir les différents protagonistes présents dans le Golfe, tentés de déclencher une escalade militaire susceptible d'amputer l'approvisionnement en pétrole de 25%.

L'attitude des États-Unis, responsables pour partie des tensions dans le Golfe après leur retrait du traité nucléaire, sera déterminante pour le cours du pétrole. Ils peuvent, comme l'a rapidement sous-entendu le président Trump, déclencher des représailles sur l'Iran soupçonné d'avoir contribué à l'organisation de l'attaque. L'Arabie saoudite n'hésitera pas à incriminer l'Iran pour impliquer les États-Unis. Le risque d'une riposte dure et massive par les États-Unis conduirait à une escalade militaire non contrôlée et à un conflit généralisé, avec de graves conséquences pour l'économie mondiale et donc américaine. Une telle réponse des États-Unis serait particulièrement risquée pour le candidat Trump à un an des élections présidentielles américaines. Début septembre, l'attaque des Talibans qui a coûté la vie à douze Américains n'a provoqué aucune riposte militaire officielle de la part des États-Unis. Bien qu'une réaction de grande ampleur des États-Unis ne semble pas se dessiner, il ne faut pas sous-estimer l'imprévisibilité du président Trump. À l'inverse, il est difficile d'imaginer une désescalade avec un arrêt des sanctions contre l'Iran qui se remettrait à produire massivement. Le marché pétrolier, qui doit faire face à une demande en pétrole moins soutenue que les années précédentes, n'a plus besoin du pétrole iranien à court terme. Le retour du pétrole iranien ferait plonger le prix du pétrole et détériorerait la situation financière des producteurs indépendants américains déjà mise à mal par la baisse des cours depuis le quatrième trimestre 2018. L'attaque contre les installations saoudiennes pourrait au contraire permettre au président et candidat Trump de maintenir les sanctions sur l'Iran sans avoir à organiser une opération militaire d'envergure et risquée contre l'Iran. Sur le plan militaire, l'Arabie saoudite pourrait donc bien se retrouver isolée face à ses adversaires chiites. L'aide américaine se limitera sans doute à la logistique et aux équipements pour sécuriser les installations pétrolières contre la menace de drones.



Sources : OCDE, IEA, OMR, CA SA - ECO



Source : Crédit Agricole S.A. - ECO

Si cette attaque ne constitue pas un « coup dur » pour les finances publiques saoudiennes[5], elle porte en revanche atteinte à l'orgueil saoudien. À quelques semaines de la réunion de l'OPEP et des négociations sur une extension de l'accord de production, l'Arabie saoudite se retrouve en position de faiblesse face aux autres grands producteurs. Dans le contexte actuel, le nouveau ministre saoudien du pétrole, le prince Abdulaziz bin Salman, aura peut-être du mal à convaincre l'Irak et le Nigeria de se conformer aux quotas de production définis l'année dernière et peu respectés par ces derniers. Il sera aussi plus difficile de convaincre la Russie de prolonger ses réductions de production. Même si l'Arabie saoudite ne prévoit pas de reporter une nouvelle fois l'introduction en bourse d'Aramco, elle doit toutefois réparer et sécuriser ses installations pour rassurer les marchés et ses clients.

En écartant le risque d'escalade militaire dans le Golfe arabo-persique et la répétition d'attaques similaires à court terme (grâce notamment au renforcement de la sécurité autour des installations pétrolières), l'impact de l'attaque du 14 septembre sur le prix du pétrole ne devrait être que temporaire. Son intensité sur l'équilibre du marché dépendra bien sûr des équipements endommagés ou détruits et du temps mis par Aramco pour effectuer les réparations. L'Arabie saoudite a tout intérêt à entreprendre les travaux nécessaires au plus vite pour rassurer ses clients et les marchés financiers, et récupérer sa position centrale sur l'échiquier pétrolier. Par ailleurs, les stocks de pétrole de l'OCDE sont assez élevés et supérieurs à la moyenne des cinq dernières années pour pouvoir absorber une baisse de l'offre momentanée.

Notre scénario de prix de pétrole pour 2020 table sur un retour des capacités de production saoudienne avant la fin de l'année 2019 et une production de l'OPEP autour des niveaux actuels à 30 millions de barils par jour sur l'ensemble de l'année 2020. En cas de non-reconduction de l'accord OPEP/non OPEP, l'Arabie saoudite devrait encore consentir un petit effort pour compenser une partie des gains de production et notamment ceux de la Russie. Sans envolée soudaine et durable, le cours actuel du prix du pétrole devrait permettre de contenir la croissance de la production américaine. **Dans notre scénario central, la croissance moins soutenue de la demande en pétrole en 2020 pèsera donc sur les prix avec un Brent à 62 dollars par baril en moyenne sur 2020.**

[5] La chute provisoire de la production (d'environ 50% à 5,7 millions de barils/jour pendant deux semaines selon les autorités) combinée à une augmentation immédiate des prix du pétrole de 56 à 66 dollars le baril (+20%) a généré un manque à gagner immédiat que nous estimons à environ 4 Mds USD hors coût de reconstruction des infrastructures détruites. L'impact est donc modeste tant sur la balance commerciale (2,5% de 151 Mds USD, estimation pour 2019) que sur les finances publiques (un manque à gagner fiscal qui pourrait se chiffrer à 1% des dépenses budgétaires et 0,4% du PIB).

Focus – Géopolitique : partout, des logiques d'escalade

Le cycle de décomposition/recomposition du paysage géopolitique global se poursuit, plus ou moins visible selon les zones ou les pays. En Asie notamment, la guerre commerciale qui se déploie accélère la réorientation des chaînes de valeur locales, ce dont profite le Vietnam, par exemple.

