Perspectives

Trimestriel – N°19/223 – 20 décembre 2019

MONDE – Scénario macro-économique 2020-2021

Un équilibre délicat

Si rien ne suggère actuellement une chute imminente des rythmes de croissance, un climat anxiogène toujours plombé par une incertitude délétère et un investissement productif en repli (selon des rythmes variés) concourent à leur fléchissement. La résistance des ménages, aidée par une inflation faible et des conditions financières favorables, devrait amortir le repli du cycle, sous le regard attentif (et bienveillant) des Banques centrales. Et, du ralentissement économique à risques aux politiques monétaires accommodantes, tout concourt au maintien de taux d'intérêt à des niveaux désespérément faibles.

Sommaire

Pays développés – Décélération à hauts risques 3
Pays émergents – Légère amélioration en 2020 10
Pétrole – La fin du tunnel se fait attendre 15
Politique monétaire – Du *statu quo* (bienveillant) à l'assouplissement (inévitable).....16
Taux d'intérêt – *Bis repetita (placent)*.....19
Taux de change – L'avantage du dollar s'étiole.....21
Prévisions économiques et financières 23

Un rapide survol de la conjoncture mondiale révèle un ensemble de craquements concomitants et épars plus qu'il ne livre un faisceau d'indicateurs convergents annonçant une grande rupture.

Si rien ne suggère actuellement une chute imminente des rythmes de croissance, un climat anxiogène toujours plombé par une incertitude délétère et un investissement productif en repli (selon des rythmes variés) concourent à leur fléchissement.

La résistance des ménages, aidée par une inflation faible et des conditions financières favorables, devrait amortir le repli du cycle, sous le regard attentif (et bienveillant) des Banques centrales.

Bon premier parmi les sources d'incertitudes, le conflit commercial sino-américain semble n'être plus voué à une escalade inexorable à brève échéance. L'accord dit de « phase 1 » (dont les détails exacts sont encore loin d'être connus) doit être signé en janvier (une signature dont D. Trump, président en campagne, s'enorgueillira certainement bruyamment). Cet accord permet d'espérer une pause dans la guerre tarifaire, mais ne préjuge pas de la pacification des relations sino-américaines. Il n'immunise pas contre le déplacement des tensions sur d'autres sujets délicats : réforme

des entreprises publiques chinoises, subventions, propriété intellectuelle, situation à Hong Kong, élection présidentielle à Taïwan.

Par ailleurs, le *Brexit* devrait (enfin) avoir lieu le 31 janvier 2020. Or, les Britanniques souhaitent voir définis les détails du futur partenariat avec l'Union européenne (dont un accord de libre-échange) d'ici la fin de l'année 2020 : soumettre les négociations à un calendrier aussi ambitieux va générer des doutes sur la qualité de la relation à venir. Le risque d'un « *Brexit* sans accord commercial » va se substituer à celui d'un « *Brexit* sans accord ».

Les tensions politiques, géopolitiques et l'incertitude peuvent donc temporairement s'apaiser, mais n'ont pas vocation à disparaître durablement et continueront de peser sur le comportement d'investissement.

L'investissement productif a fait preuve de résilience, mais un mouvement de repli se dessine. Justifié par l'incertitude sur la demande future, largement issue des inquiétudes relatives au commerce mondial, le repli est à la fois étrangement « prématuré » et encore contenu. Prématuré en ce qu'il n'intervient pas à la suite d'une dégénérescence classique du cycle, contenu en ce qu'il n'est pas encore généralisé et violent. La zone euro, fragmentée selon le degré d'exposition des pays au commerce mondial et au secteur manufacturier, fournit une bonne illustration. Après plusieurs années d'investissement faible, les entreprises se préparent à affronter le ralentissement sans capacités excédentaires (dont témoigne un taux d'utilisation des capacités en repli mais encore élevé) et semblent attentistes, ne répondant à l'érosion de leurs marges ni par un arrêt brutal de leurs dépenses en capital, ni par une réduction drastique de l'emploi.

Ce n'est pas sur l'investissement productif (ni sur le commerce mondial plus sensible à la croissance de l'investissement qu'à celle de la consommation) qu'il faudra compter pour soutenir la croissance : celle-ci reposera clairement sur les ménages.

Le marché du travail poursuit son ajustement à des rythmes divers et le recul des créations d'emplois ne se traduit pas encore par une remontée sensible du taux de chômage. La consommation devrait, en outre, être dopée par des salaires en légère progression et des gains de pouvoir d'achat entretenus par une inflation toujours très modérée. L'inflation sous-jacente restera faible, alors que, sans un sursaut de la demande de pétrole ou une extension de l'accord OPEP+ visant à réduire la production, les prix du pétrole pourraient se retrouver confinés sous les 60 dollars dès le second semestre 2020.

Si la consommation des ménages permet d'espérer un ralentissement et non un effondrement de la croissance, l'équilibre entre emploi-salaires-marges est néanmoins délicat. Dans un climat incertain, confrontées à un ralentissement des gains de productivité et à une érosion de leurs marges, les entreprises pourront-elles résister longtemps à un ajustement sévère de leurs coûts se traduisant par une réduction de l'emploi ? Si les entreprises ne procèdent pas à cet ajustement douloureux pour la croissance, les marchés actions pourraient bien entreprendre une révision à la baisse de leurs perspectives de profits.

Alors que les grandes Banques centrales ont entrepris des revues stratégiques de leurs politiques respectives, la tentation de l'assouplissement monétaire restera donc puissante.

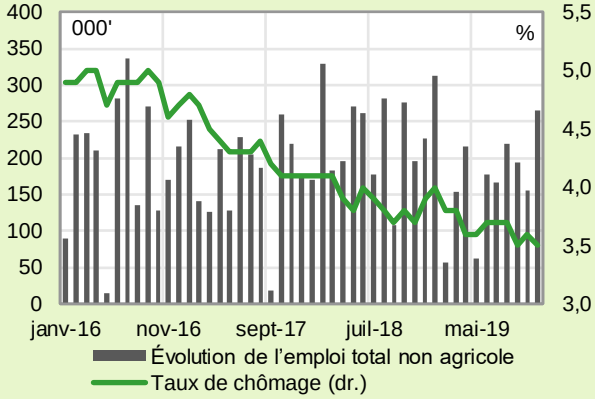
La *Federal Reserve* devrait finir par y succomber : notre scénario retient l'hypothèse d'une nouvelle baisse du taux des *Fed Funds* préventive et limitée à 25 points de base en 2020. La Banque centrale européenne n'y résistera pas : aucune hausse de taux (voire une baisse du taux de dépôt de 10 points de base, intégrée dans nos prévisions en 2020), extension du *Quantitative Easing* avec une augmentation de la limite de détention d'un titre de 33% à 50%, *forward guidance*. La Banque d'Angleterre y cédera également. Seule la Banque du Japon, qui connaît les dommages collatéraux des excès, ne serait pas tentée.

Tout concourt, de nouveau, au maintien de taux longs « *core* » désespérément faibles : matérialisation des ralentissements économiques, inflations indolores, politiques monétaires accommodantes, climat empreint de risques avérés ou latents. Ce ne sera pas pour déplaire aux primes de risques des marchés obligataires « périphériques » et aux marchés actions : de leur résistance dépendent l'effet de richesse et la consommation des ménages, ingrédient essentiel d'un scénario de ralentissement et non d'effondrement de la croissance.

Pays développés – Décélération à hauts risques

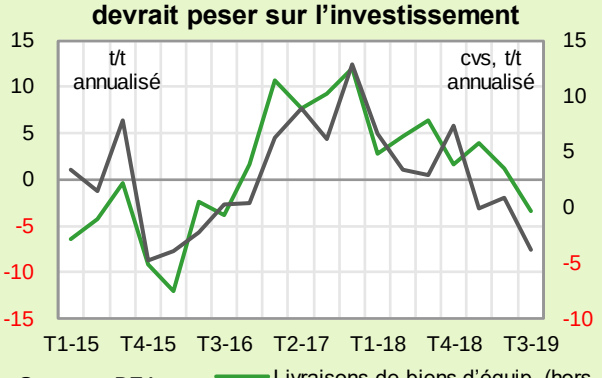
Si rien ne suggère actuellement une chute des rythmes de croissance, un climat anxiogène toujours plombé par une incertitude délétère et un investissement productif en repli (selon des rythmes variés) concourent à leur fléchissement. La résistance des ménages, aidée par une inflation faible et des conditions financières favorables, devrait amortir le repli du cycle, sous le regard attentif (et bienveillant) des Banques centrales.

USA : un marché du travail solide devrait favoriser la consommation



Sources : BLS, CA CIB

USA : la montée des incertitudes devrait peser sur l'investissement



Sources : BEA, Census Bureau, CACIB

États-Unis : les incertitudes pèseront sur la croissance en 2020

Malgré l'apparition de vents contraires, la croissance a bien résisté en 2019 : alors même que l'économie entrait en juillet dernier dans sa phase d'expansion la plus longue jamais enregistrée, la croissance est demeurée solide. Supérieure ou égale à 2% au cours de chaque trimestre en 2019, elle devrait atteindre 2,2% pour l'ensemble de l'année, un niveau supérieur au potentiel. L'expansion a été tirée par la consommation, elle-même soutenue par un marché du travail solide, un chômage proche de son plus bas niveau en cinquante ans et des salaires en hausse progressive.

Nous sommes néanmoins moins optimistes pour le futur proche. Nous avons certes revu nos prévisions à la hausse par rapport au trimestre précédent en raison, principalement, d'une meilleure résistance que prévu du marché du travail et du ton plus conciliant adopté par les États-Unis et la Chine qui a permis d'aboutir à un premier accord commercial (dit « de phase 1 »). Toutefois, les relations sino-américaines devraient rester tendues, tant sont multiples, au-delà du commerce, les sujets de profond désaccord (notamment, la technologie, les questions géopolitiques...). Les incertitudes découlant des conflits (ouverts ou latents) vont freiner l'activité, conduisant à **une croissance de 1,6% en moyenne annuelle en 2020, un niveau inférieur au potentiel.** L'économie devrait ralentir mais sans rupture : la récession sera évitée grâce, d'une part, à la résilience du secteur non manufacturier et, d'autre part, à une grande vigilance de la Fed se traduisant, dans notre scénario monétaire, par un nouvel assouplissement au premier semestre 2020.

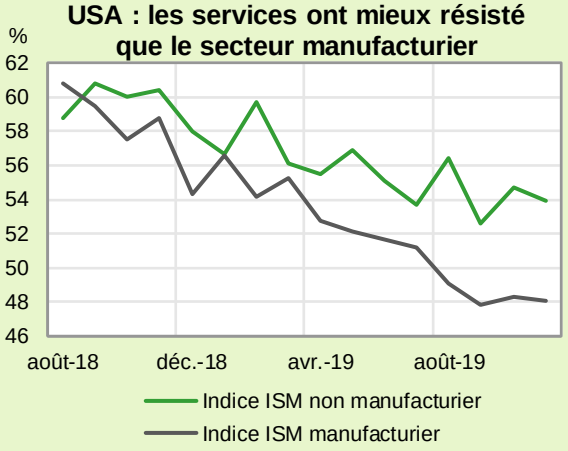
Malgré la stabilité apparente de l'édifice, certaines fissures ont commencé à apparaître : elles affectent le secteur manufacturier et l'investissement des entreprises. L'indice ISM manufacturier s'est progressivement replié pour tomber en zone de contraction en août et y demeurer au cours des quatre derniers mois. L'indice semble s'être stabilisé, mais à un niveau bas suggérant une faiblesse persistante du secteur manufacturier. De plus, malgré une croissance solide dans l'ensemble, l'investissement en capital fixe des entreprises a diminué au cours de chacun des deux derniers trimestres. L'investissement n'avait plus baissé de la sorte depuis fin 2015/début 2016.

Le secteur non manufacturier s'est mieux comporté, mais l'investissement y demeurera faible en 2020. L'incertitude restera forte, tant sont nombreuses les questions épineuses devant être réglées avant de conclure un accord commercial de phase 2 : des questions ardues sur lesquelles, après l'accord de phase 1, aucun progrès ne sera rapidement accompli. De nombreuses entreprises, dans ce contexte toujours incertain, reporteront leurs dépenses d'investissement et prendront le temps de réfléchir à la meilleure manière d'organiser leurs chaînes d'approvisionnement. L'élection présidentielle de 2020 va peser sur ce climat d'incertitude peu propice

à l'investissement, surtout si l'un des candidats les plus à gauche, comme Elizabeth Warren ou Bernie Sanders, gagne du terrain. En outre, la faiblesse des prix du pétrole suggère une contraction des dépenses d'investissement dans le secteur de la prospection pétrolière et gazière, la baisse des marges bénéficiaires pénalisant les investissements.

