



EDMOND
DE ROTHSCHILD

N° 6
HIVER 2018

PRÉVISIONS MACRO-ÉCO 2019-2020

UNE PUBLICATION DU PÔLE RECHERCHE ÉCONOMIQUE



La croissance mondiale suspendue au plan de relance chinois

Double peine pour la zone euro

Les États-Unis ont repris le leadership

SOMMAIRE

Notre scénario Macro : la croissance mondiale suspendue au plan de relance chinois	5
États-Unis	15
Zone euro	19
▶ France	22
▶ Allemagne	24
▶ Espagne	26
▶ Italie	28
▶ Luxembourg	30
▶ Portugal	32
Royaume-Uni	34
Suisse	36
Israël	38
Japon	40
Chine	42
Brésil	44
Politiques monétaires : nos anticipations	46
Nos prévisions de change	49



MATHILDE LEMOINE

Group Chief Economist

+33 1 40 17 37 07

+41 58 818 99 66

mathilde.lemoinesense@edr.com



SOPHIE CASANOVA

Économiste,
Directeur adjoint Groupe

+33 1 40 17 37 15

s.casanova@edr.com



MATHIEU GROBETY

Économiste,
Suisse, Japon, Études structurelles

+41 58 818 81 57

m.grobety@edr.com



ARTHUR JURUS

Économiste,
Zone euro, Royaume-Uni, Immobilier

+41 58 818 82 43

a.jurus@edr.com



LISA TURK

Économiste
États-Unis

+41 58 818 85 21

l.turk@edr.com



LE SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE 2019 - 2020

LA CROISSANCE MONDIALE SUSPENDUE AU PLAN DE RELANCE CHINOIS

► MATHILDE LEMOINE - GROUP CHIEF ECONOMIST



Accélération de la croissance aux États-Unis et ralentissement en Chine

Zone euro fragilisée par les échéances politiques et la guerre commerciale

Économie mondiale à l'arrêt dans l'attente des fruits de la relance chinoise

En 2018, la croissance américaine a significativement accéléré grâce aux baisses d'impôts qui ont soutenu l'investissement des entreprises. En revanche, en zone euro et en Chine, l'activité économique a été moins dynamique qu'en 2017. D'ailleurs, la banque centrale chinoise a déjà mis en œuvre des mesures visant à baisser les taux d'intérêt et à faciliter l'octroi de crédit aux entreprises. **Pour l'instant, la hausse des droits de douane engagée par le président américain n'a eu que des effets limités sur le commerce mondial grâce au dynamisme des importations américaines et à une reconfiguration des flux de commerce.** Par exemple, les exportations brésiliennes de soja vers la Chine ont pris le relais des ventes américaines et les pays du Sud-est asiatique ont accru leurs exportations de composants électroniques vers les États-Unis aux dépens de la Chine. De plus, la nouvelle hausse des droits à l'importation de 10 à 25 % sur 200 milliards d'importations chinoises aux États-Unis a été ajournée.

Toutefois, sans relance significative des investissements dans les infrastructures par les autorités chinoises, la croissance mondiale pourrait continuer à décélérer. En effet, ce type d'investissements reste déterminant pour la fixation du prix des matières premières et la production industrielle mondiale. Or depuis cet été, les autorités chinoises ont multiplié les annonces de soutien au financement d'infrastructures, à la consommation des ménages et aux entreprises exportatrices et importatrices. Ainsi, la croissance mondiale pourrait se stabiliser début 2019 malgré l'incertitude liée aux échéances politiques européennes et au commerce mondial.

Néanmoins, la fin de l'impact de la réforme fiscale américaine, l'incertitude persistante quant aux modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le risque d'augmentation de sièges gagnés par des partis anti-européens aux élections européennes le 26 mai 2019, les tensions entre l'Italie, l'Allemagne et la France et l'ouver-

ture de nouvelles négociations commerciales par les États-Unis avec l'Union européenne et le Royaume-Uni devraient peser sur les perspectives d'investissement des entreprises occidentales et limiter la croissance mondiale au second semestre 2019.

En conséquence, **si la Chine complète son plan de relance comme nous l'anticipons, sa croissance pourrait accélérer légèrement au premier semestre 2019 à 6.7 %. La croissance améri-**

caine, bien qu'affaiblie par la fin des effets du plan de relance atteindrait 2.7 % grâce au dynamisme de consommation des ménages. Le PIB de la zone euro n'augmenterait que de 1.5 % en 2019 et de 1.4 % en 2020. Le foyer d'incertitude européen et les tensions sino-américaines pousseraient, cette année encore, les banques centrales à la prudence, en particulier la Banque centrale européenne qui ne devrait pas remonter son taux de refinancement avant 2020.

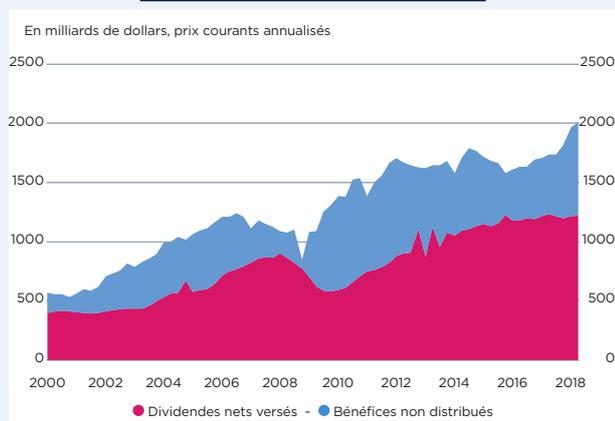
LES ÉTATS-UNIS AU CŒUR DE LA CROISSANCE MONDIALE

La réforme fiscale américaine «Tax cuts and jobs Act» a engendré une hausse des profits des entreprises de 11.8 % au premier semestre 2018 par rapport au second semestre 2017. Parallèlement, la mise en œuvre d'un impôt unique de 15.5 % sur les actifs liquides et de 8 % sur les actifs illiquides a conduit au rapatriement de 464 milliards de dollars de bénéfices au premier semestre 2018 par rapport à 82 milliards de dollars au second semestre 2017. Il en a résulté une hausse modeste des dividendes et une augmentation des rachats d'action, mais aussi une progression de l'investissement des entreprises de 6.7 % durant les trois premiers trimestres de 2018 par rapport à la même période de 2017. **Comme nous l'avions analysé¹, cet investissement productif a aussi engendré une expansion de l'appareil de production de 2.7 % depuis 2016.** Une telle évolution peut enclencher le cercle vertueux de l'offre sans emballement

inflationniste. Une progression des capacités de production génère une nouvelle demande d'emploi qui est satisfaite soit par des embauches soit par une hausse de la productivité et donc par de nouveaux investissements. Il existe encore 2.5 millions de personnes à la recherche d'emploi selon nos calculs malgré le très faible taux de chômage de 3.7 %. Parallèlement, la hausse des salaires réels que nous anticipons en 2019 en lien avec la stabilisation de l'inflation devrait aussi pousser les ménages à consommer. En conséquence, **la croissance américaine pourrait rester dynamique en 2019 et atteindre 2.7 % après 2.9 % en 2018.**

La persistance d'une forte croissance aux États-Unis en 2019 soutiendrait le commerce mondial puisque ce pays reste le premier importateur (17 % des importations mondiales contre 14.7 % pour l'Union européenne hors commerce intrazone et 13 % pour la Chine). De plus, l'ob-

La réforme fiscale a significativement accru le profit des entreprises américaines



Sources: Thomson Reuters Datastream, BEA, Edmond de Rothschild Economic Research

La banque centrale américaine a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

1 « Et si la capacité de production des États-Unis augmentait grâce à la réforme fiscale ? », Mathilde Lemoine, février 2018

jectif du président américain, D. Trump, est de gagner des parts de marché, et non de réduire les échanges. Il est parvenu à convaincre le Mexique et le Canada de renégocier l'Accord de libre-échange nord-américain. Il a aussi contraint les Japonais à accepter plus de produits agricoles et militaires américains que dans le cadre de l'Accord de partenariat transpacifique négocié par son prédécesseur, B. Obama.