Chine, États-Unis : garder en tête le long terme

Depuis quelques mois, les anticipations bougent. Beaucoup d'investisseurs semblent avoir pris conscience de la vraie nature de l'affrontement États-Unis/Chine : la guerre commerciale n'est ainsi que la partie émergée d'un affrontement hégémonique plus global, qui va se dérouler sur plusieurs années et qui englobera d'autres domaines que le commerce.

Dans le cadre d'un tel scénario de long terme, si des accords sont conclus dans les mois à venir entre Washington et Pékin, ils devront donc être analysés avec prudence : il ne s'agirait pas d'une véritable désescalade – comme une partie du marché pourrait l'interpréter – mais plutôt d'un palier dans l'affrontement et d'une stabilisation sur un niveau de tension élevé.

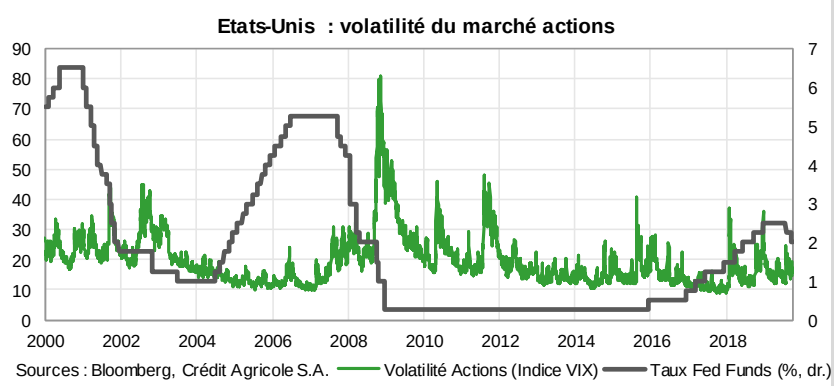
Cette visibilité plus nette du long terme sur les questions géopolitiques a une conséquence opérationnelle : elle accélère la recomposition des chaînes de valeur locales en Asie, mouvement qui était déjà stimulé par l'augmentation des coûts salariaux en Chine.

Le retour du territoire : un nouveau monde institutionnel

La scène géopolitique mondiale est marquée par la rivalité sino-américaine, mais aussi par l'affaiblissement du multilatéralisme qui organisait le système international. Or, cette nouvelle donne institutionnelle n'est pas sans conséquence : elle rend les conflits locaux plus éruptifs, avec des risques d'escalade plus élevés. De plus, les logiques de territoires réapparaissent un peu partout, réactivant de vieux conflits historiques ou non, ou mal réglés.

C'est le cas entre le Japon et la Corée par exemple, mais surtout entre l'Inde et le Pakistan, où le niveau de tension sur la question du Cachemire a encore monté d'un cran l'été dernier. De plus, l'orientation à la baisse des chiffres conjoncturels indiens risque d'entretenir la tentation, pour le président, d'aller chercher dans un conflit externe une popularité qui peut être mise à mal par une croissance intérieure ralentie. Quant au Moyen-Orient, même si la tension Arabie-Iran n'est pas nouvelle, là encore le phénomène d'escalade est visible depuis quelques mois, sans hypothèse crédible de désengrenage durable.

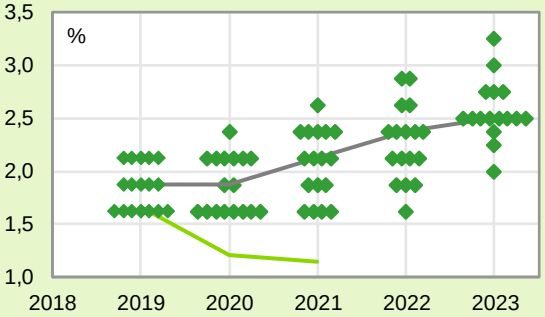
Il va donc falloir vivre un peu partout sur un niveau de tension géopolitique plus élevé. Ce qui signifie, pour les investisseurs, être confrontés à des probabilités de scénarios extrêmes (type conflits) plus fortes, et des accès de volatilité plus fréquents sur les marchés financiers et/ou le prix des matières premières.



Politique monétaire – Les voix dissonantes

L'assouplissement monétaire reste plus que jamais de mise tant il est nécessaire de prévenir les risques inhérents à cette fin de cycle inédite, car largement motivée par l'incertitude. Mais déjà quelques voix dissonantes s'élèvent, tandis que d'autres rappellent que l'exercice d'assouplissement a atteint ses limites et devra être suppléé par la politique budgétaire.

Le scénario médian de la Fed ne table sur aucun changement de taux en 2019 & 2020



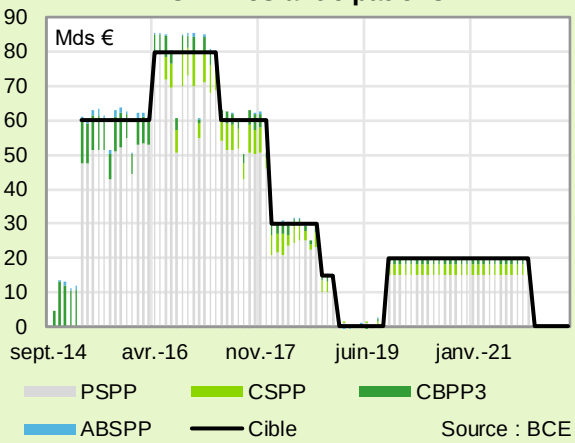
	2019	2020	2021	2022	Long terme
Médiane	1,875%	1,875%	2,125%	2,375%	2,500%
	+0bps	+0bps	+25bps	+25bps	+62,5bps

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.