À la différence de l'investissement, la consommation est demeurée particulièrement soutenue au cours des derniers trimestres : elle est clairement le moteur de la croissance. Bien que la dynamique s'essouffle un peu, la résilience du marché du travail et les progrès réalisés en vue de la signature d'un accord commercial dit de « phase 1 » devraient limiter l'ampleur d'un possible ralentissement.

USA : les services ont mieux résisté que le secteur manufacturier



Sources : ISM, Crédit Agricole CIB

Bien que le marché du travail soit moins vigoureux depuis 2018, le fléchissement du rythme des créations d'emplois a été assez limité et conforme à l'opinion selon laquelle il est « une conséquence naturelle du fait que l'économie est proche du plein emploi », comme l'indique la Fed. En 2019, la moyenne mensuelle (jusqu'à novembre) des créations nettes d'emplois a atteint 180 000 unités : la baisse est relativement limitée par rapport aux 223 000 créations mensuelles observées en moyenne en 2018 et le chiffre moyen de 2019 excède amplement l'estimation du nombre de créations d'emplois nécessaires à l'absorption de la croissance de la population active (nos estimations le situent entre 75 000 à 115 000 unités). La dynamique s'est améliorée par rapport à l'été dernier (au cours des quatre derniers mois, la moyenne des créations nettes d'emplois a été proche de 210 000 unités) et la faiblesse de l'investissement des entreprises ne devrait avoir qu'une répercussion limitée sur le marché du travail. Le taux de chômage devrait rester relativement stable et le marché du travail continuer à entretenir la vigueur de la consommation.

USA : la probabilité d'une récession a diminué

Source : New York Fed — Probabilité de récession

Par ailleurs, bien que les détails exacts ne soient pas encore connus, l'accord commercial de « phase 1 » implique que les droits de douane supplémentaires sur les importations en provenance de Chine ne seront pas appliqués : c'est une trêve favorable aux consommateurs puisqu'une large partie de ces taxes serait appliquée aux biens de consommation et aurait pu, *in fine*, peser sur le pouvoir d'achat des ménages.

Malgré un léger tassement, la consommation sera donc, de nouveau, le moteur de la croissance en 2019.

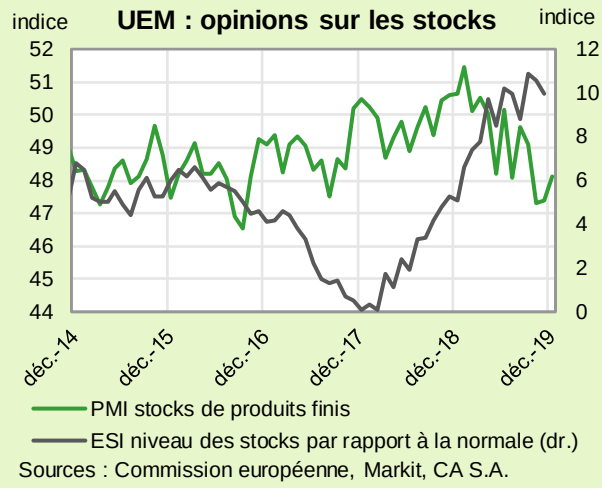
Une fois les projets de lois de crédits adoptés dans le cadre des nouveaux plafonds de dépenses approuvés en juillet, les dépenses gouvernementales devraient augmenter légèrement. Nous n'anticipons cependant pas de relance budgétaire d'ampleur compensant, notamment, les effets négatifs des incertitudes commerciales. Les deux principaux partis politiques sont favorables aux dépenses d'infrastructure, mais leurs priorités sont tellement différentes que la conclusion d'un accord paraît difficile. Par ailleurs, les démocrates hésiteront à conclure un accord majeur dont Trump pourrait s'attribuer le mérite en année électorale.

Notre scénario retient donc un ralentissement assez modeste, qui devrait conduire à un assouplissement monétaire additionnel mais limité. La Fed procéderait à une nouvelle baisse des taux de 25 points de base au deuxième trimestre 2020 à titre préventif. Cette baisse, conjuguée aux trois précédentes et à une consommation plus solide que prévu, devrait permettre à l'économie américaine d'éviter un ralentissement plus marqué.

Les risques restent toutefois majoritairement baissiers. Bien que le ton des négociations commerciales ait été plus positif récemment, la tendance pourrait très facilement s'inverser. Si les discussions devaient échouer et entraîner une nouvelle escalade des tarifs douaniers, la faiblesse des investissements des entreprises – que nous anticipons déjà – serait exacerbée et les risques de retombées sur le marché du travail augmenteraient, mettant en péril la vigueur des dépenses de consommation sur laquelle repose notre scénario de croissance.

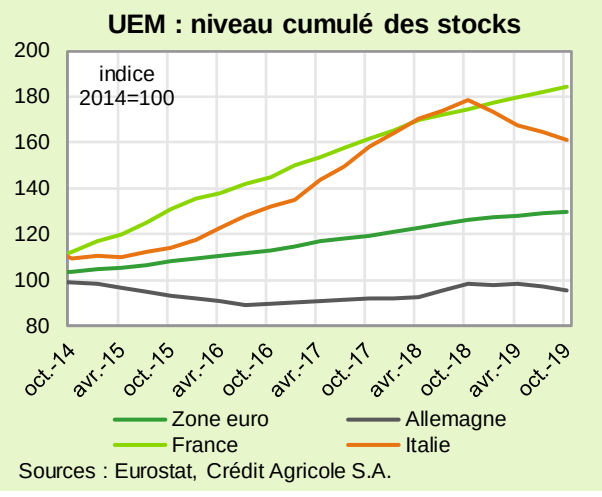
Zone euro : la question n'est vraiment pas celle d'un retour au-delà du potentiel

Nombreux sont les observateurs qui, tout en révisant encore à la baisse leurs prévisions pour 2020, commencent à anticiper un rebond de l'activité vers son rythme potentiel (voire au-délà) en 2021. Selon ce diagnostic, l'économie européenne aurait connu un trou d'air lié à la concentration de facteurs de risque géopolitique et à la récession du secteur manufacturier ; une fois ces deux élements dissipés, le cycle reprendrait ses droits. Cette vision est notamment défendue par la BCE, mais pas seulement. L'OCDE et la Commission européenne restent, quant à elles, plus prudentes. Une prudence que nous partageons et qui nous conduits à afficher une **croissance de 1,2% en 2019, 1,1% en 2020 et 1,2% en 2021**. Pas de récession donc, ni un retour à une croissance supérieure à son rythme potentiel (estimé à 1,4%). Malgré les signaux d'une stabilisation de l'activité manufacturière mondiale, la reconstitution des stocks par les entreprises et une normalisation de l'épargne favorable à la consommation, **notre scénario de croissance demeure lesté par la faiblesse de l'investissement productif et par une contribution au mieux nulle des exportations nettes**.



Sources : Commission européenne, Markit, CA S.A.

Après trois trimestres de repli, le commerce mondial a connu une première variation de signe positif qui ne permet cependant pas d'anticiper un net redressement des flux commerciaux. **Le risque géopolitique entretenu par la relation États-Unis-Chine, bien que tempéré jusqu'aux élections présidentielles américaines, demeure une lame de fond déstabilisant la croissance mondiale.**



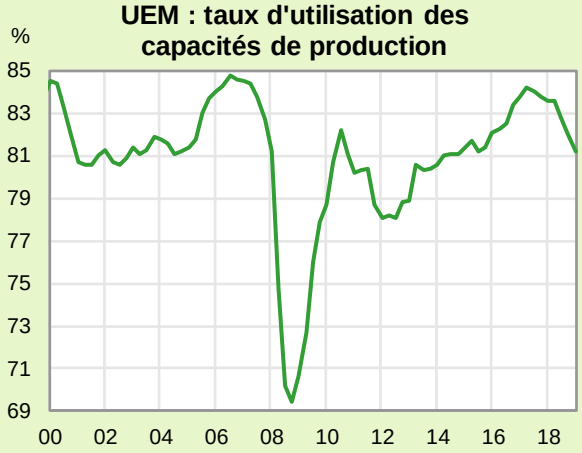
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Si la production industrielle mondiale a enregistré au troisième trimestre une croissance proche de zéro, elle recule encore en octobre dans le secteur manufacturier en zone euro (-0,5% sur le mois, -2,4% sur l'année). En novembre, la confiance dans l'industrie est encore en baisse. L'indice PMI de décembre confirme que le repli de l'activité dans l'industrie reste encore d'actualité. Grâce au rebond de la demande adressée à la zone par les pays tiers, les carnets de commandes se sont, en revanche, « regarnis » depuis le mois d'août. Selon les directeurs d'achats, les commandes (dont celles en provenance de l'étranger) auraient, en outre, moins baissé au quatrième trimestre. Enfin, les perspectives de production sont également en hausse dans l'enquête de la Commission. **Ainsi, si certains signaux de stabilisation de l'activité se manifestent, on reste loin des niveaux compatibles avec une véritable reprise.**

Globalement, **les indicateurs des ventes des entreprises sont plus dynamiques que ceux de la production industrielle** : on observerait **un regain de demande, mais satisfait par le déstockage.** Depuis le quatrième trimestre 2018, le déstockage a, en effet, amputé la croissance de la zone de 0,6 point de PIB. L'éventail des (contre) performances est large : ce délestage a coûté 1,5 point de PIB à l'Allemagne, 0,7 point à l'Italie, 0,2 point à la France. En Italie, le processus de déstockage paraît bien avancé ; au troisième trimestre

2019, les entreprises ont même recommencé à reconstituer leurs stocks. En Allemagne, le déstockage est intervenu depuis le quatrième trimestre 2018, mais les stocks cumulés depuis le printemps 2018 n'ont pas encore été entièrement réduits. En France et en Espagne, en revanche, l'accumulation se poursuit. Globalement, les stocks demeurent élevés dans la zone euro. Les enquêtes conduites par la Commission européenne dans l'industrie témoignent d'un niveau de stocks encore considéré comme supérieur à la normale par les entreprises, mais en baisse depuis deux mois, une tendance confirmée par les enquêtes PMI auprès des directeurs d'achats avec un déstockage en voie de ralentissement. La reconstitution des stocks pourrait ainsi apporter un soutien à la croissance. Soutien potentiel sur un horizon variable selon les pays : visible dès le quatrième trimestre 2019 pour certains, il paraît plus probable en 2020 pour l'ensemble de la zone euro.

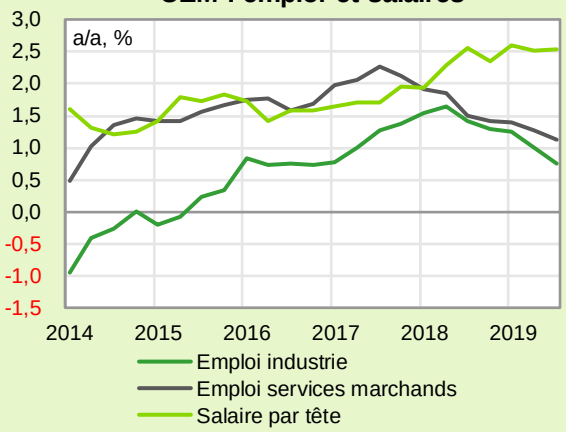
UEM : taux d'utilisation des capacités de production



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole S.A.

L'investissement a fait preuve de résilience et a encore progressé au troisième trimestre. Si l'investissement productif a jusqu'ici bien résisté, une amorce de repli se dessine dans certains pays : il a notamment baissé en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas, alors qu'il a encore augmenté en France et en Espagne. À l'évidence, les entreprises font face à cette phase de ralentissement sans capacités excédentaires après des années de faible accumulation du capital. Le taux d'utilisation des capacités, certes en baisse mais encore élevé, le confirme. Il est donc aisé de comprendre qu'en dépit d'une forte dégradation de la productivité et des marges, la réponse des entreprises ait été attentiste (y compris en termes d'emploi) et ne se soit pas traduite par une compression des effectifs.