Toutefois, la banque centrale américaine resterait prudente. D'une part, les négociations budgétaires entre les républicains et les démocrates,

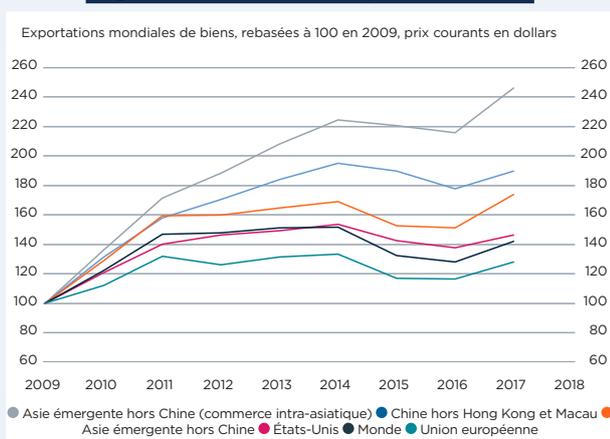
désormais majoritaires à la Chambre des représentants, pourraient rendre plus coûteux le refinancement de l'État américain. D'autre part, la surévaluation du dollar par rapport à son niveau d'équilibre que nous évaluons à 15 % contraint les hausses de taux directeur. Enfin, la progression des taux d'emprunt des entreprises et des ménages a déjà renchéri les conditions de financement et engendré un recul des ventes de logement. La banque centrale américaine devrait aussi être attentive aux risques de ralentissement de la croissance mondiale et en particulier de la zone euro.

ZONE EURO: VACANCES INSTITUTIONNELLES DÉSTABILISANTES

La croissance a décéléré tout au long de l'année 2018 pour atteindre 1.7 % au troisième trimestre en glissement annuel. La consommation des ménages a souffert de l'accélération de l'inflation. **La baisse récente du prix du pétrole devrait stimuler les dépenses durant les prochains trimestres, mais l'activité économique de la zone euro manque de relais de croissance. Premièrement,** la productivité est faible ce qui limite la progression des salaires et de la demande. **Deuxièmement,** le secteur de la construction devrait être moins dynamique. La hausse des prix en France et en Allemagne et la remontée des taux d'emprunt en Italie vont peser sur la demande de logements. De plus, les autorités nationales de stabilité financière comme le Conseil européen du risque systémique requièrent la mise en

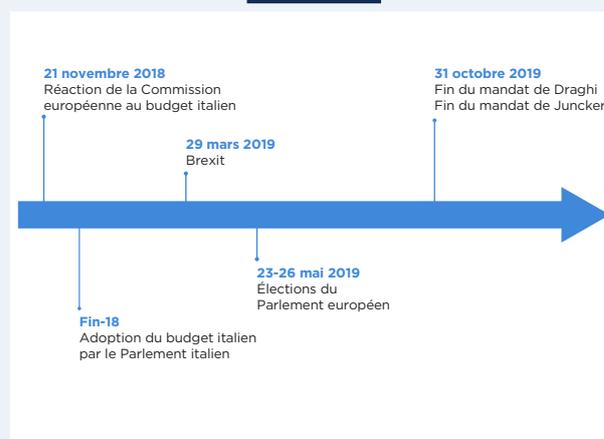
œuvre de mesures macro-prudentielles de restriction de crédit pour limiter la progression de l'endettement des ménages et des entreprises. **Troisièmement,** l'euro par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux de la zone euro s'est apprécié de près de 11 % sans tenir compte de l'inflation et de 9,5 % en terme réel. Parallèlement, les entreprises de la zone euro ont vu reculer leur compétitivité relative. La réforme fiscale américaine et les soutiens des autorités chinoises aux entreprises exportatrices et importatrices ont été mis en œuvre aux dépens des entreprises européennes. En conséquence, les exportations devraient reculer de 6 points de pourcentage au bout d'un an selon nos résultats économétriques à cause du seul effet prix et toutes choses égales par ailleurs. **Quatrièmement,**

La zone euro pourrait être la grande perdante de la guerre commerciale lancée par les États-Unis



Sources: Thomson Reuters Datastream, IMF, Edmond de Rothschild Economic Research

Un agenda chargé en zone euro



Source: Edmond de Rothschild Economic Research

mement, la zone euro pourrait être la grande perdante de la guerre commerciale sino-américaine. L'objectif américain consiste à prendre des parts de marché à ses partenaires commerciaux. Après la hausse des droits de douane, les Américains ont ouvert une négociation bilatérale avec l'Union européenne. Ils veulent pousser les Européens à accroître leurs importations agricoles sous la menace d'une hausse des droits de douane sur les importations d'automobile aux États-Unis. Simultanément, la Chine cherche de nouveaux marchés pour limiter l'impact négatif des droits de douane sur les volumes exportés. **Enfin**, le mandat de la Commission européenne, pour négocier la politique commerciale des États membres européens, ne permet pas de répondre à la stratégie de division menée par les Américains. La spécialisation des États membres est telle que les intérêts commerciaux des uns sont souvent opposés à ceux des autres. De plus, il est difficile pour la Commission européenne de définir une position extérieure de négociation pour les exportations de services sachant qu'elle n'existe que pour certains types de services au niveau communautaire. Ainsi, l'Union européenne est absente des discussions visant à ouvrir certains services chinois.

Parallèlement au manque de relais de croissance, le renouvellement d'instances européennes va pousser les entreprises à être attentistes et à décaler dans le temps leurs investissements. Le parlement européen va être élu le 26 mai 2019, le mandat de la Commission européenne et de son président arrive à terme le 31 octobre 2019 comme celui du président de la Banque centrale européenne et le président du Conseil européen est renouvelé le 1^{er} décembre 2019.

La perspective d'une augmentation des représentants des partis anti-européens dans les instances européennes et d'un président de la banque centrale moins allant pour mener des actions non conventionnelles va accroître la prime de risque politique de la zone euro et la volatilité sur les marchés obligataires. **Toutefois, la dépréciation de l'euro pourrait être limitée par la réduction des flux financiers sortants et le plus grand contrôle des chambres de compensation traitant en euros par la Banque centrale européenne.** En effet, la zone euro n'a cessé de renforcer son architecture financière depuis la crise des dettes souveraines de 2011. De plus, la perspective du Brexit a conduit plusieurs institutions financières à opérer depuis la zone euro et non plus depuis le Royaume-Uni. Enfin, si la relocalisation des chambres de compensation a pris du retard, cette échéance conduit les institutions financières à délocaliser en zone euro certaines activités de compensation. Si cela n'a qu'un impact limité sur les flux financiers, les appels de marge résultant de tensions politiques en zone euro pourraient être moindres que durant la crise souveraine. Parallèlement, la Banque centrale européenne est en passe de réussir son objectif de désintermédiation. Les entreprises de taille intermédiaire ont accru leurs émissions obligataires pour se financer aux dépens des prêts bancaires. C'est une source d'investissements supplémentaires en zone euro.

En conséquence, si les perspectives de croissance en zone euro sont affaiblies par la guerre commerciale et les politiques nationalistes sino-américaines, un accroissement du poids des partis anti-européens au parlement européen et le changement de président de la Banque centrale européenne, la monnaie unique résisterait.

Croissance mondiale :

Les États-Unis sont revenus dans la course

LE PLAN DE RELANCE CHINOIS DÉTERMINANT POUR STABILISER LA CROISSANCE MONDIALE

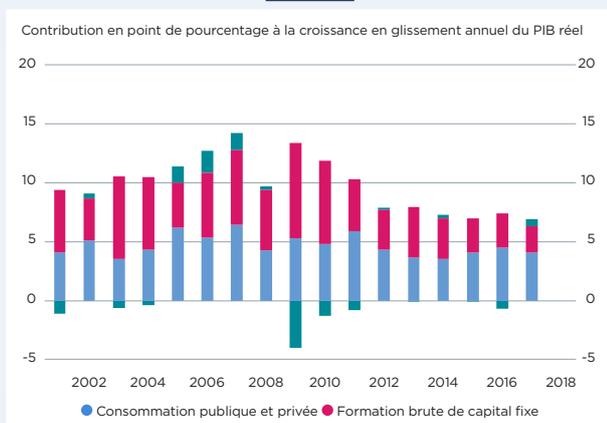
La croissance chinoise a ralenti au troisième trimestre 2018 à 6.5 % en glissement annuel après 6.75 % en moyenne au premier semestre. C'est le plus faible rythme observé depuis 2009. Le recul historique des investissements en infrastructure et la chute des ventes automobiles ont limité la progression du PIB. En revanche, les exportations ont continué de croître de 15.6 % au mois d'octobre en glissement annuel grâce au dynamisme de l'économie américaine, et ce malgré la hausse des droits de douane. Les exportations chinoises ont crû de 13 % vers les États-Unis et de 15 % vers l'Union européenne.

Toutefois, **afin de maintenir le rythme de croissance proche de son objectif de 6.5 %, le gouvernement a engagé un assouplissement monétaire et a annoncé des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises.** Le plan de relance s'articule autour de trois piliers. Premièrement, une baisse du taux de réserves obligatoires des banques chinoises a été engagée pour soutenir le crédit aux entreprises. Deuxièmement, des émissions obligataires des collectivités locales d'un montant de 1350 milliards de yuans ont été annoncées en août 2018 pour financer des dépenses d'infrastructures. Cette augmentation des émissions combinée à des incitations pour les banques d'acheter des obligations locales moins bien notées a déjà contribué à juguler le recul de l'investissement en infrastructure. Les dépenses en infrastructure représentent 20 % de l'investissement total chinois. Troisièmement, des baisses d'impôts d'un montant de 120 milliards de yuans pour les ménages seront effectives le 1^{er} janvier 2019 et des aides ont été proposées aux entreprises exportatrices et importatrices qui auraient des difficultés de trésorerie. De plus, la TVA a été réduite pour les entreprises.