Projection médiane
Projection marchés (OIS)

Source : Federal Reserve

BCE : nos anticipations



Source : BCE

Réserve fédérale : nouvelles baisses des taux par un FOMC divisé

La Fed est passée d'une position patiente à un biais baissier après le FOMC du mois de juin, puis a baissé ses taux pour la première fois en plus de dix ans, avec des baisses de 25 points de base lors de ses réunions de juillet et de septembre. Les incertitudes concernant le commerce et les perspectives géopolitiques ayant peu de chances de diminuer à court terme, une baisse supplémentaire de 25 points de base, à titre « d'assurance », se profile au quatrième trimestre 2019. Cette baisse sera probablement décidée lors de la réunion du FOMC de décembre, mais pourrait être annoncée dès la réunion du mois d'octobre, en fonction des développements qui se produiront d'ici là.

Comme le signalent le *dot plot* de septembre et les votes dissidents lors des dernières réunions, des divisions significatives sont clairement apparues au sein de la Fed. Un certain nombre de membres de la Fed se sont opposés aux récentes baisses de taux, soulignant la solidité des perspectives, la vigueur de la consommation et les craintes concernant la stabilité financière. D'autres, en revanche, ont appelé à un assouplissement plus net de la politique monétaire, en raison de l'importance des risques baissiers issus des tensions commerciales, du ralentissement de la croissance mondiale et de la faiblesse de l'inflation. Avec le raffermissement de celle-ci et des statistiques économiques qui, bien qu'en ralentissement, restent satisfaisantes, nous ne prévoyons qu'un assouplissement supplémentaire limité cette année. En 2020, compte tenu de notre scénario de ralentissement plus net de la croissance, la Fed devrait procéder à deux baisses de taux supplémentaires afin d'éviter une récession.

Banque centrale européenne : à bout de souffle ?

L'ensemble des mesures annoncées par la BCE le 12 septembre prouve la **capacité de la BCE à soutenir plus avant l'économie en zone euro – en cohérence avec le discours de Sintra – tout en suscitant des inquiétudes sur la puissance de la politique monétaire à moyen terme.**

La BCE a créé les conditions d'une politique monétaire accommodante dans la durée : une baisse du taux de dépôt assortie d'un système de réserves à deux paliers qui permettra éventuellement de le baisser davantage, un nouveau programme d'achat sans date de fin et des TLTRO.III plus favorables.

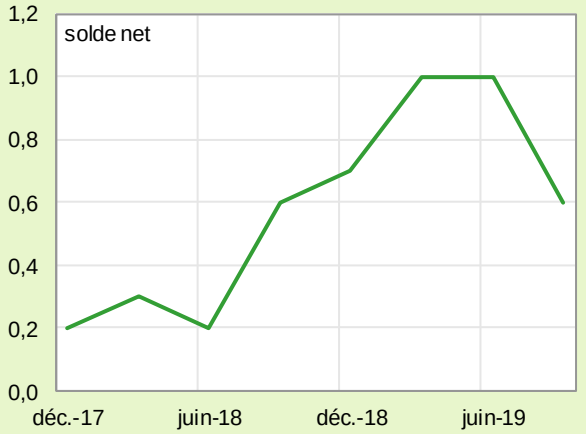
Cependant des inquiétudes subsistent sur la puissance de la BCE : d'une part, les dissensions au sein du Conseil des Gouverneurs semblent avoir été extrêmes ; d'autre part, l'absence de discussion sur les limites d'achat jette une ombre sur l'aspect infini du QE. Enfin, comme le reconnaît la BCE elle-même, elle ne veut plus être le seul soutien à la croissance : **la politique fiscale doit désormais jouer son rôle.**

La présidence de Christine Lagarde sera placée sous le sceau des négociations de ces trois contraintes : construction d'un nouveau consensus, négociations techniques sur les limites et incitation afin que les gouvernements prennent leur part du fardeau. C'est à ce prix que la BCE prouvera qu'elle n'est pas à bout de souffle.

Banque d'Angleterre : des perspectives de politique monétaire hautement « conditionnelles »

Maintien d'un biais relativement haussier, mais avec plus de prudence. Dans son compte rendu de septembre, la Banque d'Angleterre (BoE) a réitéré ses indications, selon lesquelles le taux directeur devrait être relevé « de manière progressive et limitée » afin de ramener l'inflation vers la cible de 2% à moyen terme. Ce scénario repose sur l'hypothèse d'un « *Brexit* ordonné » et d'une « certaine reprise » de la croissance mondiale, contexte dans lequel l'inflation dépasserait l'objectif de 2% à partir de 2021 (avec une inflation moyenne projetée à 2,2% en 2021). La BoE s'attend à ce « qu'une marge importante de demande excédentaire » s'accumule à moyen terme. Dans ses projections d'août, la BoE prévoit une hausse très limitée du taux de chômage, qui atteindrait 4% d'ici le milieu de l'année prochaine, avant de baisser à nouveau à 3,3% au troisième trimestre 2020. La BoE estime que le ralentissement de l'économie est temporaire, l'incertitude actuelle liée au *Brexit* freinant l'investissement, tandis que la faiblesse de la croissance mondiale pèse sur le commerce extérieur.

R-U : taux d'utilisation des capacités

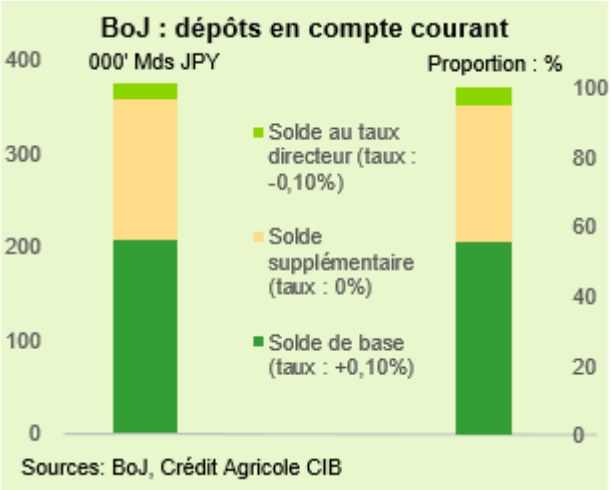


Sources : BoE, Crédit Agricole S.A.