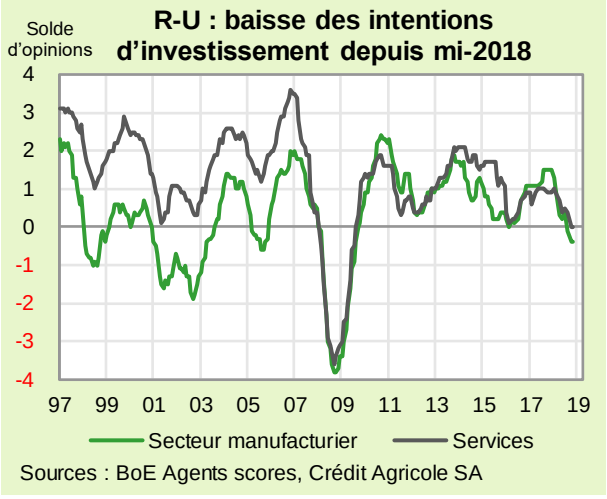
UEM : emploi et salaires



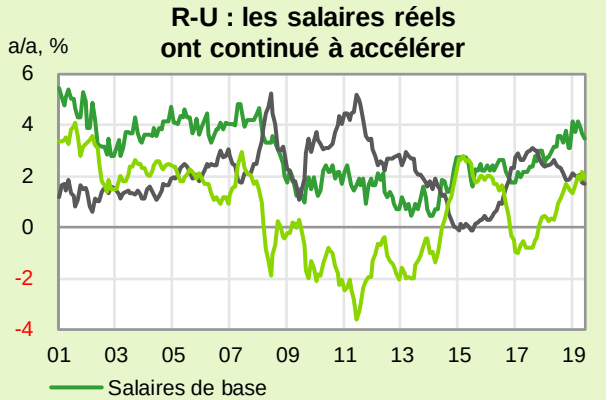
Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

Certes, **la croissance de l'emploi a progressivement perdu de son allant**. À partir du troisième trimestre 2019, on observe une décélération plus marquée de l'emploi (0,1% sur le trimestre), alors que le rythme de croissance du PIB se stabilise (0,2%). A l'exception des services financiers et immobiliers, la croissance de l'emploi est encore positive dans tous les services marchands (0,1% sur le trimestre) mais en ralentissement. Dans l'industrie, en revanche, elle a marqué un arrêt. Les chiffres mensuels du taux de chômage signalent la poursuite de sa baisse à un rythme très ralenti en octobre (à 7,5%, après 7,6% en septembre et 8% un an auparavant). Ce mouvement n'est désormais plus généralisé. Si le taux de chômage continue de se replier en France et en Italie, sa baisse s'est interrompue en Allemagne et aux Pays-Bas, où il se stabilise à un niveau très faible. En Espagne, le mouvement de repli du taux de chômage connaît un coup d'arrêt, mais à un taux plus élevé. Globalement, **la masse salariale continue néanmoins de progresser** (0,9% sur le trimestre) **grâce à une progression du salaire unitaire** (0,7%).

Les ménages pourront donc continuer à compter sur des gains de pouvoir d'achat solides et la consommation privée pourra bénéficier d'une normalisation du taux d'épargne après les hausses récentes. Le troisième trimestre signale déjà une accélération des dépenses des ménages avec moins d'épargne de précaution et des effets de richesse positifs. L'épargne restera cependant élevée pour répondre aux besoins croissants d'investissement résidentiel dans un contexte de coût de financement incitatif. **L'investissement des ménages continuera donc d'être un moteur de la croissance en zone euro.**



Sources : BoE Agents scores, Crédit Agricole SA



Sources : ONS, Crédit Agricole SA

Royaume-Uni : les incertitudes politiques resteront élevées en 2020

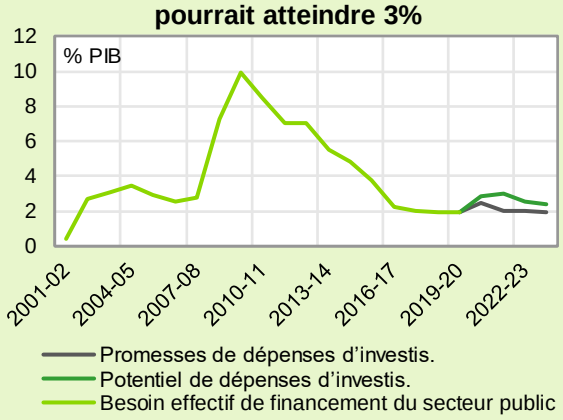
L'attention va maintenant se reporter sur les négociations d'accords commerciaux pendant la période de transition. La victoire écrasante des Conservateurs aux élections anticipées de décembre permet au gouvernement de disposer d'une forte majorité à la Chambre des communes et lui donne le mandat clair de « mettre le *Brexit* en place », quoi que cela puisse vouloir dire. Le résultat de l'élection ouvre la voie à une ratification d'ici la fin de l'année de l'accord de retrait récemment conclu, puis à un *Brexit* en bon ordre le 31 janvier 2020. Tout ceci ne réglera cependant que la fin de la première étape du processus, à savoir le divorce. Les négociations sur les détails du futur partenariat avec l'UE, notamment sur l'accord de libre-échange souhaité par le gouvernement britannique, débuteront pendant la période de transition qui commencera le 1er février. Un tel accord de libre-échange évitera probablement les barrières tarifaires au commerce entre l'UE et le Royaume-Uni, mais n'empêchera pas l'apparition de barrières non tarifaires, lesquelles devraient être particulièrement négatives pour les secteurs des services mais aussi créer de nouveaux coûts pour les entreprises exportatrices. L'attention va se porter sur la capacité des négociateurs à conclure un accord commercial d'ici la fin de l'année prochaine, comme promis par les Conservateurs dans leur programme électoral. **Compte tenu de ce calendrier extrêmement serré, le risque de « *Brexit* sans accord commercial » va remplacer le risque de « *Brexit* sans accord ».** Par conséquent, l'année 2020 sera elle aussi dominée par les tensions politiques et l'incertitude persistante sur les termes des relations futures, une situation qui continuera probablement à peser sur les investissements des entreprises. Boris Johnson s'est engagé à ne pas prolonger la période de transition, mais vouloir finaliser et ratifier un accord commercial en onze mois (sachant que la ratification nécessiterait l'approbation de tous les Parlements nationaux et régionaux de l'UE) semble extrêmement ambitieux. Le gouvernement britannique a la possibilité de demander une prolongation de la période de transition d'un ou deux ans avant le 1er juillet 2020. Si aucun accord commercial n'était signé, l'option par défaut serait un partenariat sur la base des règles de l'OMC à partir du 31 décembre 2020, qui verrait la mise en place de droits de douane sur les importations européennes depuis le Royaume-Uni. Il n'est pas dans l'intérêt du gouvernement britannique actuel de prendre ce risque et sera probablement contraint de demander une prolongation de la période de transition, afin d'éviter un tel scénario. Le climat politique restera donc très tendu pendant au moins le premier semestre de l'année prochaine.

Un rebond de l'investissement productif et un léger assouplissement budgétaire devraient conduire à une reprise de la croissance, mais les vents contraires persisteront. Du côté de l'économie, le PIB n'a pas progressé sur la période de trois mois allant d'août à octobre, en raison d'une contraction de l'activité industrielle (-0,7% par rapport aux trois mois précédents) et de la performance relativement faible du secteur des services (+0,2%). Les incertitudes liées au *Brexit* et aux négociations commerciales sino-américaines ont pesé lourdement sur le climat des affaires. Les indices PMI sont tombés en zone de contraction, tous secteurs confondus, en novembre avec la chute des nouvelles commandes la plus rapide depuis juillet 2016. Ces indices suggèrent une contraction du PIB de 0,1% au dernier trimestre 2019. Avec le résultat tranché des élections anticipées, la confiance des agents économiques devrait rebondir dans les mois qui viennent, grâce à une meilleure visibilité à court terme sur le *Brexit* et au soulagement de ne pas voir adoptées les propositions du Labour,

moins favorables aux entreprises (hausses d'impôts, plans de nationalisations massives des services publics). Une certaine reprise de l'investissement productif est également probable dans la mesure où les entreprises qui avaient reporté des projets d'investissement dans l'attente d'une meilleure visibilité sur le *Brexit* pourraient recommencer à investir. Toutefois, l'impact exact est incertain, car certaines entreprises pourraient déplacer leurs investissements directs étrangers du Royaume-Uni vers d'autres pays de l'UE, tandis que d'autres pourraient choisir d'investir au Royaume-Uni, en fonction de l'endroit où résident leurs consommateurs finaux.

La mise en œuvre du *Brexit* ne sera pas la seule tâche du gouvernement conservateur à court terme : il devra également faire adopter son plan de relance budgétaire par le Parlement. **Celui-ci représente environ 1% du PIB d'ici 2023/2024.** Près des deux tiers de ce montant ont été annoncés, lors de l'examen des dépenses de septembre (*September Spending Review*), sous la forme d'une augmentation des dépenses courantes des ministères de 13,8 milliards de livres pour la prochaine année fiscale 2020/2021. Selon la Banque d'Angleterre, cette augmentation des dépenses ferait progresser le PIB d'environ 0,4% au cours des trois prochaines années, soit à peine un peu plus de 0,1 point de pourcentage par an. Point très important, le gouvernement veut augmenter l'investissement public, même si le montant exact reste incertain. Le programme électoral des conservateurs a esquissé les grandes lignes d'un plan aboutissant à une augmentation relativement faible de l'investissement public net (environ 8 milliards de livres par an d'ici 2023/2024), mais la limite budgétaire limitant l'investissement public à 3% du PIB permettrait une hausse nettement plus importante (jusqu'à 20 milliards de livres par an). À l'inverse, les mesures proposées en termes de fiscalité impliquent un léger resserrement budgétaire, le gouvernement ayant fait marche arrière sur certaines mesures clés, telles que la baisse de l'impôt sur les sociétés (qui devait passer de 19% en avril 2020 à 17%). Il n'est pas du tout certain que Boris Johnson soit en mesure d'imposer certaines des baisses d'impôt qu'il avait promises pendant sa campagne pour la direction du parti, mais qu'il n'a pas reprises dans le programme conservateur. Les règles budgétaires et le fait que les finances publiques se portent moins bien que prévu depuis le début de l'année rendent moins probables des baisses d'impôts. Au final, l'impact des mesures budgétaires sur la croissance devrait être relativement faible. Le multiplicateur fiscal est plus élevé pour l'investissement public : 1 contre 0,6 pour les dépenses, selon les estimations de l'OBR. Ceci suggère que les plans d'investissement actuels pourraient ajouter environ 0,3 point de croissance supplémentaire par an, mais une incertitude importante subsiste quant à leur calendrier réel de mise en œuvre.

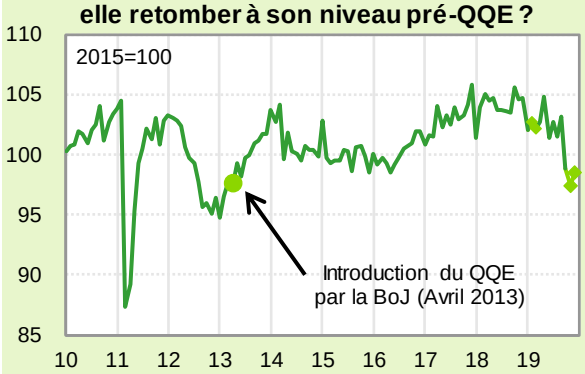
R-U : le déficit public pourrait atteindre 3%



Sources : OBR, Crédit Agricole S.A.

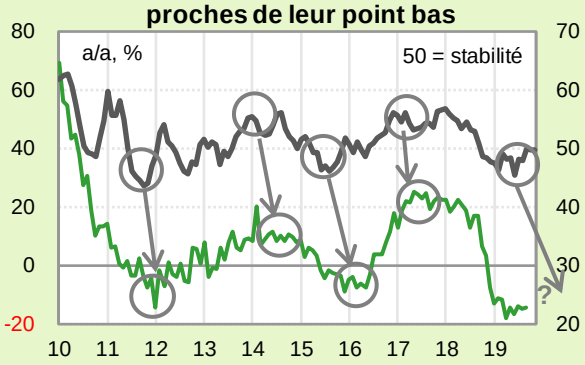
Au-delà d'un certain rebond de la croissance à court terme, nous continuons à anticiper un ralentissement en 2020, à 1% en moyenne contre 1,3% en 2019, les incertitudes autour du *Brexit* perdurant pendant la période de transition. Les fondamentaux des dépenses de consommation demeurent favorables grâce à la forte croissance des revenus réels, malgré des signes de ralentissement sur le marché du travail. Nous prévoyons une reprise de l'investissement des entreprises, mais sur des rythmes faibles. La hausse des dépenses publiques devrait ajouter 0,1 point de pourcentage à la croissance l'an prochain. À l'inverse, la demande mondiale devrait continuer à peser sur les perspectives de croissance. Conjuguée à un rebond de la croissance de la demande intérieure, la faiblesse de la demande extérieure devrait continuer à peser sur les exportations nettes et contribuer négativement à la croissance.

Japon : la production industrielle va-t-elle retomber à son niveau pré-QQE ?