Ce plan de relance est déterminant pour la croissance mondiale. En effet, l'investissement en infrastructure chinois a un impact direct sur le prix des matières premières, puis sur l'activité des pays exportateurs de matières premières, sur le commerce mondial et sur la production industrielle des pays développés. C'est ce cercle vertueux qui s'est enclenché en 2016 après que la croissance chinoise a chuté. Selon nos calculs, deux tiers de l'accélération du commerce mondial entre fin 2016 et 2017 ont résulté des pays exportateurs de matières premières. Au-delà de son objectif de croissance intérieure, le président chinois ne peut pas se laisser distancer par les États-Unis en matière de leadership. Son poids dans la croissance mondiale constitue un enjeu de premier plan. Depuis 2018, les États-Unis ont contribué à hauteur de 16 % à la croissance mondiale alors que leur part n'était que de 11 % en moyenne en 2016. La Chine en revanche a vu sa contribution à la croissance mondiale reculer de 28 % à 23 %.

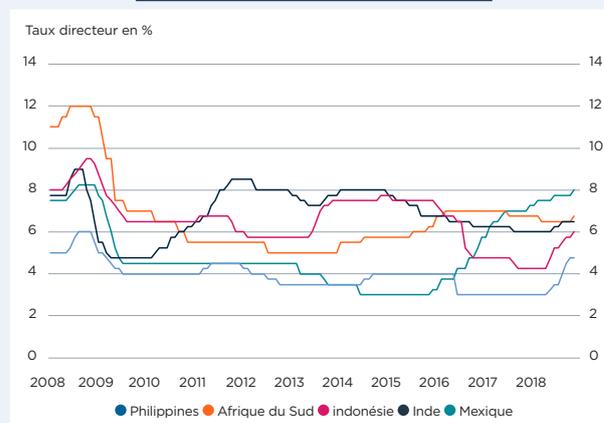
C'est pourquoi **nous anticipons une légère accélération de la croissance chinoise à 6.7 % au premier semestre 2019.** En effet, si les mesures de soutien aux investissements en infrastructure représentent 0.8 point de pourcentage de croissance du PIB supplémentaire, la décélération des exportations que nous attendons avec la nouvelle salve de droits de douane américains le 1^{er} janvier et le ralentissement de la croissance de la zone euro limiterait l'effet positif net sur le PIB chinois. Par ailleurs, l'effet de ce plan de relance sur les perspectives d'activité mondiales pourrait être contraint par l'inquiétude résultante de l'augmentation de la dette des ménages, des entreprises et de l'État, mais aussi de la dette implicite générée par la finance non régulée. D'ailleurs, des mesures ont été mises en œuvre pour faciliter le rachat d'action par les sociétés cotées et les

La croissance chinoise a ralenti



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

Les banques centrales émergentes ont dû remonter leurs taux directeurs



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

achats d'actions par les investisseurs institutionnels, ce qui alimente le risque de bulle. Néanmoins depuis deux ans, une politique d'assainissement du secteur financier non régulé est à l'œuvre. La dette implicite des collectivités locales a été échangée contre des obligations afin d'avoir une meilleure appréciation des risques. De plus, la dette des entreprises a reculé de 165.5 % du PIB au premier trimestre 2017 à 164.1 % au premier trimestre 2018 selon la BRI.

Si notre prévision d'accélération, même modeste, de la croissance chinoise se confir-

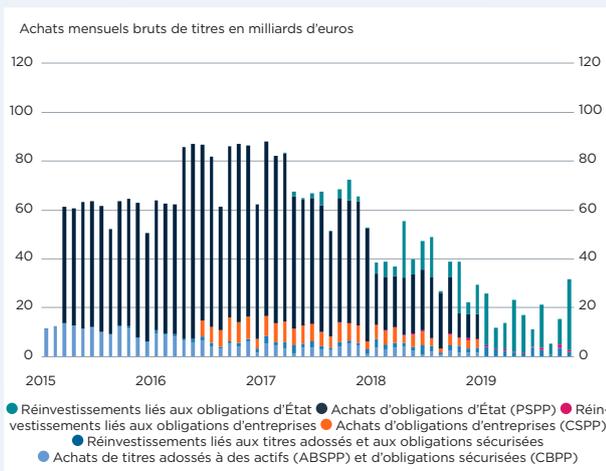
mait, les pays émergents pourraient alors faire une pause dans la remontée de leurs taux directeurs. En effet, les banques centrales indonésienne, philippine, indienne avaient été contraintes de les augmenter pour éviter une chute inflationniste de la devise, ce qui a pesé sur les crédits. De plus, certains pays comme le Brésil et la Turquie qui ont particulièrement souffert des incertitudes politiques pourraient voir leur activité économique se redresser au premier semestre. La croissance des pays émergents se stabiliserait à 4.8 % en 2019, selon nos prévisions.

DES BANQUES CENTRALES ENCORE PRUDENTES

La plupart des banquiers centraux mettent l'accent sur le risque engendré par la guerre commerciale engagée par les États-Unis. La Réserve fédérale a, bien sûr, continué de remonter son taux directeur et de réduire son bilan. Il devrait atteindre 3 600 milliards de dollars fin 2019. Mais elle a émis des messages de prudence comme la Banque centrale européenne et la Banque du Japon. Ces deux dernières sont allées plus loin puisqu'elles ont laissé entendre un décalage de la prochaine étape du processus de resserrement. La BCE devrait procéder à de nouvelles opérations de liquidités (TLTRO) afin d'éviter une nouvelle dégradation de la situation des banques italiennes. La Banque du Japon a repoussé une fois encore le moment où elle atteindrait son

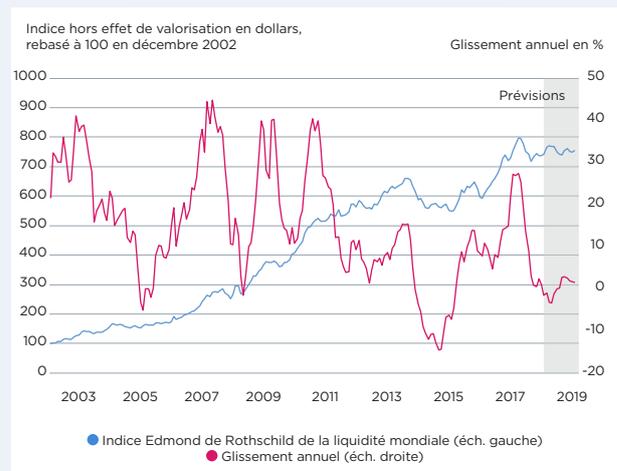
objectif d'inflation de 2 %. De plus, si la Banque centrale européenne va stopper son programme d'achat d'obligations fin décembre 2018, elle va continuer de réinvestir sur le marché obligataire souverain et d'entreprises environ 17 milliards d'euros par mois d'obligations à échéances selon nos calculs. Ainsi, elle pourrait détenir fin 2019, 28 % du stock des obligations d'État de la zone euro, dont 25 % des obligations françaises et 23 % des obligations italiennes. Parallèlement, la banque centrale de Chine va accroître son bilan. En conséquence, selon nos calculs, la liquidité mondiale devrait se contracter de seulement 1.5 % au premier semestre 2019 après avoir progressé de 2.2 % au second semestre 2018.

La Banque Centrale européenne va continuer d'acheter des obligations d'État et d'entreprises



Sources: BCE, Edmond de Rothschild Economic Research

La liquidité mondiale pourrait continuer à croître en 2019 selon notre indicateur



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

CONCLUSION: LA ZONE EURO VA-T-ELLE SUCCOMBER AU PLAN DE RELANCE?

Comme nous l'avions anticipé, la réforme fiscale américaine a engendré une hausse de l'investissement des entreprises et un accroissement du volume d'importations. L'accélération de la croissance aux États unis a confirmé l'hypothèse de désynchronisation de la croissance mondiale, ce qui a déstabilisé les pays émergents. Parallèlement, les craintes d'un recul du commerce mondial ont pesé sur leurs perspectives d'activité. La plupart des banques centrales émergentes ont été contraintes de relever leurs taux directeurs pour éviter une trop forte dépréciation de leurs devises, ce qui a encore réduit la croissance.