Une plus grande prudence doit cependant être lue dans l'analyse de la BoE, qui note en effet :

- ✓ Que le marché du travail a cessé de se tendre, tandis que les mesures officielles et les enquêtes sur la croissance de l'emploi fléchissent ;
- ✓ Qu'une marge d'offre excédentaire est réapparue récemment au sein des entreprises ;
- ✓ Et que plus les incertitudes liées au *Brexit* s'installent, plus cette offre excédentaire augmente et fait reculer les pressions inflationnistes d'origine domestique.

Dans notre scénario, les incertitudes liées au *Brexit* devraient s'intensifier dans les prochains mois, la tenue d'élections anticipées étant probable. De plus, la croissance économique des principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni continuera de ralentir sur notre horizon de prévision. Notre scénario central table en conséquence sur le maintien du taux directeur à son niveau actuel en 2019 et en 2020.



Banque du Japon : politique probablement inchangée, avec une forte incertitude

Notre scénario économique suppose la poursuite de la reprise avec un risque baissier croissant pesant sur les exportations. Cette inquiétude est partagée par la Banque du Japon (BoJ), qui a explicitement déclaré après sa réunion de politique monétaire de septembre qu'elle réexaminerait l'évolution de l'économie et des prix lors de la prochaine réunion, les 30 et 31 octobre.

Certains participants au marché ont estimé que cette déclaration indiquait une très forte probabilité d'assouplissement supplémentaire lors de la réunion de politique monétaire d'octobre : un avis que nous ne partageons pas tout en estimant néanmoins que la décision sera extrêmement serrée.

La décision de la BoJ dépendra fortement des données économiques et du niveau du yen. La Banque centrale optera probablement pour le *statu quo* tant que le dollar se maintiendra au-dessus de la barre des 105 yens. Plusieurs décisions devraient cependant être annoncées en octobre, même en cas de *statu quo*. Premièrement, la BoJ devrait être plus souple en termes de fréquence et de montant des opérations d'achat de JGB, afin d'éviter que la courbe des taux ne soit trop plate pendant trop longtemps : une telle mesure augmenterait la viabilité de sa politique actuelle de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*). Deuxièmement, en augmentant la viabilité du YCC, la BoJ sera également en mesure de prolonger l'horizon de son guidage des anticipations, envisagé actuellement « au moins jusqu'au printemps 2020 ». En résumé, notre scénario central pour la réunion d'octobre est que la BoJ se concentrera sur le renforcement de la viabilité du YCC, sans assouplir sa politique.

Si le dollar passait sous la barre des 105 yens, la BoJ assouplirait sa politique en agissant sur deux paramètres. Premier levier : elle réduirait le taux de rémunération des réserves excédentaires (qui est déjà négatif, à -0,10% actuellement), afin d'agir sur la valeur du yen. Deuxième levier : elle augmenterait ses achats de fonds indexés sur actions, afin de renforcer la confiance des agents économiques et notamment de soutenir les dépenses de consommation (*via* l'effet richesse) et les investissements (théorie du Q de Tobin).

Focus – BoJ : taux négatifs ou YCC, lequel coûte cher aux banques ?

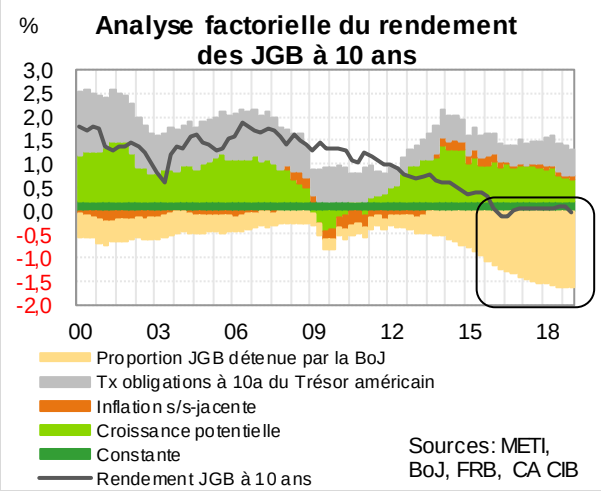
Avec l'introduction récente par la BCE d'un système à deux niveaux de rémunération des réserves, il est intéressant de tirer des enseignements du système à trois niveaux, ainsi que du passage du taux de rémunération des réserves excédentaires en territoire négatif adoptés en 2016 par la BoJ.

Notons que le système à niveaux de la BoJ diffère de celui de la BCE à deux égards. Premièrement, le système à trois niveaux de la BoJ comprend un niveau à taux d'intérêt positif (appliqué au « solde de base ») et limite par ailleurs l'application du taux négatif à un solde appelé « solde au taux directeur », lequel ne représente qu'environ 5% du total des dépôts. Deuxièmement, à -0,10%, le taux négatif de la BoJ est nettement moins négatif que le taux de la facilité de dépôt de la BCE, qui est à -0,50%.

Le « solde au taux directeur », auquel est appliqué le taux négatif de -0,10%, n'est pas seulement faible : son application est également particulière, puisque certains établissements comme les méga-banques et les banques régionales ne sont que très peu concernés (en réalité, les méga-banques ne sont pas concernées du tout). Dès lors, quelles sont les banques concernées par ce taux négatif ? Il s'agit principalement des banques fiduciaires (les *trust banks*) et des banques étrangères, ces dernières pouvant cependant encore profiter du rendement positif de ce solde, grâce au différentiel de base négatif en dollar/yen.