Note : production industrielle extrapolée sur la base des indices de prévision pour novembre et décembre
Sources : METI, Crédit Agricole CIB

Japon : les expéditions de semi-conducteurs proches de leur point bas



Sources : IHS Markit, WSTS, CA CIB

Japon : la reprise devrait se poursuivre avec des risques baissiers

Deux facteurs spécifiques, survenus en octobre, brouillent la lecture de l'économie japonaise et complexifient la lecture du cycle : la hausse de la TVA et le typhon Hagibis. Ces deux facteurs concomitants sont à l'origine des mauvaises surprises quant à l'évolution récente de la production industrielle. Si on extrapole la production industrielle en utilisant l'indice de prévision de production de novembre, celle-ci devrait retomber à un niveau qui n'avait plus été vu depuis l'introduction du QQE (assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif) par la Banque du Japon (BoJ) en avril 2013.

Toutefois, si l'on exclut ces deux facteurs exceptionnels, la phase de reprise actuelle de l'économie devrait se poursuivre et les exportations repartir à la hausse, après un point bas touché entre mars ou avril 2020. Ce diagnostic s'appuie sur deux éléments : un possible plan de relance budgétaire du gouvernement Abe en 2020 visant à atténuer les conséquences des catastrophes naturelles et le redémarrage du cycle mondial de l'industrie des semi-conducteurs.

Le gouvernement Abe et le parti au pouvoir (le LDP) élaborent actuellement un plan de relance économique d'environ 26 000 milliards de yens, dont une partie sera financée *via* un collectif budgétaire sur l'année fiscale 2019 qui sera soumis à la Diète en janvier 2020.

Parallèlement, l'évolution récente de l'industrie mondiale des semi-conducteurs, qui tend à avoir des cycles de trois à quatre ans, suggère que nous approchons du point bas du cycle. Ceci est conforté par l'analyse de l'indice PMI manufacturier taïwanais, qui sert d'indicateur avancé d'un ou deux trimestres de ces cycles, Taïwan étant l'un des centres mondiaux de l'industrie des semi-conducteurs.

Notre scénario de maintien de la croissance nippone autour de 1% à 1,5% en 2020 repose donc sur la sortie de l'industrie mondiale des semi-conducteurs de son creux cyclique. À cet égard, la signature prévue de l'accord commercial de « phase 1 » censé annuler la quatrième hausse des droits de douane de l'administration américaine sur les importations en provenance de Chine devrait être favorable. Ce relèvement tarifaire visait, en effet, principalement les biens fortement liés aux semi-conducteurs, comme les ordinateurs et les téléphones mobiles. L'évolution de l'économie japonaise reste néanmoins conditionnée à la tournure que sont susceptibles de prendre les relations commerciales sino-américaines.

Pays émergents – Légère amélioration en 2020

La croissance émergente pourrait connaitre une très légère accélération en 2020 ; le ralentissement attendu aux États-Unis et la décélération structurelle en Chine limitent toutefois le rebond que l'on peut espérer. Notre scénario incorpore une transition progressive d'un soutien par la politique monétaire vers un soutien par la politique budgétaire.

Légère accélération en 2020

Malgré un léger ralentissement en Chine, la croissance émergente pourrait quelque peu accélérer en 2020 : notre scénario table sur une croissance du PIB de 3,8% pour la sphère émergente en 2020, contre 3,7% en 2019. Le début de l'année 2019 a été marqué par un fort ralentissement des exportations, conséquence du trou d'air qui a affecté le cycle manufacturier mondial. Différents secteurs manufacturiers, comme l'automobile et les semi-conducteurs, ont été pénalisés. Une reprise complète n'est pas sur l'agenda 2020, loin de là, mais les statistiques récentes (les indices PMI émergents ou les chiffres d'exportation, par exemple) suggèrent une possible stabilisation.

Mais la croissance émergente est limitée par le ralentissement américain

L'amélioration attendue sera modeste, car bridée par le ralentissement prévu aux États-Unis en 2020. L'affaiblissement des effets positifs des mesures de relance budgétaire, la réduction probable des marges bénéficiaires et la persistance des incertitudes sur les questions commerciales nous conduisent à prévoir un ralentissement d'environ trois quarts de point de l'économie américaine en 2020 par rapport à 2019, qui pèsera sur la croissance des exportations émergentes.

Pays émergents : exportations

Source : Crédit Agricole CIB

La consommation privée (et non l'investissement) comme principal moteur de croissance

L'investissement est resté bien corrélé avec les exportations au cours des derniers trimestres et la fin de la dégradation des résultats commerciaux pourrait contribuer à une certaine amélioration de l'investissement. Il ne faut cependant pas s'attendre à une franche reprise : les incertitudes liées aux tensions sino-américaines et à l'élection présidentielle américaine vont probablement limiter les velléités d'augmentation des capacités de production de la part des exportateurs de la sphère émergente.

La consommation privée, notamment soutenue par des taux de chômage relativement bas et les mesures d'assouplissement monétaire prises en 2019 dans de nombreux pays, devrait rester le principal pilier de la croissance émergente.

Enfin, la croissance incorporera l'amélioration supposée de la performance de pays qui ont connu en 2019 un épisode de faible expansion, voire de crise, et devraient mieux se comporter en 2020 (sans nécessairement afficher des résultats impressionnants). C'est notamment le cas du Brésil, de la Turquie, de l'Iran et, dans une moindre mesure, de l'Argentine.

Moins de baisses de taux en 2020...

En termes de politique monétaire, les Banques centrales « émergentes » tiendront évidemment compte du ton légèrement moins accommodant de la Fed. La plupart d'entre elles abaisseront ainsi leurs taux moins agressivement en 2020 qu'elles ne l'ont fait en 2019. Parmi les principaux pays émergents de notre univers, la Turquie devrait être la championne des baisses de taux. *A contrario*, près des deux tiers des pays du même univers ne devraient réduire leurs taux que de 25 points de base ou les laisser inchangés.

... Et davantage de soutien budgétaire

Le *policy mix* de certains pays émergents devrait évoluer, la politique budgétaire prenant le relais de la politique monétaire. Certains pays ont déjà annoncé cette inflexion, sous la forme de baisse des taux d'imposition ou d'augmentations des dépenses d'investissement : c'est le cas notamment de l'Inde, du Mexique et de la Russie. L'ampleur de l'effort budgétaire pourrait mettre sous pression le profil souverain des pays dont les finances publiques sont déjà tendues. À cet égard, l'Afrique du Sud fait partie des pays qui devront être suivis de près.

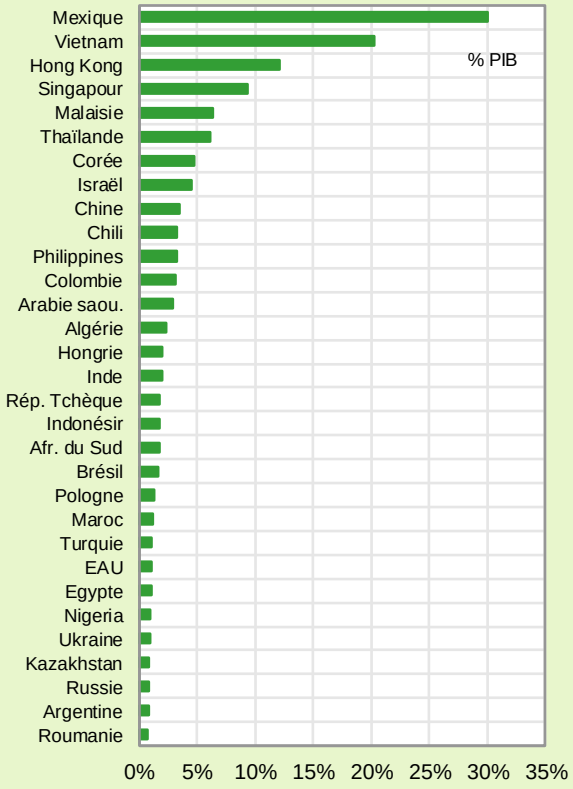
La Chine parvient à lisser son ralentissement structurel…

La Chine devrait parvenir à atténuer le ralentissement structurel de sa croissance à l'aide d'une combinaison de mesures monétaires et budgétaires. Elle devrait également consolider la stratégie visant à rendre ses chaînes de valeur ajoutée moins dépendantes de pays tiers, en particulier de pays susceptibles de la mettre sous pression *via* des droits de douane ou des sanctions. Cette politique devrait soutenir l'activité chinoise. Notre scénario ne retient qu'un léger ralentissement de la croissance qui passerait de 6,2%, chiffre attendu pour 2019, à environ 6,0% en 2020.

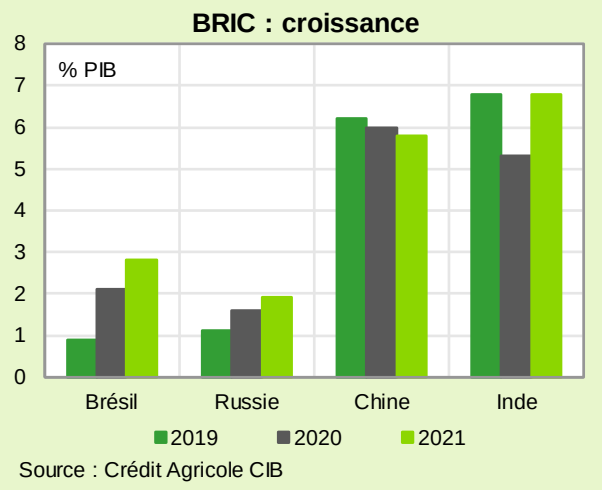
… Mais les tensions sino-américaines restent la grande inconnue

Les tensions qui caractérisent les relations entre les États-Unis et la Chine vont perdurer. L'accord de « phase 1 » (qui n'est ni détaillé ni encore signé) devrait apporter un soulagement seulement temporaire. La signature d'un tel accord laisse, en effet, de nombreux sujets importants en suspens, comme la réforme des entreprises publiques, les subventions ou la propriété intellectuelle. Les tensions entre les États-Unis et la Chine risquent en outre de s'étendre, bien au-delà des questions commerciales, à des sujets tels que la technologie et les questions géopolitiques. La récente décision du gouvernement chinois de remplacer dans les trois prochaines années tous les composants étrangers (matériels et logiciels) des systèmes informatiques de son service public par des composants chinois suggère que la Chine, après les tensions autour de Huawei, est prête à faire face à la pression sur le front technologique et à y répondre. En matière de géopolitique, les sujets de discorde potentielle sur lesquels les États-Unis et la Chine pourraient s'affronter, au moins verbalement, ne manquent pas : élection présidentielle à Taïwan en janvier, situation à Hong Kong, conflits territoriaux en mer de Chine du Sud...

Exportations vers les Etats-Unis



Sources : FMI, Crédit Agricole CIB



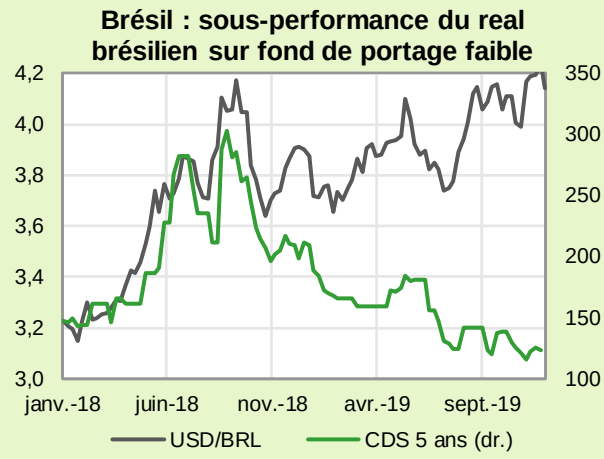
Source : Crédit Agricole CIB

Trois risques principaux pèsent sur notre scénario pour 2020

Un ralentissement plus fort que prévu aux États-Unis. La compression des marges en fin de cycle, le recul des mesures de relance budgétaire et les incertitudes politiques pourraient entraîner un ralentissement plus marqué que prévu aux États-Unis, pesant sur les exportations, et donc l'investissement, des pays émergents. Toutefois, si un tel scénario se dessine, la Fed viendra très probablement à la rescousse en abaissant ses taux, de quoi soulager le reste du monde.

Rumeurs négatives concernant le secteur financier chinois. Le ralentissement de la croissance chinoise, combiné à un niveau d'endettement interne élevé, a déjà généré des pressions sur une partie du secteur financier chinois. Les petites et moyennes banques, ainsi que les organismes régionaux d'investissement, figurent parmi les segments les plus vulnérables. Les autorités disposent de marges de manœuvre suffisantes pour gérer d'éventuels problèmes ; des rumeurs négatives pourraient néanmoins alimenter l'aversion au risque.

Points de pression spécifiques. Certains pays présentent un profil vulnérable : sur le plan souverain (c'est le cas de l'Afrique du Sud) ou sur un plan extérieur (c'est le cas, par exemple, de l'Argentine, mais aussi de la Turquie où les difficultés pourraient resurgir). Les risques politiques ont également augmenté dans de nombreux pays émergents, avec l'apparition de troubles sociaux et de manifestations de rue. La conjonction de ces risques financiers mais aussi politiques peut également limiter l'appétit pour le risque.