Les autorités chinoises ont, quant à elle, assoupli leur politique monétaire pour prévenir une nouvelle décélération de la croissance résultante de la chute des investissements en infrastructure. Mais, elles souhaitent également anticiper l'impact négatif d'un éventuel durcissement de la guerre commerciale et de la fin de la réforme fiscale sur les importations américaines. **Le président chinois, Xi Jinping, a donc élargi le plan de relance à des baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises. Sa crédibilité est déterminante pour la stabilisation de la croissance mondiale début 2019.**

En effet, l'Union européenne va faire face à un renouvellement de ses instances avec un risque de renforcement de la présence des partis anti-européens. Le soutien de la Banque centrale européenne en début d'année permettra de limiter l'accroissement des taux d'emprunts

souverains, en particulier dans les pays du sud de l'Europe, mais la volatilité sera forte. L'incertitude politique devrait limiter l'investissement des entreprises. De plus, **la zone euro devrait être la grande perdante de la guerre commerciale sino-américaine.** Non seulement les entreprises européennes doivent faire face à des entreprises américaines dont la compétitivité s'est améliorée grâce aux baisses d'impôts et aux entreprises chinoises soutenues par les institutions financières. Mais la zone euro n'est pas positionnée pour profiter de la reconfiguration de flux de commerce en faveur de l'Asie malgré la signature de récents accords commerciaux entre l'Union européenne et le Japon et aussi avec Singapour.

En conséquence, **même si la croissance mondiale ne ralentit qu'au second semestre 2019 grâce à une extension du plan de relance chinois, les vacances institutionnelles européennes et la guerre commerciale vont maintenir élevée la volatilité sur les marchés obligataires. La progression de l'endettement américain et chinois y contribuera également.**

Sans relais de croissance et avec la garantie que la Banque centrale européenne ne remontera pas son taux directeur avant 2020, la zone euro va-t-elle aussi succomber à la mode du plan de relance? Si une telle initiative stabilisait les perspectives de croissance à court terme, elle hypothéquerait celles de moyen terme. Le potentiel de croissance dépend toujours et encore de la productivité.

NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE

Croissance PIB en volume (%)	2018f									2019f						2020f	
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
États-Unis	2,9	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,2	2,9	2,9	2,9	2,6	2,8	2,6	2,7	2,5	2,1	1,9
Zone euro	2,0	1,9	2,5	2,4	2,2	1,7	1,1	1,8	2,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,8	1,4	1,6
France	1,0	1,1	2,3	2,1	1,7	1,5	1,3	1,6	1,7	1,0	1,6	1,4	1,2	1,3	1,7	1,1	1,6
Allemagne	1,5	2,2	2,5	2,0	1,9	1,2	1,5	1,7	1,9	1,4	1,6	1,8	1,6	1,6	1,8	1,6	1,5
Espagne	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5	2,5	2,1	2,5	2,7	2,3	2,5	2,2	1,9	2,2	2,3	1,7	1,9
Italie	0,8	1,3	1,6	1,3	1,2	0,8	0,7	1,0	1,1	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	1,1	0,4	1,0
Luxembourg	4,0	2,4	1,6	3,3	3,1	2,8	3,3	3,1	3,5	3,1	3,1	2,8	2,7	2,9	3,2	2,8	3,0
Portugal	1,8	1,9	2,8	2,2	2,4	1,0	2,0	1,9	2,1	1,5	1,6	1,9	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
Europe hors zone euro																	
Royaume-Uni	2,2	1,8	1,7	1,1	1,2	1,5	1,6	1,3	1,3	1,6	0,6	1,1	0,9	1,1	1,5	0,7	1,6
Suisse	1,3	1,6	1,7	3,2	3,2	2,7	2,3	2,9	3,0	1,7	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
Israël	2,6	3,9	3,3	4,0	3,7	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	3,1
Japon	1,4	1,0	1,7	1,1	1,4	0,4	0,7	0,9	1,1	1,4	1,1	2,2	0,6	1,3	1,1	0,4	0,5
Émergents	4,2	3,9	4,8	5,1	4,9	4,7	4,6	4,8	5,0	4,9	5,0	4,8	4,6	4,8	4,9	4,6	5,0
Chine	6,9	6,7	6,9	6,8	6,7	6,5	6,6	6,7	6,6	6,7	6,7	6,5	6,5	6,6	6,2	6,5	6,0
Brésil	-3,5	-3,5	1,0	1,2	1,0	1,3	1,7	1,3	1,4	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1	2,3	2,0	2,5

* Consensus

NOS PRÉVISIONS D'INFLATION

Indice des prix à la consommation (%)	2018f									2019f						2020f	
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
États-Unis	0,1	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Zone euro	0,0	0,2	1,5	1,3	2,0	2,1	2,0	1,8	1,8	2,1	1,7	1,6	1,2	1,6	1,7	1,5	1,7
France	0,1	0,3	1,2	1,7	2,3	2,5	2,5	2,3	2,3	2,5	2,0	1,8	1,6	2,0	2,0	1,6	1,6
Allemagne	0,2	0,4	1,6	1,5	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5	1,5	1,6	1,8	1,6	1,8
Espagne	-0,6	-0,3	2,0	1,3	2,3	2,3	2,1	2,0	1,8	2,1	1,8	1,5	1,2	1,7	1,7	1,2	1,6
Italie	0,1	-0,1	1,3	0,9	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3	1,6	1,3	1,0	0,9	1,2	1,4	1,0	1,3
Luxembourg	0,1	0,0	2,1	1,2	1,9	2,5	2,7	2,1	1,9	2,3	2,2	1,7	1,5	1,9	2,0	1,8	1,8
Portugal	0,5	0,6	1,6	0,8	2,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,4	1,7
Europe hors zone euro																	
Royaume-Uni	0,1	0,6	2,7	2,4	2,4	2,4	2,0	2,5	2,5	1,8	1,6	1,6	1,6	1,7	2,1	1,8	2,0
Suisse	-1,1	-0,4	0,5	0,7	1,0	1,1	0,8	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0	1,2	1,0
Israël	-0,6	-0,5	0,2	0,2	0,6	1,3	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	1,4	1,3
Japon	0,8	-0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	1,0	1,0	0,6	1,0	0,9	1,9	1,1	1,1	1,7	1,5
Émergents	4,3	3,8	3,0	3,5	3,4	3,8	4,0	3,7	-	4,2	4,4	4,3	4,1	4,3	-	4,0	-
Chine	1,4	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,6	2,2	2,2	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,4	2,5	2,3
Brésil	9,0	8,8	3,5	2,8	3,3	4,4	4,6	3,8	3,8	4,6	4,7	4,7	4,5	4,6	4,3	4,3	4,2

* Consensus

NOS PRÉVISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Taux d'intérêt (%)**				2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
États-Unis																	
Taux directeur	0,50	0,75	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,15	3,25	3,05
Rendement 2 ans	0,68	0,83	1,39	2,27	2,53	2,82	2,90	2,63	2,64	3,05	3,20	3,35	3,35	3,24	3,18	3,30	3,31
Rendement 10 ans	2,13	1,83	2,33	2,74	2,86	3,06	3,15	2,95	2,97	3,25	3,35	3,40	3,40	3,35	3,38	3,30	3,49
Zone euro																	
Taux directeur	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55
Rendement Schatz 2 ans	-0,25	-0,59	-0,72	-0,60	-0,67	-0,52	-0,60	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,40	-0,20	-0,43	-0,30	0,20	0,26
Rendement Bund 10 ans	0,54	0,14	0,37	0,50	0,30	0,47	0,50	0,42	0,45	0,60	0,60	0,70	0,85	0,69	0,82	1,15	1,22
Rendement OAT 2 ans	-0,18	-0,51	-0,48	-0,49	-0,45	-0,36	-0,40	-0,42	-0,41	-0,35	-0,35	-0,20	0,00	-0,23	-0,06	0,40	0,67
Rendement OAT 10 ans	0,86	0,48	0,81	0,72	0,67	0,80	0,83	0,73	0,76	0,90	0,90	1,00	1,15	0,99	1,11	1,45	1,67
Royaume-Uni																	
Taux directeur	0,50	0,25	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,10	1,25	1,40
Rendement 2 ans	0,54	0,29	0,25	0,82	0,72	0,82	0,80	0,79	0,82	0,80	0,85	0,95	1,00	0,90	1,15	1,35	1,63
Rendement 10 ans	1,82	1,22	1,20	1,35	1,28	1,57	1,57	1,44	1,43	1,60	1,65	1,70	1,80	1,69	1,82	2,10	2,16
Suisse																	
Taux directeur	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,50	-0,25	-0,30
Rendement 2 ans	-0,89	-0,91	-0,85	-0,85	-0,74	-0,70	-0,75	-0,76	-0,73	-0,70	-0,70	-0,45	-0,25	-0,53	-0,31	0,05	0,15
Rendement 10 ans	-0,09	-0,35	-0,09	0,03	-0,06	0,04	0,05	0,01	0,02	0,10	0,15	0,30	0,45	0,25	0,37	0,75	0,75
Japon																	
Taux directeur	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Rendement 2 ans	0,01	-0,21	-0,17	-0,13	-0,12	-0,11	-0,10	-0,11	-0,11	-0,10	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	0,00	-0,03
Rendement 10 ans	0,36	-0,04	0,06	0,05	0,04	0,13	0,15	0,09	0,08	0,15	0,15	0,25	0,25	0,20	0,15	0,35	0,15
Pays émergents																	
Taux directeur Chine																	
Taux de prêt à 1 an	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,35	4,10
Taux de réserves obligatoires	17,50	17,00	17,00	17,00	16,00	15,50	14,50	14,50	-	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	-	13,50	-
Taux directeur Brésil	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,65	7,00	7,50	7,75	8,00	8,00	8,20	8,00	7,85

* Consensus | ** Les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles.