Dès lors, une autre question se pose : si les banques ne sont pas ou peu concernées par le taux directeur négatif, pourquoi protestent-elles contre ce taux qui, selon elles, réduit leur rentabilité ? En réalité, leur rentabilité n'est pas réduite de manière directe par ce taux négatif, mais par l'aplatissement extrême et prolongé de la courbe des taux, lequel résulte de la conjonction du YCC et du taux directeur négatif.

Comme l'indique le nom exact de la politique de la BoJ (« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec contrôle de la courbe des taux »), la BoJ a acheté d'énormes quantités de JGB, ce qui a conduit à une situation d'offre et de demande très resserrée sur le marché des JGB et une courbe de taux plate, voire inversée. Notre analyse factorielle du rendement des JGB à dix ans suggère que cette politique se traduit par un abaissement des rendements qui pourrait atteindre 150 points de base.



Les banques estiment qu'un prolongement de l'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif (QQE) combiné au YCC pourrait remettre en cause leur viabilité à long terme, en raison d'un resserrement supplémentaire de la marge entre taux d'intérêt créditeurs et taux d'intérêt débiteurs.

Point important, la BoJ commence à partager cette inquiétude, car une nouvelle baisse de l'appétit des banques pour le risque se traduirait par un rétrécissement des canaux de transmission de la politique monétaire. En conséquence, la BoJ apportera des aménagements au fonctionnement de son YCC lors de sa réunion d'octobre prochain, en ajustant à la baisse et de manière flexible la fréquence et le montant de ses achats de JGB (avec une possible suspension temporaire de ces achats), afin d'éviter un aplatissement rapide et durable de la courbe des taux. Cela replace d'ailleurs le taux négatif de rémunération des réserves excédentaires dans la boîte à outils de la Banque centrale, puisque ce taux, s'il est bien utilisé, peut permettre une repentification de la courbe.

Quelle leçon pouvons-nous tirer de l'expérience de la BoJ ? Si nous voulons à la fois un assouplissement monétaire et un canal de transmission performant, il ne faut pas que la courbe des taux reste trop plate pendant trop longtemps. À cet égard, le YCC s'avère plus coûteux que les seuls taux négatifs.

Taux d'intérêt – Bas, entre incertitudes et assouplissement monétaire

Les Banques centrales et les marchés semblent engagés dans un jeu de dépendance toxique mutuelle. Celle-ci conduira la Fed (divisée) à demeurer souple et à limiter les pressions haussières sur les taux d'intérêt longs. En zone euro, des facteurs structurels puissants conjugués à une conjoncture déprimée poussent les taux à des niveaux historiquement bas, sans que rien ne permette d'envisager une « normalisation » rapide.

Baisses de taux attendues implicitement par les marchés d'ici fin 2020

Sources : Bloomberg, Haver Analytics, CA CIB

États-Unis : Fed divisée, quelles conséquences pour les taux d'intérêt ?

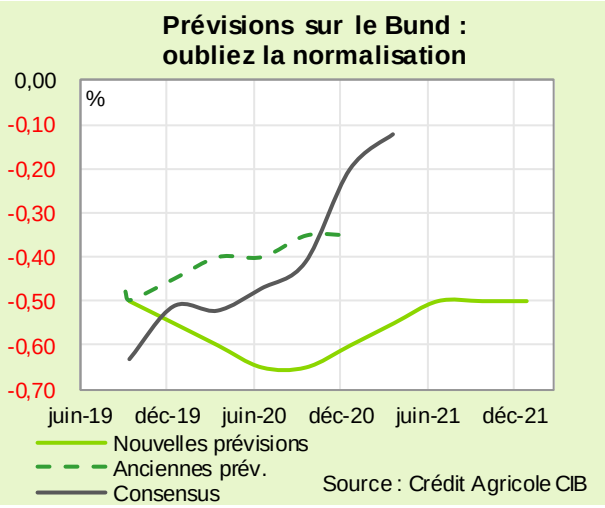
Tant la déclaration du FOMC de septembre que le *dot plot* signalent que la Fed est divisée. Alors que le rendement des *Treasuries* à dix ans pourrait fluctuer entre 1,65% et 1,90% à court terme, notre scénario retient une baisse vers la fin de l'année en raison des incertitudes sur le commerce mondial, des tensions géopolitiques, du ralentissement mondial et de l'assouplissement monétaire en Europe.

Il y a eu trois votes dissidents lors du FOMC de septembre : James Bullard (président de la Fed de Saint-Louis) souhaitait une baisse de 50 points de base, tandis qu'Esther George (présidente de la Fed de Kansas City) et Eric Rosengren (président de la Fed de Boston) ne souhaitaient aucun changement des taux directeurs, comme lors de la réunion de juillet.

Le scénario médian du *dot plot* ne suggère aucun changement de politique en 2019 et 2020 : cette « stabilité apparente » pourrait être trompeuse. Il n'y a clairement pas d'opinion majoritaire sur l'évolution de la politique monétaire. Néanmoins, le FOMC semble pencher en faveur d'un nouvel assouplissement. Cinq membres souhaitent une hausse des taux d'ici fin 2019, cinq prévoient des taux inchangés (ce qui est le point de vue médian) sur le même horizon et sept autres membres, plus accommodants, appellent à une nouvelle baisse des taux. En dépit des dissensions, l'assouplissement monétaire se poursuivra : notre scénario retient une baisse supplémentaire des taux de 25 points de base à titre « d'assurance » en décembre puis deux baisses (de 25 points de base chacune) en 2020.

L'assouplissement s'accompagnera d'une pentification de la courbe des taux car la Fed pourrait *in fine* se voir contrainte de converger vers les anticipations de marché en termes de baisse des taux. De plus, le Trésor va probablement lancer un emprunt d'une maturité de cinquante ans, favorisant également la pentification de la courbe.