Sources : Bloomberg, CA CIB

Brésil : la transition se poursuit

Après six années consécutives de croissance décevante de 2014 à 2019, la croissance pourrait approcher 2,1% en 2020, un niveau proche du potentiel : il s'agirait ainsi de la première année d'expansion proche, voire légèrement supérieure, à 2% depuis 2014. La croissance pourrait lentement se redresser et profiter de la stratégie défendue par le ministre des Finances Paulo Guedes et son équipe, stratégie notamment marquée par un redéploiement des ressources économiques du secteur public vers le secteur privé.

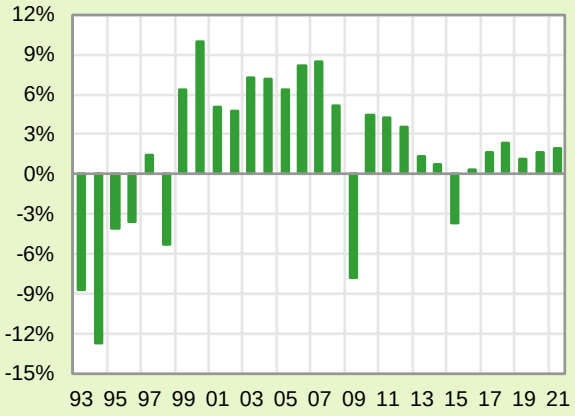
Les perspectives macro-économiques du Brésil resteront néanmoins difficiles malgré l'accélération attendue de la croissance. L'économie a encore beaucoup de chemin à parcourir avant que l'investissement ne retrouve des niveaux plus en ligne avec une situation macro-économique plus robuste et plus saine. Selon notre scénario central, la sous-utilisation des capacités de production et de la main d'œuvre devrait rester importante ; par conséquent, l'inflation restera modérée. Après une baisse agressive de 200 points de base prévue en 2019, la BCB (Banque centrale du Brésil) devrait ainsi procéder à une dernière réduction de 25 points de base de ses taux directeurs lors de sa première réunion de 2020. Les taux nominaux et les taux réels devraient atteindre de nouveaux points bas historiques en 2020.

Le long processus d'assainissement budgétaire se poursuivra en 2020, sachant que la croissance reste la principale variable conditionnant l'amélioration de la situation budgétaire du Brésil. Les élections municipales de 2020 devraient accaparer l'attention du Parlement au second semestre, aux dépens des opportunités de discussion et d'approbation de changements significatifs. Dans l'ensemble, la dynamique entre le gouvernement et le pouvoir législatif

reste satisfaisante : les deux sont alignés et s'efforcent de suivre une meilleure orientation politique. Les risques n'ont cependant pas disparu : risques de croissance encore faible en 2020 et érosion de la capacité du gouvernement à mettre en œuvre des réformes plus profondes et plus structurelles. L'approbation de la réforme des retraites, sujet principal en 2019, était nécessaire, mais n'est pas suffisante pour garantir l'équilibre budgétaire à moyen terme. Le gouvernement a réussi à faire adopter cette réforme significative mais les retards et les remous politiques ont presque entièrement éliminé le choc positif lié à l'annonce de la réforme, choc qui aurait pu constituer un accélérateur de croissance.

Le sentiment des agents économiques ne s'est amélioré que progressivement et les investisseurs étrangers semblent rester à l'écart si l'on en juge par l'évolution des flux de portefeuille et des investissements directs. **L'amélioration de la croissance brésilienne et la solidité de la balance des paiements devraient compenser la faiblesse des gains de portage et promouvoir une légère appréciation du real brésilien par rapport au dollar en 2020.**

Russie : croissance du PIB



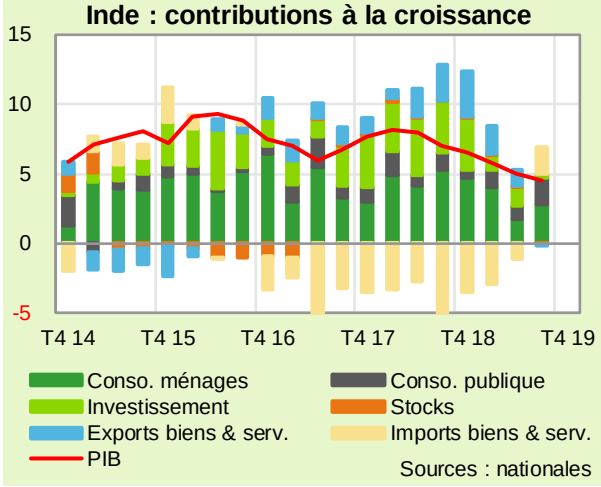
Sources : FMI, Crédit Agricole CIB

Russie : il est temps de casser la tirelire

Notre scénario retient une accélération de la croissance économique en 2020, accélération toutefois modérée. L'assouplissement monétaire mis en œuvre en 2019 devrait aider. La distribution du crédit pourrait cependant ne pas être aussi dynamique qu'en 2019. Le plan d'investissement du président Poutine, qui vise à améliorer la croissance potentielle, pourrait en outre se révéler difficile à mettre en œuvre (le bilan des décaissements pour l'année 2019 est décevant). La Banque centrale de Russie devrait à nouveau abaisser ses taux, mais avec prudence. **La croissance pourrait donc se redresser de 1,1%, chiffre attendu pour 2019, à 1,6% en 2020**.

Le contexte devrait rester favorable pour le rouble, sous réserve que les cours du pétrole restent proches de leurs niveaux actuels (proches de 63 dollars par baril). La devise, soutenue par une balance des paiements solide, un profil souverain plus que décent et un portage attractif, devrait continuer à résister. Le dollar se situerait à 63,5 roubles mi-2020 et à 64,5 roubles fin 2020, à condition que les cours du pétrole soient relativement stables.

Inde : contributions à la croissance



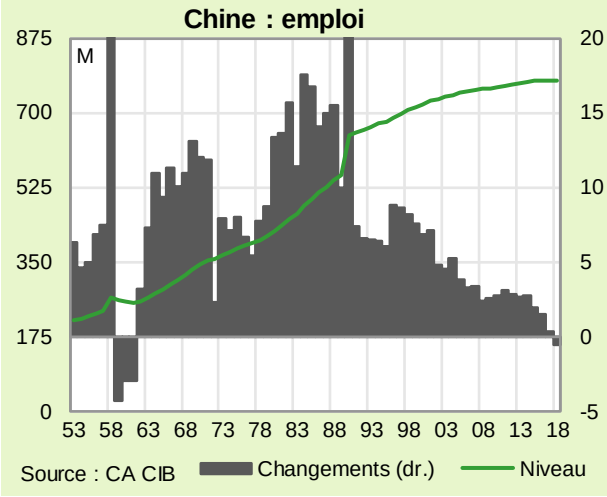
Sources : nationales

Inde : au milieu du gué

La croissance poursuit son ralentissement et le marché est partagé quant au diagnostic à moyen terme. Les indicateurs restent médiocres et tout s'oriente à la baisse : investissement, consommation, activité manufacturière, ventes automobiles… Pourtant, la Banque centrale a mené une politique monétaire accommodante depuis février (135 points de base de baisse de taux), mais la transmission aux taux de marché fonctionne mal et la demande reste déprimée. Le niveau des créances bancaires douteuses est encore élevé (10,3%) et explique la frilosité des banques à prêter. Par ailleurs, le niveau élevé de dette publique (68% du PIB) contraint la politique budgétaire. **La croissance pourrait ainsi ralentir à 5,3% en 2020 : un rythme insuffisant pour absorber les flux de nouveaux arrivants sur le marché du travail.**

Reste à établir un diagnostic sur la nature conjoncturelle ou structurelle de ce ralentissement. Les analyses des agences de notation diffèrent. Standard & Poor's n'a pas changé sa note souveraine (BBB-) ; l'agence considère que l'Inde est encore sur une trajectoire favorable à moyen

terme, portée par sa démographie, un rattrapage technologique et un coût du travail compétitif. Moody's, qui a assorti sa note (Baa2) d'un *outlook* négatif, est plus prudente. La croissance et la possibilité d'affiner le diagnostic sur la nature du ralentissement seront donc, au cours des tout prochains mois, déterminantes pour la confiance des investisseurs.



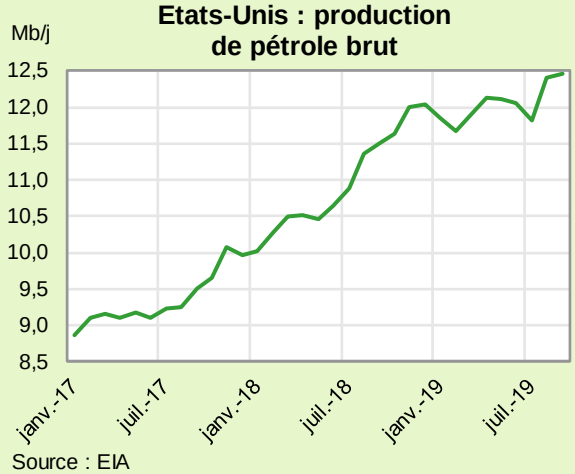
Chine : une année difficile en perspective

La guerre commerciale et les risques financiers compliquent la tâche des autorités. Un nouveau ralentissement de la croissance est probable en 2020 : notre scénario retient une croissance de 6% et les marchés n'excluent pas un chiffre inférieur. Les difficultés viendront à la fois de facteurs externes, comme la poursuite du conflit économique avec les États-Unis, et de facteurs internes, tels que le déclin de la population active et la baisse de l'emploi.

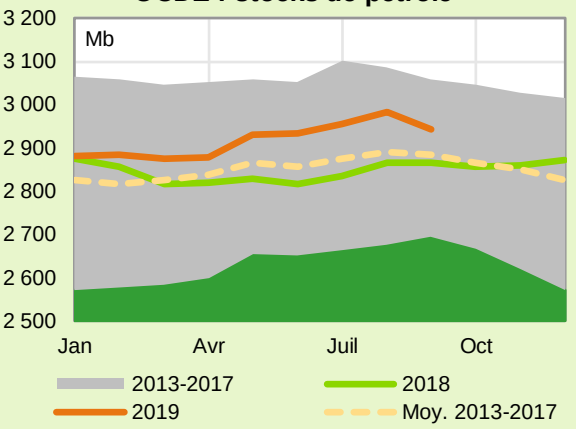
Les marges de manœuvre seront limitées, en raison de l'accélération de l'inflation (prix à la consommation) et de l'augmentation des risques financiers, dans le secteur bancaire et au-delà. Nous tablons donc sur un assouplissement monétaire modeste avec une baisse des taux de seulement 20 points de base. Le ratio des réserves obligatoires devrait être abaissé de 150 points de base. La croissance du crédit à l'économie devrait accélérer mais de façon limitée. La politique budgétaire sera assouplie, entraînant un alourdissement sensible du déficit budgétaire. Enfin, le taux de change effectif nominal pourrait perdre un peu de terrain ; nous tablons sur une dépréciation du renminbi contre le dollar vers 7,25.

Pétrole – La fin du tunnel se fait attendre

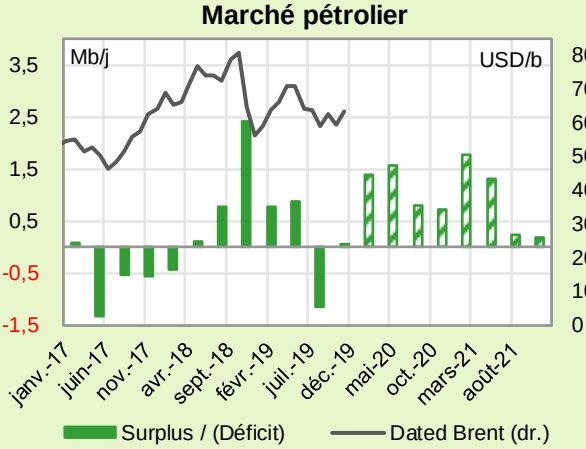
Les craintes d'un excès d'offre persistant et d'une croissance modérée de la demande de pétrole ont poussé les producteurs membres de l'OPEP+ à renforcer les réductions de production jusqu'au premier trimestre 2020. Sans un sursaut de la demande en pétrole ou une extension de l'accord OPEP+, les prix du pétrole pourraient se retrouver confinés sous les 60 dollars dès le second semestre 2020.



Source : EIA



Sources : OCDE, EIA, OMR



Sources : OCDE, EIA, OMR, CA S.A.

Les années 2020 et 2021 ne se présentent pas sous les meilleurs auspices pour le marché pétrolier. Si elles se confirment, les craintes d'activités économiques plus faibles renforcées par les imprévisibles négociations commerciales sino-américaines devraient peser sur la demande et les prix de pétrole. À court terme, la mise en production d'un des derniers grands champs pétroliers norvégiens, Johan Sverdrup – avec une production prévue à 440 000 barils par jour – risque d'aggraver le déséquilibre du marché pétrolier.