NOS PRÉVISIONS DE CHANGE

Taux de change**				2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
Dollar																	
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
USD/JPY	120	109	112	108	109	112	114	111	110	114	115	114	115	115	109	113	104
GBP/USD	1,47	1,36	1,29	1,39	1,36	1,30	1,30	1,34	1,34	1,29	1,28	1,29	1,30	1,29	1,38	1,30	1,42
USD/CHF	1,01	0,98	0,98	0,95	0,98	0,98	1,00	0,98	0,98	1,02	1,03	1,03	1,02	1,02	0,95	1,00	0,96
USD/CNY	6,28	6,65	6,75	6,36	6,38	6,81	6,96	6,63	6,62	6,88	6,76	6,65	6,65	6,74	6,75	6,65	6,57
USD/BRL	3,34	3,48	3,19	3,24	3,61	3,95	3,76	3,64	3,63	3,70	3,65	3,65	3,65	3,66	3,65	3,65	3,75
Euro																	
EUR/JPY	130	121	127	133	130	130	130	131	130	129	129	131	132	130	135	136	131
EUR/GBP	0,73	0,81	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,90	0,92	0,89
EUR/CHF	1,09	1,09	1,11	1,17	1,17	1,14	1,14	1,15	1,16	1,15	1,15	1,17	1,18	1,16	1,18	1,20	1,21

* Consensus | ** Moyenne sur la période



ÉTATS-UNIS

► LISA TURK - ÉCONOMISTE ÉTATS-UNIS



La croissance américaine pourrait décélérer à 2.7% en 2019...

...freinée par l'investissement des entreprises, mais soutenue par la consommation

L'inflation totale resterait contenue par les faibles prix du pétrole et le dollar fort

À 2.8% de croissance annuelle en moyenne en 2018, le PIB américain a marqué une progression notable, après 2.2% en 2017. La réforme fiscale instaurée en janvier 2018 a été un catalyseur important. La baisse de l'impôt sur les sociétés de 35% à 21% et les déductions fiscales supplémentaires pour les investissements en machines et équipements qu'elle comprenait ont notamment encouragé les entreprises à investir. La réforme a également permis aux profits des entreprises américaines de s'accroître de 11,8 % au premier semestre 2018. Toutefois, la consommation des ménages n'a pas été un facteur clé de l'accélération de la croissance économique, puisqu'elle a été pénalisée par la hausse des prix du pétrole et le ralentissement des salaires réels (corrigés de l'inflation). Ces dynamiques pourraient toutefois s'inverser en 2019 et 2020. L'investissement des entreprises pourrait souffrir du resserrement des conditions monétaires alors que le revenu disponible des ménages devrait bénéficier de la hausse des salaires et de la diminution de l'inflation totale.

L'arrivée des Démocrates à la Chambre des représentants modifie le paysage politique américain pour 2019 et 2020, mais ne change pas pour autant significativement la donne d'un point de vue macroéconomique. Ce renouvellement ne devrait ni mener à la suppression de la réforme fiscale votée fin 2017, ni empêcher le

président d'entretenir les tensions commerciales. En outre, les Républicains et les Démocrates pourraient s'accorder sur certains points, et plus particulièrement les dépenses en infrastructure et les baisses d'impôts pour la classe moyenne.

LE FLÉCHISSEMENT DE LA CROISSANCE À 2.7% EN 2019 RÉSULTERAIT D'UNE MODÉRATION DE L'INVESTISSEMENT

Si la réforme fiscale devrait encore soutenir l'investissement des entreprises en 2019, son effet positif s'estomperait. La poursuite du resserrement monétaire pourrait par ailleurs engendrer une détérioration des conditions financières. L'endettement des sociétés étant essentiellement de court terme, 5-7 ans en moyenne, le coût de financement des entreprises serait particulièrement affecté par la hausse du taux Fed funds de la Réserve fédérale. Enfin, l'accroissement de l'incertitude liée à la guerre commerciale pourrait continuer de peser sur les décisions d'investissement des chefs d'entreprise. Ainsi, après un pic de croissance annuelle de l'investissement à 7.2% au deuxième trimestre 2018, celle-ci pourrait tomber à 4,6% en moyenne en 2019 et 2,2% en 2020.

En outre, le commerce extérieur pourrait entraver la croissance américaine. En fin d'année 2018, les importations devraient rester soutenues et les exportations ralentir à cause de l'appréciation passée du dollar. Si, en 2019, la croissance réelle des importations pourrait ensuite être amputée de 0.2 point de pourcentage (pp) en raison des hausses de tarifs douaniers¹, la progression des importations resterait tout de même soutenue par une consommation des ménages croissante et un dollar fort. Les exportations en revanche

2.1%

Inflation sous-jacente contenue en 2018

¹ Cette estimation est basée sur une élasticité prix des importations de -1.1 calculée par Dr. Mathilde Lemoine (cf. « À qui profite l'offensive commerciale américaine ? », juillet 2018)

souffriraient de l'appréciation de 9% du dollar depuis le mois d'avril. De fait, la balance commerciale pourrait retirer 0.5pp à la croissance en 2019.

LA DÉCÉLÉRATION DE L'ACTIVITÉ SERAIT TOUTEFOIS LIMITÉE EN 2019 PAR LE DYNAMISME DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET PUBLIQUE

Le marché du travail américain a continué à s'améliorer en 2018. Le taux de chômage est tombé à 3.7% en octobre, le taux de participation des 25-54 ans a augmenté à 82.5% et les travailleurs à mi-temps involontaires ont diminué de 3.1% de la population active en janvier 2018 à 2.8% en octobre. Si les tensions sur le marché du travail n'ont toutefois pas encore atteint leurs limites, notamment en raison d'un nombre encore important de personnes exclues du marché, mais disponibles pour travailler, l'accélération modérée des salaires nominaux devrait se poursuivre en 2019. Plus particulièrement, la baisse de l'inflation anticipée devrait soutenir une hausse des salaires réels (corrigés de l'inflation), après deux années consécutives de ralentissement. L'impact positif de la baisse des prix du pétrole s'ajouterait ainsi à un revenu disponible des ménages croissant, permettant une accélération de la consommation à 3.1% en 2019, après 2.8% en 2018.

En outre, les dépenses publiques devraient accélérer à 3.1% en 2019, après 1.9% en 2018. La hausse des dépenses discrétionnaires notamment dans le secteur de la défense et de la construction militaire pourraient stimuler la croissance. Selon nos estimations toutefois, ces dépenses ne devraient pas accroître considérablement le déficit public américain, en raison de recettes fiscales également en forte hausse. Le déficit pourrait ainsi passer de -3.9% du PIB en 2018 à -4.0% en 2019.

Dans ce contexte d'accélération modérée des salaires nominaux et de la consommation privée et d'un PIB en décélération, mais encore supérieur à son potentiel, l'inflation hors prix énergétiques et alimentaires pourrait légèrement augmenter. La hausse des barrières tarifaires devrait en outre ajouter 0.2pp à l'inflation en 2019 selon nos estimations. Toutefois, nous continuons à anticiper que les risques haussiers sur l'inflation restent contenus. La hausse du dollar devrait limiter la progression des prix importés, et l'accroissement des capacités de production, faisant suite à la hausse de l'investissement des

entreprises en machines et équipements, devrait modérer les tensions inflationnistes. Selon l'hypothèse d'un prix du pétrole à 60 dollars le baril (WTI), 0.2pp serait retranché de l'inflation totale. Elle diminuerait ainsi à 2.3% en 2019, après 2.5% en 2018.