Par ailleurs, les taux obligataires ont évolué dans une fourchette assez étroite depuis la remontée observée début septembre et le positionnement des investisseurs semble être plus équilibré aujourd'hui qu'en août. De fait, les gérants de fonds ont réduit leurs positions nettes acheteuses sur les contrats à terme sur bons du Trésor.



Europe : pas de normalisation en vue

Les facteurs qui ont conduit les taux euro à leur plus bas niveau historique cet été devraient persister :

- ✓ Les facteurs conjoncturels ne suggèrent pas de remontée des taux avant 2022. Le cycle économique se replie au-delà de son essoufflement naturel. Par ailleurs, le net ralentissement prévu aux États-Unis en 2020 pourrait avoir un impact différé sur la croissance de la zone euro en 2021. Les perspectives économiques pourraient rester incertaines jusqu'à fin 2020.
- ✓ Le ralentissement de la croissance, la faiblesse des pressions inflationnistes et les nombreuses incertitudes vont donc contraindre la BCE à conserver une politique accommodante dans la durée : notre scénario n'envisage pas de hausse des taux directeurs avant le second semestre 2023.
- ✓ Certains considèrent que le conflit États-Unis-Chine, qui accentue la demande d'actifs sûrs, n'est qu'un facteur temporaire. Notre scénario table *a contrario* sur un affrontement hégémonique durable : l'incertitude géopolitique ne disparaîtra pas dans un avenir proche.
- ✓ Les facteurs structurels, qui ont provoqué la baisse du taux neutre (parmi lesquels le vieillissement de la population, l'accroissement des inégalités et la montée de l'aversion au risque) et sont également à l'origine de la faiblesse des pressions inflationnistes (progrès techniques, guerre des prix), ont vocation à perdurer.

Une « normalisation » des taux euro ne pourra intervenir sans un profond changement de paradigme. Un consensus semble émerger, parmi les membres de la BCE comme parmi les intervenants de marché, sur la nécessité d'un plan de relance au niveau de la zone euro. En effet, un assouplissement budgétaire significatif, durable et coordonné pourrait renforcer la croissance de la zone euro[6] et conduire à une normalisation des taux. L'acceptation d'un tel changement de paradigme budgétaire demandera sans doute du temps.

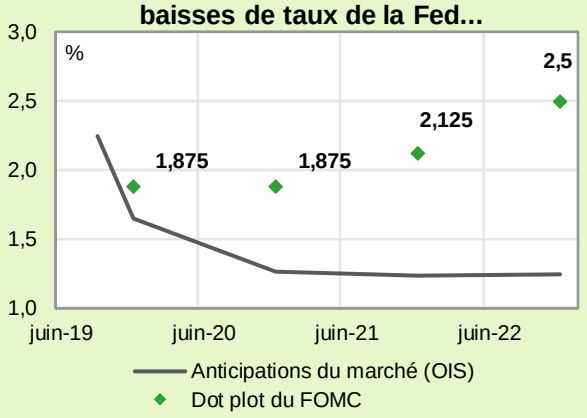
En conséquence, en l'absence de facteur majeur susceptible de bouleverser les tendances lourdes à la baisse des taux d'intérêt, nous modifions notre scénario et tablons désormais sur le maintien du Bund autour ou sous son niveau actuel au moins jusque fin 2021, avec les effets secondaires habituels : resserrement des *spreads* et aplatissement des courbes souveraines de la zone euro. Le Bund se situerait ainsi à -0,50% fin 2021. Tout en restant optimistes sur l'Italie (pas de procédure pour déficit excessif, pas de baisse de la note de crédit par les agences de notation), le risque d'instabilité politique nécessite de rester vigilant : la prime de risque contre Bund se stabiliserait légèrement sous les 150 points de base.

[6] En créant en nouvel équilibre entre l'épargne et l'investissement.

Taux de change – Le dollar ? Plus fort, plus longtemps

Dans un contexte toujours empreint de poussées d'aversion au risque, les assouplissements monétaires menés à des rythmes différenciés devraient continuer de permettre au dollar de tirer son épingle du jeu. Au moins jusqu'à ce que le ralentissement ne se manifeste plus nettement aux États-Unis.

Les marchés attendent de nouvelles baisses de taux de la Fed...