Regroupés sous la désignation OPEP+, les vingt producteurs de pétrole (dont les quatorze membres de l'OPEP) **qui s'étaient engagés à réduire leur production depuis 2017, ont pris conscience des risques d'un excès d'offre persistant à court terme**. Ils se sont entendus pour réduire de 500 000 barils supplémentaires par jour (dont 340 000 alloués à l'OPEP) leur production sur les trois premiers mois de 2020, portant ainsi à 1,7 million de barils par jour les réductions de production. Ils n'ont toutefois pas validé une extension de l'accord existant, dont les discussions sont repoussées à début mars.

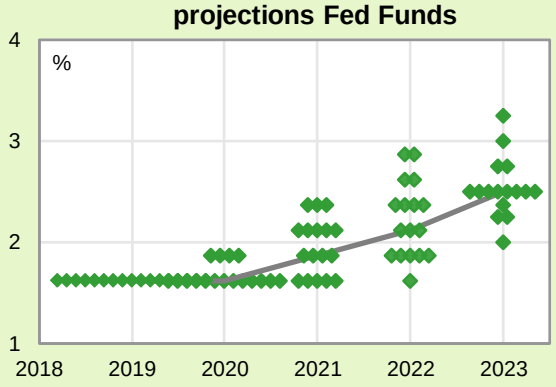
Intégrant une croissance économique en repli en 2020 et 2021, notre scénario se base donc logiquement sur des augmentations annuelles modérées de la demande mondiale à 1 million de barils par jour. Notre scénario intègre également une extension de l'accord jusqu'au deuxième trimestre 2020. Dès le second semestre 2020, une dégradation progressive du respect des quotas de production par les différents producteurs de l'OPEP+ est fort probable. Le premier d'entre eux, l'Arabie saoudite aura terminé son offre publique d'achat de sa compagnie nationale, la puissante Aramco et pourrait témoigner une certaine lassitude à supporter seule le plus gros des efforts de réduction de production. Elle pourrait être tentée de limiter les hausses de prix de pétrole, afin de ne pas provoquer le courroux de Trump en cette année d'élection présidentielle aux États-Unis. L'Arabie saoudite devrait également chercher à éviter un nouvel essor de la production de pétrole américain stimulé par les prix, comme en 2017 qui fut une année marquée à la fois par le début des baisses de productions de l'OPEP+ et une importante croissance de la demande mondiale en pétrole. Si l'Arabie saoudite entend se donner un prix du pétrole proche de 60 dollars par baril comme objectif « implicite », elle s'expose au risque de précarisation de ses finances publiques pour lesquelles le point mort se situe entre 70 et 80 dollars par baril. Mais, une telle stratégie devrait contenir la production américaine sur les deux années du scénario. Cette dernière ne connaîtrait pas d'augmentation annuelle supérieure à 1 million de barils par jour.

Sur ces bases, le prix du pétrole se dégradera progressivement à partir du second semestre 2020 et sur 2021. Ainsi, nos prévisions tablent sur un prix du Brent de 59,5 dollars en 2020 et 56 dollars en 2021.

Politique monétaire – Du *statu quo* (bienveillant) à l'assouplissement (inévitable)

La tentation de l'assouplissement monétaire est puissante. La *Federal Reserve* devrait finir par y succomber. La Banque centrale européenne n'y résistera pas, tout comme la Banque d'Angleterre. Seule la Banque du Japon, qui connaît les dommages collatéraux des excès, ne serait pas tentée.

FOMC décembre : projections Fed Funds



	2019	2020	2021	2022	Long terme
Médiane	1,675%	1,675%	1,875%	2,125%	2,500%
	+0pb	+0pb	+25pb	+25pb	

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.

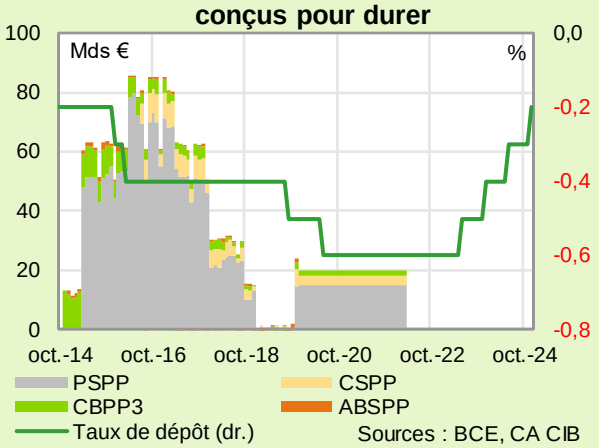
Sources : Fed, CA CIB — Projection médiane

Fed : renforcement des exigences préalables à tout nouvel assouplissement

Après trois baisses préventives de taux d'affilée, de juillet à octobre, la Fed a indiqué sa préférence en faveur du *statu quo,* tout en soulignant l'importance des données pour l'évolution de sa politique monétaire. Comme l'a indiqué le président de la Fed, Jerome Powell, lors de sa conférence de presse d'octobre, la Fed estime que son réglage monétaire actuel « restera approprié » à moins d'une « importante réévaluation » des perspectives économiques : il a donc laissé la porte entrouverte, tout en posant des conditions plus « drastiques » avant tout nouvel assouplissement. Depuis lors, les communications des autres membres du FOMC ont signalé la formation d'un consensus autour de ce point de vue, après une période de fortes divisions au sein du comité au cours des derniers mois.

Jerome Powell n'a pas détaillé ce qu'il entendait exactement par « importante réévaluation ». Cela pourrait comprendre un ralentissement continu de la croissance mondiale, une baisse de l'inflation, une nouvelle escalade des tensions commerciales ou des signes de fléchissement du marché du travail susceptibles de peser sur la consommation. Compte tenu du ralentissement de l'activité économique que notre scénario retient pour 2020, la Fed devrait assouplir sa politique monétaire au deuxième trimestre de 2020. Au regard de la nature modeste du ralentissement attendu et des conditions plus fortes posées par la Fed pour baisser de nouveau ses taux, ce nouvel assouplissement serait limité : nous tablons sur une seule nouvelle baisse des taux préventive de 25 points de base.

BCE : QE2 et taux négatifs : conçus pour durer



Sources : BCE, CA CIB

La BCE n'a pas vraiment le choix

En raison de la détérioration de l'environnement international, de la faiblesse de la croissance en zone euro et de l'inflation toujours décevante, la BCE est forcée de maintenir une politique monétaire très accommodante.

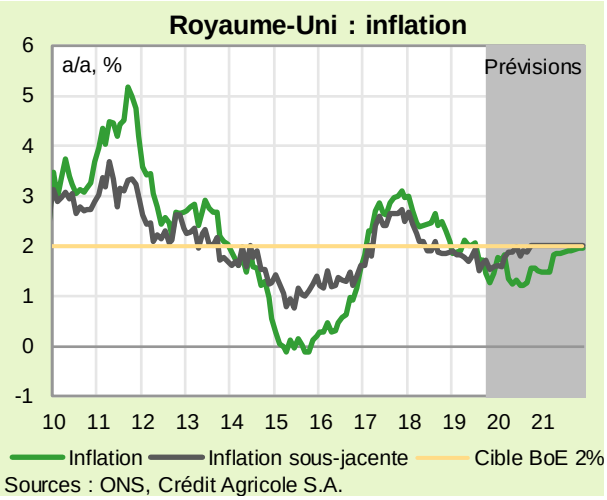
Non seulement cette politique monétaire doit rester accommodante tout au long de l'année 2020 – pas de hausse de taux, QE2 qui s'étend sur l'ensemble de l'année – mais encore la BCE doit s'engager à maintenir une politique accommodante bien au-delà de l'an prochain, de manière à influencer les conditions de crédit sur des maturités aussi longues que possible. C'est le sens de la *forward guidance* renforcée : le QE2 et les taux négatifs sont là pour durer.

La BCE va procéder à une revue stratégique de sa politique monétaire au cours de 2020. Les conclusions devraient être livrées au forum de Sintra en juin. Le principal résultat devrait être une redéfinition de sa cible d'inflation, vers une cible symétrique autour de 2%. On ne peut cependant exclure que d'autres éléments et, notamment l'utilisation des outils, soient également passés en revue.

Tout l'enjeu sera pour la BCE de parvenir à conserver la force de sa communication, tout en procédant à cette revue qui pourrait précisément troubler ladite communication.

Banque d'Angleterre : le biais devrait devenir accommodant

Malgré la large victoire du parti conservateur aux élections de décembre et la réaction positive des marchés financiers, nous nous attendons à ce que la BoE baisse ses taux au premier semestre de l'année prochaine, probablement en mai. La probabilité d'une baisse du taux directeur a considérablement augmenté après le vote inattendu de deux membres du Comité de politique monétaire pour un assouplissement immédiat, lors de la réunion du mois de novembre. Les données se sont encore détériorées depuis : les enquêtes PMI sont passées sous le seuil des 50 points dans tous les secteurs et le marché du travail montre des signes d'essoufflement. Toutefois, la majorité des membres du comité de politique monétaire décidera probablement d'attendre de voir l'impact des élections sur le sentiment des entreprises et des consommateurs avant toute décision.

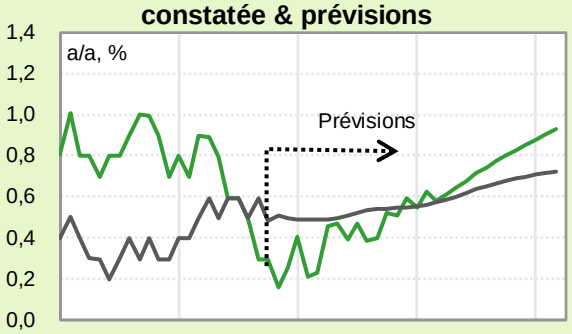


Sources : ONS, Crédit Agricole S.A.

Un possible rebond du climat des affaires lié au résultat des élections devrait être de courte durée, selon nous. Le scénario le plus négatif d'un Parlement sans majorité ne s'est certes pas concrétisé, mais les incertitudes politiques n'ont pas disparu pour autant. Des négociations, certainement tendues, sur la relation future avec l'UE et l'incertitude entourant une éventuelle extension de la période de transition que Boris Johnson cherche à tout prix à éviter domineront le calendrier politique en 2020. En outre, la faiblesse des perspectives de croissance mondiale et les incertitudes géopolitiques devraient aussi continuer de peser sur l'activité. La BoE s'attend à une modeste reprise de la croissance mondiale l'an prochain, tandis que notre scénario table sur une poursuite du ralentissement. Sur le plan domestique, l'assouplissement budgétaire prévu par le gouvernement conservateur ne devrait donner qu'un léger coup de pouce à la croissance. Par conséquent, le modeste excédent de capacité qui est apparu dans l'économie britannique devrait persister et même augmenter légèrement dans les trimestres à venir.

Les risques sur les perspectives d'inflation nous semblent donc orientés à la baisse. La BoE anticipe déjà une baisse de l'inflation CPI à 1,2% en moyenne au deuxième trimestre 2020, largement due à une baisse des prix administrés de l'énergie. La récente appréciation de la livre devrait peser sur les prix à l'importation et pourrait conduire à une baisse plus prononcée de l'inflation des prix à la consommation. La croissance des salaires, qui a atteint ses plus hauts depuis 2008, pourrait également ralentir légèrement l'année prochaine en raison de l'apparition de capacités non utilisées sur le marché du travail. Au total, nous anticipons une inflation sous la cible de 2% de la BoE pour la majeure partie de notre horizon de prévision.

Japon : inflation constatée & prévisions



Source : Crédit Agricole CIB

Banque du Japon : pas d'assouplissement supplémentaire, non pas parce que ce serait inutile, mais en raison des effets secondaires négatifs

La BoJ ne modifiera ni la structure ni les paramètres-clés de sa politique de contrôle de la courbe des taux (ou YCC pour *Yield Curve Control*) en 2020. Cela ne signifie toutefois pas que l'inflation japonaise continuera d'augmenter pour atteindre la cible des 2% de la BoJ : espérer parvenir à cette cible restera aussi illusoire qu'à l'accoutumée, comme l'indiquent nos prévisions d'inflation.

Dès lors, pourquoi serait-il difficile pour la BoJ d'assouplir davantage sa politique monétaire, alors qu'un tel geste peut paraître nécessaire ? La réponse se trouve du côté des effets secondaires négatifs qu'aurait un nouvel assouplissement : pour l'essentiel, une moins bonne transmission de la politique monétaire (due à la baisse de la rentabilité et de la prise de risque des banques) et un sentiment négatif chez les consommateurs (lié au manque de possibilités d'investissement chez les assureurs-vie ou les fonds de pension).