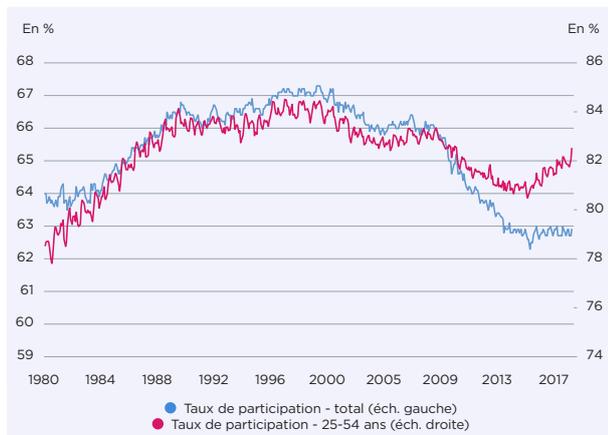
LA CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ DÉCÉLÉRERAIT POUR RETROUVER SON POTENTIEL EN 2020

En 2020, la croissance du PIB pourrait s'affaiblir jusqu'à 2.1%. L'impact des baisses d'impôt se dissiperait entièrement et le ralentissement de l'investissement des entreprises se poursuivrait, avec des conditions financières dégradées. En outre, le Congrès divisé pourrait avoir des difficultés à s'accorder sur l'augmentation des dépenses pour le budget 2020. Les plafonds de dépenses fédérales déterminés dans le Budget Control Act de 2011, visant à un assainissement des finances publiques, prévoient actuellement une forte baisse des dépenses pour 2020. Nous anticipons toutefois que les Démocrates et les Républicains s'entendraient sur certains points, notamment une hausse des dépenses en infrastructure et des baisses d'impôts pour la classe moyenne. Enfin, l'investissement résidentiel pourrait s'accroître en 2020, au vu du faible niveau de stock de logements existants et du nombre croissant de nouveaux ménages. L'inflation totale resterait stable à 2.3% en 2020.

Dans l'ensemble, la croissance du PIB pourrait ainsi rester relativement dynamique en 2019, dans un contexte de tensions inflationnistes contenues, avant de décélérer plus fortement en 2020. Nous anticipons par conséquent que la Fed porterait son taux Fed funds à 3.25% d'ici la fin de l'année 2019 et le maintiendrait à ce niveau en 2020. Les rendements Treasury à 10 ans atteindraient 3.35% et 3.30% à la fin des deux années respectives.

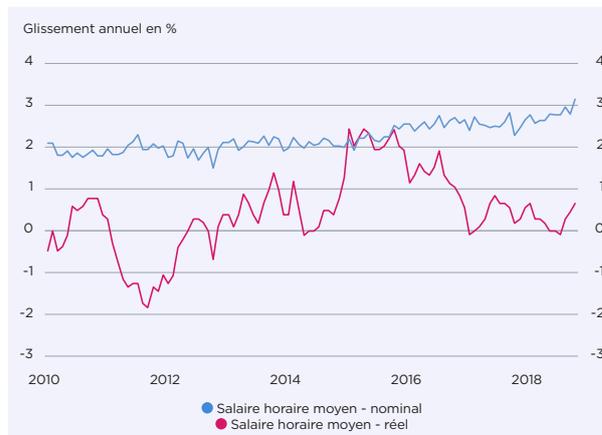
Alors que le plan de relance n'aura plus d'effet en 2020 et qu'aucun facteur significatif susceptible de stimuler la croissance n'est identifié, le risque pour les perspectives de croissance est baissier. Cependant, l'endettement encore relativement contenu des ménages - passé de 133.8% du revenu disponible en 2008 à 99.5% en 2018 - et la situation financière des entreprises - liquidités importantes, endettement à taux fixe et de longue durée - nous amène à considérer que, d'un point de vue des fondamentaux économiques, un ralentissement plus important serait évité.

Le taux de participation des 25-54 ans est encore inférieur à ses niveaux d'avant-crise



Sources: Thomson Reuters Datastream, BLS, Edmond de Rothschild Economic Research

Les salaires réels pourraient accélérer en 2019, après une croissance de 0.3% en 2018



Sources: Thomson Reuters Datastream, BLS, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f								2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	2,9	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,2	2,9	2,9	2,9	2,6	2,8	2,6	2,7	2,5	2,1	1,9
PIB (% trimestriel)	0,4	0,5	0,6	0,5	1,0	0,9	0,7	0,8		0,3	0,8	1,0	0,5	0,6		0,5	
Consommation privée	3,7	2,7	2,5	2,4	2,6	3,0	3,2	2,8	2,6	3,2	3,0	3,2	3,0	3,1	2,6	2,3	2,1
Consommation publique	1,9	1,4	-0,1	0,7	1,3	2,4	3,2	1,9	1,6	3,3	3,6	3,2	2,4	3,1	2,1	1,2	1,2
Investissement	3,4	1,7	4,8	5,2	5,8	5,0	5,4	5,4	5,7	5,2	4,6	4,5	2,7	4,3	4,5	2,4	3,1
Investissement résidentiel	10,2	6,6	3,3	0,2	1,3	0,4	-0,7	0,3		0,1	1,7	3,8	4,1	2,4		4,3	
Investissement non résidentiel	1,8	0,5	5,3	6,7	7,1	6,4	7,1	6,8		6,5	5,2	4,5	2,3	4,6		2,2	
Variations de stocks (contribution)	0,3	-0,6	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,3	0,1		-0,2	-0,2	0,0	0,1	-0,1		0,0	
Exportations	0,6	-0,1	3,0	4,3	5,7	3,9	3,6	4,4	4,5	3,8	3,4	2,7	2,7	3,2	2,8	3,0	2,8
Importations	5,5	1,9	4,6	4,9	4,2	5,7	5,5	5,1	5,5	4,9	5,0	5,0	4,3	4,8	3,7	3,1	3,2
Balance commerciale (contribution)	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	0,0	-0,5	-0,5	-0,3		-0,4	-0,4	-0,6	-0,4	-0,5		-0,2	
Balance courante (en % du PIB)	-2,2	-2,3	-2,3	-	-	-	-	-2,3	-2,4	-	-	-	-	-2,5	-2,6	-2,5	-2,5
Déficit budgétaire (en % du PIB)	-2,6	-3,3	-3,7	-	-	-	-	-3,9	-4,0	-	-	-	-	-4,0	-4,6	-3,7	-4,6
Chômage (%)	5,3	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,6	3,8	3,9	3,6	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6	3,4	3,7
Inflation globale	0,1	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,2	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
Fed - Fed Funds Rate	0,50	0,75	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,15	3,25	3,05
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0,68	0,83	1,39	2,27	2,53	2,82	2,90	2,63	2,64	3,05	3,20	3,35	3,35	3,24	3,18	3,30	3,31
Obligations souveraines à 10 ans (%)	2,13	1,83	2,33	2,74	2,86	3,06	3,15	2,95	2,97	3,25	3,35	3,40	3,40	3,35	3,38	3,30	3,49

* Consensus



ZONE EURO

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



La croissance du PIB ralentirait à 1.5 % en 2019 et 1.4 % en 2020

La demande intérieure soutiendrait l'activité économique

Les exportations souffriraient de l'appréciation de l'euro

La croissance du PIB en zone euro a poursuivi sa décélération en 2018 en raison de la baisse marquée des exportations, qui ont réagi à l'appréciation en change effectif réel de l'euro entre mars 2017 et novembre 2018, et du moindre dynamisme de la demande privée affectée par la hausse du prix de l'énergie. Le ralentissement se poursuivrait en 2019 malgré la stabilisation du prix du baril: la croissance des salaires stagnerait, tandis que l'inflation et l'investissement dans la construction ralentiraient. Néanmoins, les dépenses publiques contribueraient plus significativement à la croissance en zone euro.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE POURSUIVRAIT SON FLÉCHISSEMENT

La croissance du PIB atteindrait ainsi 1.8 % en 2018, 1.5 % en 2019 et 1.4 % en 2020. La consommation privée (54 % du PIB) serait soutenue par une croissance des salaires encore supérieure à 2 % - en raison d'un taux de chômage plus faible - et par le ralentissement de l'inflation en 2019 qui améliorerait le revenu disponible brut réel. L'accroissement des dépenses de consommation resterait cependant inférieur à 1.3 % en glissement annuel au cours des prochains trimestres. La consommation publique (20 % du PIB) serait

favorisée par les conditions financières toujours accommodantes. En particulier, l'effort budgétaire en Italie aurait un effet positif sur l'activité en zone euro équivalent à 0.02 point de PIB selon nos calculs, mais qui serait compensé par la contraction de sa demande privée.

LA CROISSANCE DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ SE MODÉRERAIT AU COURS DE 2019

Ainsi, son accroissement atteindrait 3.0 % en 2018, 2.8 % en 2019 et 2.6 % en 2020. La croissance de l'investissement en équipement ralentirait en raison du manque d'accélération de la consommation privée et des exportations ainsi que d'une moindre profitabilité expliquée par l'augmentation des salaires. La croissance de l'investissement dans la construction resterait soutenue par les dépenses publiques allemandes, mais faiblirait en France sous l'effet du recentrage des dispositifs fiscaux sur le marché résidentiel.