Sources : CA CIB, Bloomberg, NBER

... qui devraient mettre fin à l'appréciation du dollar

Sources : CA CIB, Bloomberg, BRI

Un dollar plus fort un peu plus longtemps

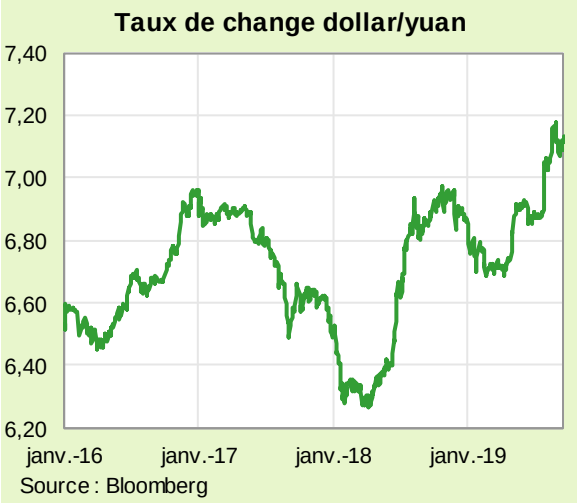
Tout d'abord, quels sont les principaux éléments du contexte ? Le risque d'une récession en 2020 a diminué aux États-Unis mais cela suppose que la Fed continue d'assouplir sa politique monétaire en fin d'année et en 2020. La politique monétaire de la BCE est clairement accommodante, mais la nouvelle baisse de 10 points de base du taux de dépôt (à -0,60%) que notre scénario envisage pour décembre marquerait le point bas du cycle d'assouplissement en termes de taux d'intérêt. Enfin, si sa probabilité d'occurrence a augmenté, nous supposons cependant qu'un *Brexit* sans accord devrait être évité. Notre scénario d'assouplissement monétaire américain, en dépit des nouvelles mesures d'assouplissement qui seront prises par plusieurs Banques centrales du G10, devrait laisser intact l'avantage dont bénéficie le dollar en termes de taux d'intérêt. Notre scénario retient un écartement des différentiels de taux euro/dollar, qu'il s'agisse des taux directeurs ou obligataires. **Le dollar américain devrait donc continuer de bénéficier de sa position de devise sûre à rendement élevé** : ce statut favorable (et plus durablement que nous ne l'anticipions) nous conduit à relever nos prévisions en faveur du dollar par rapport à plusieurs devises du G10. Nous retenons ainsi une appréciation désormais très limitée de l'euro par rapport à son niveau actuel (1,09), appréciation sur laquelle continuent en outre de peser des risques baissiers : la viabilité de tout rebond de l'euro au cours des trois à six mois à venir dépendra de la résilience de la demande interne de la zone euro et des perspectives de résolution du *Brexit*. Par la suite, après avoir atteint un pic mi-2020, le dollar se déprécierait à la faveur du ralentissement de l'économie américaine susceptible de déclencher le débouclage des opérations de portage acheteuses de dollars.

Le yen devrait rester bien orienté pendant la majeure partie des prochains trimestres. La BoJ ne dispose que de marges de manœuvre très limitées pour assouplir davantage sa politique monétaire. Cette contrainte, conjuguée aux incertitudes persistantes des marchés et à un ralentissement aux États-Unis, devrait conduire au dénouement des opérations de portage financées en yen dans les six à neuf mois qui viennent. Les perspectives de la livre sterling continueront évidemment à dépendre du *Brexit*. Bien que notre scénario suppose toujours qu'un *Brexit* sans accord sera évité – ce qui à terme poussera la livre sterling et l'euro à la hausse – le risque d'un *Brexit* sans accord a augmenté : **la livre sterling restera près de ses plus bas niveaux récents dans les mois à venir.**

Le franc suisse devrait se montrer solide jusqu'à la fin de l'année. Toutefois, compte tenu de la capacité de la BNS à maintenir des taux bas plus longtemps que la BCE, le franc suisse pourrait être sujet à dépréciation, qui dépendra de la robustesse de la croissance en zone euro. **La couronne norvégienne et la couronne suédoise devraient rester bien orientées.** La couronne norvégienne devrait continuer à surperformer la couronne suédoise, compte tenu de son avantage

relatif en termes de taux d'intérêt et de la prudence (qui restera probablement d'actualité) de la politique de la Riksbank suédoise.

Le dollar australien, le dollar néo-zélandais et le dollar canadien, qui sont sensibles au risque, devraient être en retrait dans un premier temps en raison de l'affaiblissement de leur situation domestique et de la persistance des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Ces trois devises devraient commencer à se redresser au milieu de l'année prochaine, sous l'effet – notamment – de la politique de la Fed, qui entamera une nouvelle période d'assouplissement monétaire.



Marchés émergents : les politiques monétaires accommodantes devraient aider

Malgré le risque, venu des États-Unis, d'une nouvelle décélération des exportations, les devises émergentes pourraient afficher des performances assez satisfaisantes au cours des prochains trimestres, grâce à la baisse généralisée des taux d'intérêt.

Le facteur de soutien décisif reste la baisse des taux d'intérêt américains qui devrait permettre aux devises émergentes de conserver un portage attractif. Mais, les tensions entre les États-Unis et la Chine devraient continuer à peser sur l'appétit pour le risque, en dépit de possibles périodes de soulagement temporaire. Dans un tel contexte, le yuan pourrait continuer à se déprécier en 2020, ce qui devrait également peser sur les autres devises émergentes, en Asie plus particulièrement.

La livre turque et le peso mexicain figurent parmi les devises les plus vulnérables dans les trimestres à venir.

Prévisions économiques et financières

Taux d'intérêt

		8-oct.	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20
Etats-Unis	Fed funds	2,00	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25
	Taux 10 ans	1,52	1,45	1,35	1,35	1,40	1,50
Zone euro	Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Taux 10 ans (All.)	-0,60	-0,55	-0,60	-0,65	-0,65	-0,60
Spread 10a c/ EUR	France	0,30	0,25	0,20	0,20	0,20	0,20
	Italie	1,55	1,45	1,45	1,45	1,45	1,35

Taux de change

Taux de change USD Pays industrialisés		8-oct.	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20
Euro	EUR/USD	1,10	1,12	1,12	1,14	1,17	1,20
Japon	USD/JPY	107	105	104	102	102	100
Royaume-Uni	GBP/USD	1,22	1,25	1,25	1,28	1,33	1,37
Suisse	USD/CHF	0,99	0,98	0,99	0,99	0,97	0,96
Asie							
Chine	USD/CNY	7,14	7,15	7,20	7,25	7,30	7,30
Hong Kong	USD/HKD	7,84	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80
Inde	USD/INR	71,20	71,75	72,50	73,25	74,00	74,75
Corée du Sud	USD/KRW	1197	1220	1220	1215	1210	1200
Amérique latine							
Brésil	USD/BRL	4,08	3,95	3,90	3,90	3,90	3,90
Mexique	USD/MXN	19,57	20,00	20,50	20,75	20,75	20,75
Europe - émergents							
Pologne	USD/PLN	3,95	3,86	3,86	3,79	3,67	3,56
Russie	USD/RUB	65,28	65,50	64,00	63,50	64,00	64,50
Turquie	USD/TRY	5,83	6,10	6,20	6,40	6,50	6,70