Dans ce contexte, la BoJ conservera le *statu quo*, sauf dans un cas de figure spécifique : une forte appréciation du yen. Si le dollar venait à passer sous un seuil de l'ordre de 102 yens, la BoJ subirait de fortes pressions du marché pour assouplir davantage sa politique, assouplissement qui prendrait probablement la forme d'une baisse du taux de rémunération des réserves excédentaires, déjà négatif et actuellement à -0,10%.

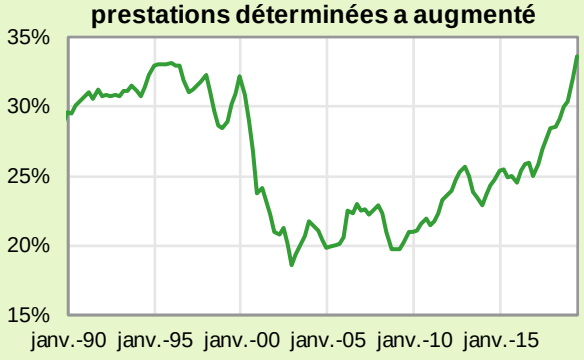
Taux d'intérêt – *Bis repetita (placent)*

Tout concourt, de nouveau, au maintien de taux longs « *core* » faibles : matérialisation des ralentissements économiques, inflations indolores, politiques monétaires accommodantes, climat empreint de risques avérés ou patents. Ce ne sera pas pour déplaire aux primes de risques des marchés obligataires « périphériques » et aux marchés actions.

Le niveau élevé des différentiels de taux entre Treasuries & Bunds, soutien de la demande pour les obligations américaines

Sources : Bloomberg, CA CIB

La part des obligations dans le portefeuille des régimes de retraite à prestations déterminées a augmenté



Sources : Bloomberg, CA CIB

États-Unis : prévalence des risques baissiers sur les taux

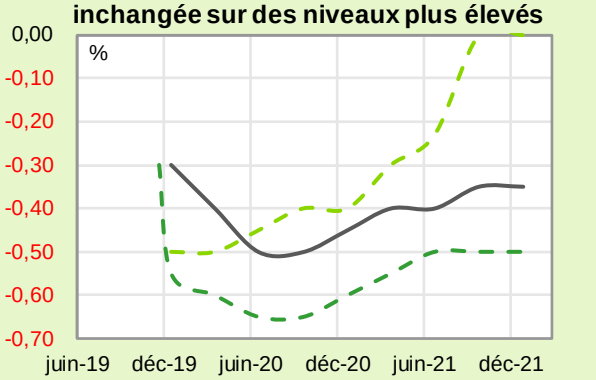
À la suite de la signature de l'accord commercial et des élections au Royaume-Uni, les actifs risqués peuvent retrouver brièvement la faveur des marchés. À court terme, avec un rendement à dix ans proche de 2%, les titres du Trésor paraissent vulnérables, en particulier si les actions continuent d'afficher des niveaux records. La remontée des taux longs devrait toutefois être limitée et la tendance à la baisse pourrait reprendre au deuxième trimestre, période à laquelle devrait se matérialiser le ralentissement économique incitant la Fed à renouer avec la détente monétaire. **Notre scénario central table sur un repli du taux des *Treasuries* à dix ans vers 1,60% en milieu d'année.**

Le potentiel de remontée des taux sera limité tant que la Fed restera accommodante et que d'autres grandes Banques centrales, telles la BCE et la BoJ, conserveront un biais accommodant. Il y a environ 11 000 milliards de dollars d'obligations à rendement négatif dans le monde. L'écart important entre les taux obligataires américains et leurs homologues européens ou japonais devrait entretenir la demande pour les obligations américaines.

Le vieillissement de la population et l'évolution de la stratégie d'allocation d'actifs des fonds de pension ont conduit à une hausse de la demande d'obligations au cours des dernières années. Cette tendance devrait se poursuive dans un avenir prévisible et exercer des pressions baissières sur les rendements obligataires. Bien que la baisse des taux d'actualisation ait conduit à une hausse du passif des caisses de retraite cette année jusqu'à l'été, la hausse des actions a contribué à valoriser leur actif au cours des trois derniers mois. Les grands organismes de retraite sont financés à près de 90%.

La détention d'obligations à taux fixe par les régimes de retraite à prestations définies a doublé aux États-Unis au cours des neuf dernières années pour atteindre 1 160 milliards de dollars, l'essentiel de la hausse portant sur les obligations d'entreprises. Les obligations à taux fixe représentent désormais environ un tiers des actifs des régimes de retraite à prestations déterminées, contre environ un cinquième il y a neuf ans.

Prévisions Bund à 10 ans : tendance inchangée sur des niveaux plus élevés



La recherche de rendement favorise l'aplatissement de la courbe & la baisse des spreads

Taux, %	2A	5A	7A	10A	15A	30A
AT	-0,58	-0,43	-0,27	-0,08	0,18	0,50
BE	-0,62	-0,38	-0,25	0,00	0,28	0,82
FI	-0,63	-0,47	-0,29	-0,05	0,17	0,42
FR	-0,59	-0,36	-0,23	0,02	0,28	0,79
GE	-0,63	-0,55	-0,48	-0,30	-0,15	0,22
IE		-0,39	-0,19	0,05	0,34	0,86
IT	0,09	0,67	1,03	1,36	1,93	2,49
NL	-0,63	-0,51	-0,38	-0,16	-0,03	0,22
PT	-0,55	-0,09	0,18	0,42	0,80	1,35
SP	-0,38	-0,04	0,21	0,49	0,88	1,35

Sources : Bloomberg, Crédit Agricole CIB

Zone euro : taux bas, an II

L'évolution des négociations commerciales et des données économiques rassurantes ont atténué la pression baissière sur les taux sans risque au cours du dernier trimestre. Nous maintenons néanmoins notre scénario de taux très bas en 2020.

En 2020, l'attitude accommodante des Banques centrales, la persistance des incertitudes politiques, l'absence de pressions inflationnistes et le ralentissement économique conduiront au maintien des taux d'intérêt de la zone euro autour de leurs niveaux actuels, voire sous ces niveaux.

Inflation – Nous tablons sur une remontée de l'inflation à 1,3% au premier trimestre 2020, puis sur une stabilisation autour de 1,0%-1,1% pour le reste de l'année. Nous ne serions donc pas surpris de voir, en début d'année, un certain excès d'optimisme concernant l'inflation, excès qui s'estomperait rapidement. Au final, l'inflation restera nettement inférieure à l'objectif de la BCE et ne connaîtra qu'une accélération limitée.

BCE – Les risques baissiers pesant sur les perspectives de croissance devraient rester significatifs et pourraient pousser la Fed et, par voie de conséquence, la BCE à baisser leurs taux d'intérêt une nouvelle fois mi-2020. Par ailleurs, la BCE est susceptible d'augmenter la part maximum de chaque ligne obligataire qu'elle s'autorise à détenir (*issuer limit*) pour permettre au QE2 de courir jusqu'à fin 2021 (en effet, un QE de trop petite taille pourrait nuire à l'efficacité et à la crédibilité de la BCE).

Évolution du Bund – Les taux *core* devraient assez bien résister aux pressions baissières au cours du premier trimestre 2020, en raison d'une légère hausse de l'inflation sous-jacente et de la ratification probable d'un premier accord commercial entre les États-Unis et la Chine. Les taux *core* devraient ensuite atteindre un point bas entre le deuxième et le troisième trimestre 2020, lorsque les données américaines seront au plus bas, que la Fed et la BCE s'apprêteront probablement à baisser à nouveau leurs taux et que l'optimisme sur les questions commerciales se sera évaporé.

Recherche de rendement – La faiblesse des taux d'intérêt devrait inciter les investisseurs à remettre en place des opérations de portage, se traduisant par un aplatissement de la courbe des taux et une contraction des *spreads* périphériques. L'Espagne, le Portugal et l'Irlande devraient être les grands gagnants potentiels de l'année 2020, en raison de la dynamique de l'offre et de la demande. L'instabilité (ou, tout au moins, le manque de lisibilité) de la situation politique invite à plus de prudence sur l'Italie.

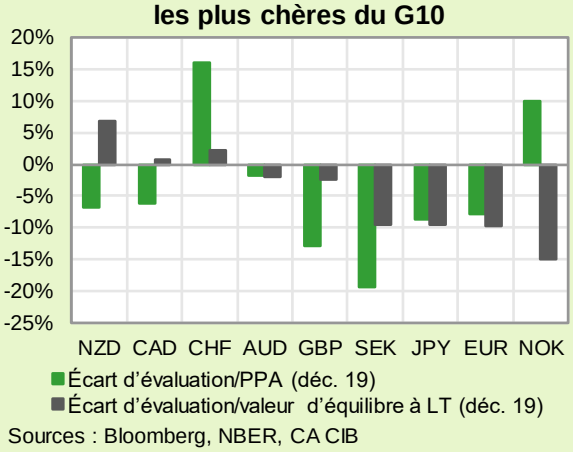
Taux de change – L'avantage du dollar s'étiole

Après avoir été supporté par un différentiel de rendement favorable, l'avantage dont jouit le dollar devrait s'étioler. À la faveur de la matérialisation du ralentissement américain, l'euro, « survendu », pourrait connaître une appréciation toutefois limitée par la perception par les marchés d'un risque de « japonisation ».

Dollar : performance terne en 2020, légère reprise en 2021

Sources : Bloomberg, BRI, CA CIB

Le dollar reste l'une des devises les plus chères du G10



Sources : Bloomberg, NBER, CA CIB

2020 : l'année de tous les dangers

Notre scénario se fonde sur une poursuite du ralentissement de l'économie mondiale en 2020, puis sur une consolidation qui se poursuivra en 2021 sur fond de réapparition des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Le premier contributeur au ralentissement mondial sera les Etats-Unis ; en 2020, se dessine ainsi une convergence cyclique entre ces derniers et les autres principales économies, laquelle devrait favoriser une convergence des politiques monétaires. La Fed devrait de nouveau baisser ses taux au deuxième trimestre 2020. La Banque centrale européenne et la Banque du Japon ne seraient alors pas très loin du point bas de leurs cycles d'assouplissement respectifs. Par ailleurs, l'instabilité de l'appétit global pour le risque, sur fond de faibles perspectives de croissance mondiale et de persistance des risques géopolitiques, pourrait se traduire par des pressions accrues sur la Fed afin qu'elle assouplisse davantage sa politique monétaire.

Pays développés : avantage, léger et temporaire, au dollar

Le dollar reste la devise la plus avantageuse du G10 en termes de taux de rendement, un différentiel qui conduit à être optimiste à court terme, surtout si de nouveaux progrès vers la conclusion d'un accord commercial sino-américain stimulent la mise en place d'opérations de portage en dollar. La convergence cyclique et monétaire entre les États-Unis et le reste du G10 pourrait s'intensifier au gré du ralentissement de l'économie américaine au premier semestre 2020 et de l'augmentation des risques politiques à l'approche de l'élection présidentielle américaine. Une nouvelle baisse des taux de la Fed pourrait accroître les risques baissiers qui pèseront à six ou neuf mois sur un dollar surévalué et suracheté, lorsque les investisseurs dénoueront leurs opérations de portage. Notre anticipation d'une performance médiocre du dollar est conforme à l'évolution des cours observée lors de « l'ajustement monétaire de milieu de cycle » effectué par la Fed au quatrième trimestre 1998, ajustement qui avait été suivi d'une pause prolongée des taux pendant la majeure partie de 1999.

Notre scénario table sur une légère remontée de l'euro dans les six à neuf mois prochains. La monnaie unique reste très survendue et sous-évaluée : autant de facteurs qui pourraient l'aider à se redresser à mesure du dénouement des opérations de portage financées en euros, sur fond de stabilisation de la zone euro et de détérioration des perspectives économiques américaines. La perception d'un risque de « japonisation » de la zone euro par les marchés devrait cependant limiter l'appréciation de l'euro à long terme.