LA CROISSANCE DES EXPORTATIONS S'AFFAIBLIRAIT EN 2019

Cette décélération serait justifiée par l'appréciation de l'euro en taux de change effectif réel entre mars 2017 et novembre 2018 (+9.5 %), et par le ralentissement de l'activité économique américaine et chinoise fin 2019. La croissance des exportations atteindrait 3.5 % en 2018, 3.3 % en 2019 et 3.0 % en 2020. La croissance des importations devrait atteindre 3.9 % au second et troisième trimestre 2019 en raison du regain de la consommation privée sur cette même période. Par conséquent, la contribution de la balance commerciale deviendrait négative à partir du second semestre 2019, pour la première fois depuis 2016.

+9.5%

Appréciation de l'euro (taux de change effectif réel) depuis mars 2017

L'INFLATION SOUS-JACENTE AUGMENTERAIT GRADUELLEMENT

Celle-ci a atteint 1.1 % en octobre 2018 et atteindrait 1.4 % fin 2019 puis 1.5 % en 2020 en raison du maintien de la croissance des rémunérations par employé à 2 % en 2019. Cette dernière devrait rester contenue en raison d'une productivité toujours inférieure à 1 % et de la baisse limitée du taux de chômage de 8.2 % en 2018 à 7.9 % en 2020. L'inflation totale décélérerait en 2019 sous l'effet d'une contribution moins positive de l'énergie qui favoriserait le pouvoir d'achat réel. L'inflation totale et l'inflation sous-jacente atteindraient 1.5 % en 2020.

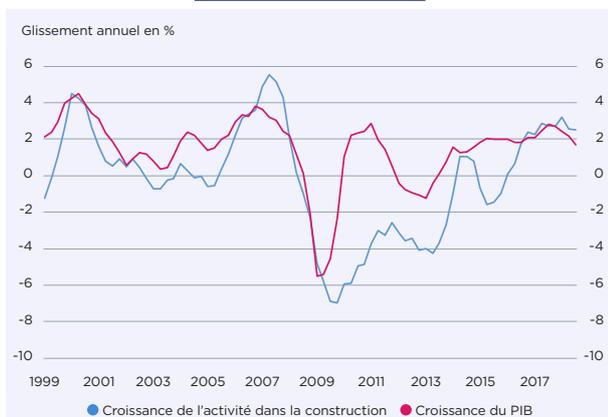
LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE RESTERAIT ACCOMMODANTE EN 2019

De nouvelles opérations de refinancement à long terme (TLTRO) pourraient être décidées en 2019 pour éviter que les fragilités des banques commerciales de certains pays n'induisent une remontée inopportune du coût du crédit. En 2020, la hausse graduelle de l'inflation sous-jacente, proche de la cible de stabilité de prix de 2 %, justifierait un resserrement progressif impliquant deux hausses des taux de 25 points de base en 2020.

LE RISQUE POLITIQUE EN ZONE EURO PERSISTERAIT

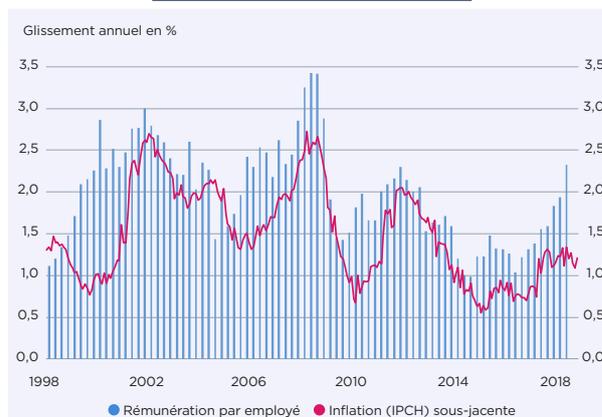
L'effet du Brexit sur la croissance du PIB en zone euro serait limité: les principaux partenaires européens du Royaume-Uni (Allemagne, Pays-Bas, France, Belgique) enregistreraient des pertes représentant 0.6 % à 0.8 % du total de leurs exportations sur une durée de trois ans selon nos calculs. Par ailleurs, le secteur financier européen bénéficierait de flux résultant de la perte du passeport financier par le Royaume-Uni et de la relocalisation des chambres de compensation traitant en euros. Toutefois, les élections européennes de mai 2019 pourraient aboutir à l'augmentation du nombre de députés européens issus de partis populistes qui remettrait en cause le respect de la discipline budgétaire au sein des États-membres, ce qui devrait alimenter l'incertitude politique et donc limiter l'appréciation de l'euro face au dollar américain au second trimestre 2019.

La moindre activité dans la construction pèserait sur la croissance du PIB



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Edmond de Rothschild Economic Research

Malgré la hausse des salaires, les pressions inflationnistes resteraient limitées



Sources: Thomson Reuters Datastream, BNS, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2015			2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	2,0	1,9	2,5	2,4	2,2	1,7	1,1	1,8	2,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,5	1,8	1,4	1,6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,4	0,4	0,2	0,1	-	-	0,6	0,5	0,2	0,2	-	-	-	-
Consommation privée	1,8	1,9	1,7	1,7	1,4	1,4	1,0	1,4	1,5	1,1	1,3	1,3	1,2	1,2	1,6	1,2	1,6
Consommation publique	1,3	1,8	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,5	1,5	1,6	1,4	1,4	1,2	1,3
Investissement	4,6	4,0	2,9	3,5	2,8	3,4	2,5	3,0	3,3	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6	2,1
- Investissement en équipement	5,2	5,8	5,3	5,5	6,6	3,5	3,0	4,6	-	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	-	3,1	-
- Investissement dans la construction	0,1	2,7	4,2	3,6	3,8	4,0	3,5	3,7	-	3,4	3,3	3,2	3,2	3,3	-	3,1	-
Variations de stocks (contribution)	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-	0,1	-
Exportations	6,3	3,0	5,4	3,8	3,8	3,5	3,0	3,5	3,1	3,5	3,3	3,3	3,2	3,3	3,6	3,0	3,2
Importations	7,4	4,2	4,0	2,7	2,8	3,6	3,5	3,1	2,9	3,7	3,9	3,9	3,8	3,8	4,0	3,4	3,6
Balance commerciale (contribution)	-0,2	-0,4	0,3	0,7	0,7	0,1	-0,1	0,4	-	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-	-0,1	-
Chômage (%)	10,4	9,6	8,6	8,5	8,2	8,1	8,1	8,2	8,3	8,0	8,0	7,9	7,9	8,0	7,9	7,9	7,7
Inflation globale	0,0	0,2	1,5	1,3	2,0	2,1	2,0	1,8	1,8	2,1	1,7	1,6	1,2	1,6	1,7	1,5	1,7
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55
Obligations souveraines Schatz 2 ans (%)	-0,25	-0,59	-0,72	-0,60	-0,67	-0,52	-0,60	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,40	-0,20	-0,43	-0,30	0,20	0,26
Obligations souveraines Bund 10 ans (%)	0,54	0,14	0,37	0,50	0,30	0,47	0,50	0,42	0,45	0,60	0,60	0,70	0,85	0,69	0,82	1,15	1,22

* Consensus

FRANCE

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



Rebond de la consommation privée en 2019 grâce au ralentissement de l'inflation

Décélération de la croissance de l'investissement en équipement

Contribution nulle du commerce extérieur à hausse du PIB en 2018, 2019 et 2020

En France, la croissance du PIB a ralenti en 2018 en raison de moindres dépenses des consommateurs, de la baisse des mises en chantier et du ralentissement des exportations. Un rebond de la consommation privée, en lien avec l'amélioration du pouvoir d'achat réel, est attendu en 2019, mais serait insuffisant pour éviter la poursuite de la décélération de la croissance du PIB à 1.6% en 2018, 1.3% en 2019 et 1.0% en 2020.

LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE POURRAIT REBONDIR EN 2019

La stabilisation des prix de l'énergie en 2019 devrait favoriser la hausse du pouvoir d'achat réel des ménages français. De plus, la baisse de la taxe d'habitation, des cotisations salariales pour les salariés et des exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires devraient contribuer positivement à la croissance du revenu disponible brut. Néanmoins, nous n'anticipons pas d'accélération notable de la croissance des salaires nominaux en raison d'une baisse limitée du taux de chômage de 9.2%, en moyenne sur 2018, à 9.0% en 2020 et du ralentissement des créations d'emplois dans le secteur des services.

LA DYNAMIQUE DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ DEVRAIT POURSUIVRE SON FLÉCHISSEMENT

La croissance de l'investissement privé devrait ralentir à 2.9% en 2018, 1.8% en 2019 et 2020. L'an prochain, le remplacement du dispositif Crédit Impôt Compétitivité Emploi (CICE), par une baisse des cotisations pour les entreprises, ainsi que la baisse du taux d'imposition pour certaines sociétés permettraient d'améliorer significativement la trésorerie des entreprises. Néanmoins, le climat des affaires s'est détérioré dans les principaux sous-secteurs de l'industrie manufacturière en raison de la baisse des carnets de commandes étrangers, ce qui impliquerait une plus faible croissance des investissements en équipement. Par ailleurs, le secteur de la construction devrait ralentir en raison du marché du logement résidentiel qui pâtirait du recentrage des dispositifs fiscaux d'incitation à l'achat. Les mises en construction ont en effet entamé un ralentissement de 6.3% sur un an, tandis que les permis de construire se sont réduits de -0.5% sur un an.