Matières premières

Prix moy. du trim.		08-oct	2019	2020			
			T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	58	65	65	63	61	58

Métaux précieux		08-oct	2019	2020			
			T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 502	1 530	1 530	1 550	1 570	1 580

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**	**2,3**	**1,3**	**2,4**	**1,7**	**1,9**	**-2,4**	**-2,6**	**-2,6**
Japon	**0,8**	**1,2**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**0,8**	**3,5**	**2,9**	**3,3**
Zone euro	**1,9**	**1,2**	**1,1**	**1,8**	**1,2**	**1,1**	**3,3**	**3,1**	**3,1**
Allemagne	1,5	0,5	0,6	1,9	1,4	1,4	7,4	7,4	7,1
France	1,7	1,4	1,3	2,1	1,3	1,2	-0,6	-1,4	-1,0
Italie	0,7	0,2	0,4	1,2	0,7	0,6	2,5	1,6	1,8
Espagne	2,4	2,0	1,7	1,7	0,7	0,6	0,9	1,2	1,7
Pays-Bas	2,5	1,8	1,5	1,6	2,6	1,5	10,9	9,2	9,9
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,0	2,5	1,9	1,9	-3,9	-4,5	-4,5
Canada	1,8	1,5	1,7	2,3	1,7	2,0	-2,8	-2,6	-2,5
Australie	3,2	2,1	2,8	2,2	2,0	2,3	-2,8	-2,1	-2,1
Suisse	2,5	1,1	1,5	0,9	0,8	0,9	10,0	9,0	9,0
Asie	**6,0**	**5,6**	**5,4**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	**0,6**	**0,9**	**0,7**
Chine	6,6	6,2	6,0	2,1	2,6	2,6	0,4	1,3	0,3
Inde	7,1	6,8	6,4	3,6	3,4	3,6	-1,8	-2,1	-1,6
Corée du Sud	2,6	1,8	2,1	1,6	0,7	1,2	4,5	4,3	4,0
Amérique latine	**1,2**	**0,6**	**1,2**	**9,4**	**11,3**	**9,2**	**-1,8**	**-1,5**	**-1,7**
Brésil	1,1	0,8	1,9	3,7	3,5	3,7	-0,8	-1,0	-1,8
Mexique	2,0	0,6	1,0	4,4	3,3	3,3	-1,5	-1,4	-1,6
Europe émergente	**2,8**	**1,7**	**2,0**	**6,2**	**6,4**	**5,5**	**1,1**	**0,6**	**1,0**
Russie	2,3	1,6	1,8	4,3	4,9	4,0	3,5	2,5	3,5
Turquie	2,7	-0,8	1,5	16,5	15,9	14,5	-1,4	-2,5	-1,4
Pologne	5,1	4,4	3,5	1,6	2,4	2,3	-0,8	-1,0	-0,8
Afrique, Moyen-Orient	**1,1**	**0,6**	**1,7**	**9,5**	**10,0**	**7,2**	**2,0**	**-0,3**	**2,0**
Arabie Saoudite	2,2	1,6	1,9	2,5	0,0	2,0	7,3	2,3	7,3
Emirats Arabes Unis	1,7	2,2	2,2	3,6	0,5	2,0	7,3	5,3	7,3
Egypte	5,3	5,3	5,4	15,0	13,0	10,0	-1,1	0,5	-1,1
Maroc	2,8	2,8	3,1	1,8	1,0	2,0	-3,6	-3,0	-3,6
Total	**3,4**	**2,9**	**2,8**	**3,6**	**3,6**	**3,2**			
Pays industrialisés	**2,2**	**1,7**	**1,2**	**2,0**	**1,4**	**1,5**			
Pays émergents	**4,3**	**3,7**	**3,9**	**4,8**	**5,2**	**4,5**			

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**	**-2,5**	**-2,8**	**238,8**	**225,6**	**225,8**
Zone euro	**-0,6**	**-0,9**	**-0,8**	**87,3**	**86,1**	**84,8**
Allemagne	1,7	0,8	0,8	60,9	58,8	56,5
France	-2,5	-3,1	-2,2	98,4	98,9	98,4
Italie	-2,1	-2,1	-2,2	134,8	135,3	135,8
Espagne	-2,5	-2,2	-1,9	97,2	96,3	95,2
Pays-Bas	1,5	1,2	0,3	52,4	49,2	48,0
Belgique	-0,7	-1,3	-1,7	102,0	101,3	101,0
Grèce	1,1	0,5	-0,1	181,1	176,5	171,0
Irlande	0,0	0,6	0,1	64,8	60,0	55,2
Portugal	-0,5	-0,4	-0,1	121,5	117,8	115,3
Royaume-Uni	**-1,9**	**-1,6**	**-2,2**	**86,5**	**85,1**	**85,4**

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

Achevé de rédiger le 9 octobre 2019

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
04/10/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
03/10/2019	France – Projet de loi de finances pour 2020 : le déficit public est ramené à 2,2% du PIB	France
30/09/2019	France – Immobilier résidentiel : Évolutions récentes et perspectives 2019-2020	France, immobilier
27/09/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
24/09/2019	France – Établissement de santé : Tendances en septembre 2019	France , sectoriel
20/09/2019	Monde - L'actualité de la semaine	Monde
18/09/2019	La mue laborieuse du système politique espagnol	Point de Vue
17/09/2019	France – Travail temporaire, tendances à mi-septembre	France, sectoriel
11/09/2019	Italie – La normalisation de la politique est un bien grand mot	Italie
09/09/2019	PRISME – L'analyse de la conjoncture et de l'actualité agricole et agroalimentaire du Crédit Agricole	Agri-agro
03/09/2019	L'agenda de la rentrée européenne	Europe

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 / 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
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 / Marine MAZET – marine.mazet@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**