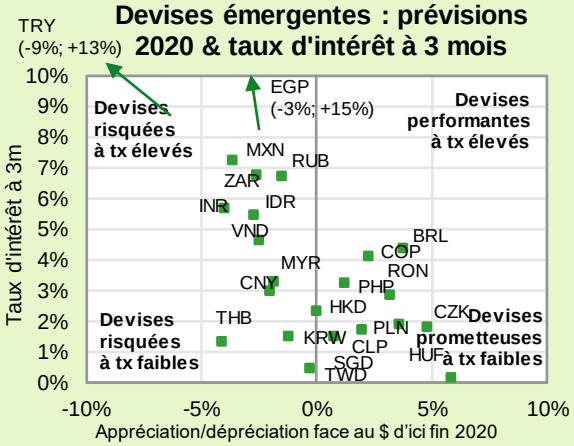
Alors que 2019 touche à sa fin, le yen a reperdu une partie de ses gains récents, l'appétit pour le risque s'étant amélioré avec la conclusion d'un accord commercial (annoncé mais non encore signé) entre les États-Unis et la Chine. Cela n'a toutefois que peu d'impact sur nos perspectives positives à long terme sur le yen. En effet, les craintes du marché selon lesquelles la Banque du Japon n'assouplira pas davantage sa politique monétaire, l'importante sous-évaluation du yen et les positions vendeuses

du marché (liées aux opérations de portage financées en yen) suggèrent **une nouvelle appréciation du yen dans les six à neuf prochains mois.**

La diminution du risque de *Brexit* sans accord devrait soutenir la livre et en faire la devise la plus performante du G10 en 2020.

Le **franc suisse** reste très surévalué, d'autant que la Banque nationale suisse semble bien décidée à maintenir sa politique accommodante, laissant présager une tendance baissière pour le franc suisse en 2020. La **couronne suédoise** et la **couronne norvégienne** devraient se redresser progressivement en 2020, avec la normalisation monétaire attendue de la part de la Banque de Suède et le maintien d'une politique monétaire neutre (situation rare au sein du G10) par la Banque de Norvège.

Le **dollar australien** et le **dollar néo-zélandais** resteront vulnérables en 2020 sous l'influence de la politique accommodante de leurs Banques centrales respectives, des craintes renouvelées de guerre commerciale et du ralentissement mondial. Le **dollar canadien** devrait se montrer assez résilient en 2020 par rapport aux autres devises du G10, grâce aux perspectives d'évolution de la politique monétaire de la Banque du Canada, aux cours du pétrole et à la ratification du nouvel accord de libre-échange nord-américain (ACEUM pour Accord Canada États-Unis Mexique, USMCA en anglais). Nous restons haussiers sur l'or pour 2020 et au-delà.



Source : Crédit Agricole CIB

Pays émergents : une année blanche qui laisse la porte ouverte aux opérations de portage

Les devises émergentes pourraient, en moyenne en 2020, se révéler assez stables par rapport au dollar sous l'effet d'une combinaison équilibrée de facteurs favorables et défavorables.

Côté positif, la résilience de la croissance émergente (bien qu'assez faible) devrait favoriser les flux de capitaux vers les marchés émergents. L'année 2019 a été marquée par une forte décélération des exportations émergentes, mais cela ne devrait plus être le cas en 2020.

Par ailleurs, le différentiel moyen de taux d'intérêt entre les pays émergents et les États-Unis devrait rester assez stable à un niveau relativement élevé. La Fed ralentira son rythme d'assouplissement monétaire en 2020, mais les Banques centrales émergentes ralentiront également le leur (à quelques exceptions près comme la Turquie ou le Mexique).

Côté négatif, la réapparition des tensions entre les États-Unis et la Chine (redoutées une fois dissipés les effets positifs d'un possible accord de phase 1) devrait ouvrir la porte à une dépréciation du yuan. Le dollar devrait atteindre la barre des 7,25 yuans au troisième trimestre 2020 : cela devrait peser sur les autres devises émergentes, en particulier sur les devises asiatiques et les devises des pays exportateurs de matières premières.

La relative stabilité des devises émergentes laisse la porte ouverte aux opérations de portage, mais oblige évidemment à se montrer sélectif. Le graphique ci-contre présente nos prévisions d'évolution des devises émergentes par rapport au dollar, ainsi que les taux d'intérêt actuels à trois mois. La combinaison des deux critères fournit des indications sur les devises pour lesquelles nous attendons les performances les plus prometteuses en 2020.

Au sein de celles-ci, figurent le rouble, la livre égyptienne, le real brésilien et le peso colombien. Les devises des quatre principaux pays d'Europe centrale (CE4) devraient également afficher de belles performances grâce, en partie, à l'appréciation attendue de l'euro face au dollar. Le bath thaïlandais, le rand sud-africain, le peso mexicain, la livre turque ainsi que, dans une moindre mesure, la roupie indienne invitent à la prudence.

Prévisions économiques et financières

Taux d'intérêt

		18-déc.	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20	mars-21	juin-21	sept.-21	déc.-21
Etats-Unis	Fed funds	1,71	1,50	1,70	1,45	1,45	1,50	1,50	1,50	1,55	1,65
	Taux 10 ans	1,93	1,75	1,95	1,60	1,60	1,75	1,75	1,75	1,85	1,95
Zone euro	Depo	-0,50	-0,50	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
	Taux 10 ans (All.)	-0,25	-0,30	-0,40	-0,50	-0,50	-0,45	-0,40	-0,40	-0,35	-0,35
Spread 10a c/ EUR	France	0,31	0,30	0,25	0,20	0,20	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35
	Italie	1,59	1,60	1,50	1,30	1,30	1,40	1,35	1,35	1,30	1,30

Taux de change

Taux de change USD Pays industrialisés		18-déc.	déc.-19	mars-20	juin-20	sept.-20	déc.-20	mars-21	juin-21	sept.-21	déc.-21
Euro	EUR/USD	1,11	1,12	1,12	1,15	1,18	1,16	1,16	1,15	1,14	1,13
Japon	USD/JPY	110	108	106	104	104	105	106	108	108	110
Royaume-Uni	GBP/USD	1,31	1,32	1,33	1,37	1,40	1,40	1,40	1,39	1,37	1,37
Suisse	USD/CHF	0,98	0,98	0,99	0,98	0,97	0,99	1,00	1,01	1,01	1,02
Asie											
Chine	USD/CNY	7,00	7,00	7,05	7,15	7,25	7,25	7,25	7,23	7,23	7,20
Hong Kong	USD/HKD	7,79	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80	7,80
Inde	USD/INR	71,00	71,75	72,50	73,25	74,00	74,75	75,50	76,00	76,25	76,50
Corée du Sud	USD/KRW	1165	1185	1200	1210	1220	1200	1190	1175	1160	1150
Amérique latine											
Brésil	USD/BRL	4,06	4,15	4,10	4,05	4,00	4,00	4,00	4,05	4,05	4,05
Mexique	USD/MXN	18,95	19,75	20,00	20,25	20,50	20,50	20,50	20,75	21,00	21,00
Europe - émergents											
Pologne	USD/PLN	3,84	3,83	3,83	3,73	3,64	3,70	3,69	3,71	3,74	3,76
Russie	USD/RUB	62,69	63,50	63,00	63,50	64,00	64,50	65,00	65,50	66,00	67,00
Turquie	USD/TRY	5,91	6,10	6,20	6,40	6,50	6,70	7,00	7,00	7,00	7,00

Matières premières

		18-Dec	2019	2020				2021			
Métaux précieux			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 475	1 530	1 530	1 550	1 570	1 580	1 610	1 590	1 580	1 570

Prix moy. du trim.		18-Dec	2019	2020				2021			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	USD/BBL	66	62	62	60	58	58	55	57	55	56

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a, %)			Inflation (a/a, %)			Balance courante (% du PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Etats-Unis	**2,3**	**1,6**	**1,8**	**1,8**	**1,9**	**1,9**	**-2,6**	**-2,6**	**-2,7**
Japon	**1,2**	**0,8**	**1,0**	**0,7**	**0,6**	**0,7**	**2,9**	**3,3**	**3,1**
Zone euro	**1,2**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,2**	**2,8**	**3,0**	**3,0**
Allemagne	0,6	0,8	1,1	1,4	1,5	1,5	7,2	6,9	6,7
France	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2	1,1	-1,3	-1,0	-0,9
Italie	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	2,0	1,8	1,8
Espagne	2,0	1,6	1,4	0,8	0,7	1,0	1,2	1,7	1,6
Pays-Bas	1,7	1,5	1,6	2,7	1,6	1,5	9,4	9,9	9,9
Autres pays développés									
Royaume-Uni	1,3	1,0	1,4	1,8	1,5	1,8	-5,2	-4,9	-6,3
Canada	1,5	1,7	1,8	1,7	2,0	2,0	-2,6	-2,5	-2,5
Australie	1,7	2,3	2,6	1,6	1,8	2,0	-0,3	-1,7	-1,6
Suisse	0,8	1,3	1,6	0,6	0,6	0,9	9,6	9,9	9,8
Asie	**5,6**	**5,1**	**5,4**	**2,7**	**3,2**	**2,7**	**1,2**	**0,9**	**0,7**
Chine	6,2	6,0	5,8	2,9	3,5	2,2	1,3	0,5	0,4
Inde	6,8	5,0	6,2	3,4	4,2	4,4	-2,1	-1,2	-1,5
Corée du Sud	1,8	2,1	2,5	0,7	1,2	1,4	4,3	4,0	3,7
Amérique latine	**0,5**	**1,4**	**2,2**	**11,2**	**9,2**	**7,4**	**-1,8**	**-1,8**	**-1,9**
Brésil	0,9	2,1	2,8	3,5	3,8	3,7	-2,1	-2,5	-2,6
Mexique	0,1	1,1	1,8	2,9	3,2	3,0	-0,8	-1,0	-1,2
Europe émergente	**1,8**	**2,4**	**2,4**	**6,4**	**5,5**	**5,2**	**2,2**	**1,0**	**1,1**
Russie	1,1	1,6	1,9	4,4	3,5	4,0	5,0	4,0	3,5
Turquie	0,5	3,3	2,6	15,5	14,0	12,0	0,6	-2,9	-2,3
Pologne	4,2	3,0	3,3	2,3	2,3	2,0	0,0	-0,6	-1,0
Afrique, Moyen-Orient	**0,3**	**1,5**	**2,4**	**8,7**	**6,6**	**6,8**	**0,8**	**1,1**	**1,3**
Arabie Saoudite	0,6	1,8	2,2	-1,4	1,5	2,1	5,0	5,1	5,5
Emirats Arabes Unis	2,2	2,5	2,5	-2,0	0,9	1,5	7,3	7,3	6,9
Egypte	5,3	5,4	5,2	9,6	8,5	8,0	-1,9	-1,5	0,0
Maroc	2,8	3,1	3,8	0,3	1,2	1,8	-4,5	-4,0	-3,5
Total	**2,8**	**2,7**	**3,0**	**3,5**	**3,3**	**3,0**			
Pays industrialisés	**1,7**	**1,3**	**1,5**	**1,5**	**1,5**	**1,5**			
Pays émergents	**3,7**	**3,8**	**4,2**	**5,1**	**4,8**	**4,2**			

Comptes publics

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dette publique (% du PIB)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Etats-Unis	**-4,5**	**-4,6**	**-4,6**	**78,9**	**80,7**	**82,4**
Japon	**-2,5**	**-3,2**	**-3,0**	**225,6**	**226,1**	**226,3**
Zone euro	**-0,8**	**-0,8**	**-0,7**	**86,6**	**85,3**	**84,2**
Allemagne	1,0	0,8	0,5	58,8	56,5	54,8
France	-3,1	-2,2	-1,8	98,8	98,6	98,1
Italie	-2,2	-2,2	-2,0	135,4	135,9	135,9
Espagne	-2,2	-1,9	-1,9	96,6	95,7	94,2
Pays-Bas	1,5	0,5	0,4	49,1	47,1	45,7
Belgique	-1,7	-2,3	-2,5	99,5	99,6	100,0
Grèce	1,3	1,0	1,2	175,9	170,5	165,8
Irlande	0,7	0,2	-0,2	58,0	53,4	53,3
Portugal	-0,1	0,0	0,6	119,1	116,6	114,6
Royaume-Uni	**-1,9**	**-2,4**	**-2,5**	**84,8**	**84,6**	**84,2**

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

Achevé de rédiger le 20 décembre 2019

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
13/12/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
06/12/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
04/12/2019	Taux bas : appréhender l'incompréhensible, admettre l'impuissance	Europe
02/12/2019	France – L'horizon s'éclaircit pour l'industrie manufacturière	France
27/11/2019	Guerre commerciale : quelle méthode d'analyse utiliser pour ne pas avoir le tournis ?	Monde
22/11/2019	Royaume-Uni – Qu'attendre des élections de décembre ?	Royaume-Uni
22/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
21/11/2019	France – Travail temporaire, tendances à mi-novembre 2019	France, sectoriel
20/11/2019	France – Établissements de santé : tendances à mi-novembre 2019	France, sectoriel
19/11/2019	La pause déjeuner à l'heure de l'innovation	Sectoriel
15/11/2019	Italie - Scénario 2019-2020 : une croissance qui peine à redémarrer	Italie
15/11/2019	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/11/2019	Les cent yeux du géant Argos	Monde

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

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

Comité de rédaction :
Pays développés : Ticiano BRUNELLO – ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr
Pierre BENADJAOUD – pierre.benadjaoud@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**