LA CONTRIBUTION DU COMMERCE EXTÉRIEUR AU PIB SERAIT NULLE JUSQU'EN 2020

En moyenne sur les années 2019 et 2020, la croissance des importations se maintiendrait à 2.6% et celle des exportations à 2.8%. Ces dernières se modèreraient compte-tenu (1) de l'appréciation de l'euro en change effectif réel de 10% depuis 2017 qui pénalise leur compétitivité prix et (2) du ralentissement de la croissance américaine au second semestre 2019 et en 2020 qui réduirait la demande adressée à l'économie française.

UNE DETTE PUBLIQUE TOUJOURS TRÈS ÉLEVÉE

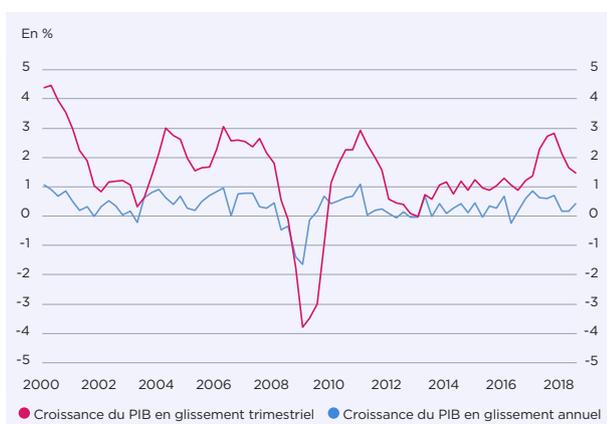
La part de la dette publique dans le PIB est restée élevée à 99.1% du PIB, en raison du reclassement de la dette de la « SNCF réseau » en administration publique sur l'année 2017 et de la moindre réduction du déficit public qui a été réévaluée à -2.8% du PIB. En excluant le coût lié au remplacement du CICE en baisse de charges, le déficit structurel ne se réduirait que de 0.2 point de PIB - un niveau insuffisant pour la Commission euro-

0

Contribution du commerce extérieur au PIB en 2018, 2019 et 2020

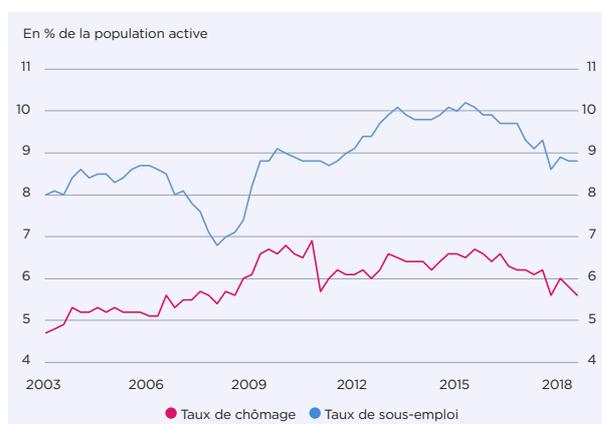
péenne qui a appelé à davantage d'ajustement budgétaire ce qui devrait limiter les marges de manœuvre du gouvernement pour mener de nouvelles politiques de soutien à l'activité économique en 2019 et 2020.

La croissance du PIB a poursuivi sa décélération



Sources : Thomson Reuters Datastream, INSEE, Edmond de Rothschild Economic Research

Le taux de chômage est proche de son niveau structurel



Sources : Thomson Reuters Datastream, INSEE, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f			2019f				2020f									
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	1,0	1,1	2,3	2,1	1,7	1,5	1,3	1,6	1,7	1,0	1,6	1,4	1,2	1,3	1,7	1,1	1,6
PIB (% trimestriel)	-	-		0,2	0,2	0,4	0,6	-	-	-0,1	0,7	0,2	0,4	-	-	-	-
Consommation privée	1,3	1,8	1,2	1,3	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	1,5	1,4	1,7	1,3	1,6	1,2	1,6
Consommation publique	1,0	1,4	1,4	1,1	1,0	0,8	0,6	0,9	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,1	1,3	1,6	1,2
Investissement	0,9	2,7	4,7	3,2	3,3	2,8	2,1	2,9	2,8	2,4	1,9	1,6	1,7	1,9	2,5	1,9	2,1
- Sociétés et SNF	3,0	3,2	4,4	3,4	4,3	4,2	3,3	3,8	-	3,6	2,8	1,9	1,9	2,5	-	2,5	-
- Ménages hors EI	-1,5	2,8	5,6	3,4	2,0	0,8	0,2	1,6	-	0,1	0,4	0,9	1,2	0,7	-	0,7	-
Variations de stocks (contribution)	0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-	-0,1	-
Exportations	4,4	1,5	4,7	5,7	3,0	2,7	1,1	3,1	3,3	2,2	3,0	2,9	2,9	2,8	3,3	2,8	2,7
Importations	5,7	3,1	4,1	1,4	2,4	0,8	1,5	1,5	2,2	2,7	2,6	2,8	2,3	2,6	1,7	2,6	2,6
Balance commerciale (contribution)	-0,2	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,1	0,0	-	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-	0,0	-
Chômage (%)	10,2	10,0	9,1	9,2	9,1	9,3	9,3	9,2	-	9,2	9,1	9,0	9,0	9,1	-	9,0	-
Inflation globale	0,1	0,3	1,2	1,7	2,3	2,5	2,5	2,3	2,3	2,5	2,0	1,8	1,6	2,0	2,0	1,6	1,6
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55
Obligations souveraines OAT 2 ans (%)	-0,18	-0,51	-0,48	-0,49	-0,45	-0,36	-0,40	-0,42	-0,41	-0,35	-0,35	-0,20	0,00	-0,23	-0,06	0,40	0,67
Obligations souveraines OAT 10 ans (%)	0,86	0,48	0,81	0,72	0,67	0,80	0,83	0,73	0,76	0,90	0,90	1,00	1,15	0,99	1,11	1,45	1,67

* Consensus

ALLEMAGNE

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



La consommation privée sera soutenue par la hausse des salaires réels

Les dépenses publiques devraient augmenter ces prochaines années

Les exportations souffriraient d'une moindre compétitivité-coût

L'accroissement du PIB a ralenti à 1.2% au troisième trimestre 2018. La croissance de la demande privée et du commerce extérieur a décéléré en raison de l'appréciation réelle de l'euro en 2017 et 2018, des incertitudes sur le commerce international et des conditions climatiques qui ont peu favorisé les dépenses en énergie et le secteur de la construction. La croissance de l'investissement en équipement devrait baisser en 2019, tandis que la consommation privée demeurerait la principale contribution au PIB avec les dépenses publiques.

LA CROISSANCE DU PIB ALLEMAND ATTEINDRAIT 1.7% EN 2018

Le glissement trimestriel du PIB s'est ainsi contracté au troisième trimestre 2018 en raison de la baisse des exportations et de l'introduction de nouveaux tests techniques sur les nouveaux véhicules qui ont conduit les producteurs à baisser leur production pour ne pas accumuler de stock.

LA CONSOMMATION SERAIT LE PRINCIPAL PILIER DE LA CROISSANCE ALLEMANDE

La consommation privée a été soutenue par la hausse des rémunérations par employé proche de 3% en 2018, en raison de l'augmentation des

salaires négociés. En 2019, les salaires effectifs poursuivraient leur hausse: le taux de chômage diminuerait de 3.5% à 3.3%, tandis que le taux d'emploi devrait rester élevé (65.5%). Enfin, la stabilisation du prix du baril devrait contenir les pressions inflationnistes ce qui améliorerait le pouvoir d'achat réel des ménages allemands.

LES DÉPENSES PUBLIQUES AUGMENTERAIENT DE 1.2% CES DEUX PROCHAINES ANNÉES

Le gouvernement allemand a ainsi prévu d'investir 1% du PIB chaque année, entre 2019 et 2022, dans les secteurs des infrastructures, de la défense, de la sécurité, de l'éducation et de la recherche. D'autres dépenses, financées par les précédents excédents budgétaires, devraient favoriser l'accès à la propriété de logement neuf, l'augmentation des allocations familiales et des pensions de retraite. La dette publique atteindrait ainsi 55.0% du PIB en 2020 contre 70.8% en 2015.

L'INVESTISSEMENT DEVRAIT ÊTRE LE PRINCIPAL POINT D'INQUIÉTUDE

L'investissement en équipement devrait décélérer en raison des incertitudes sur le commerce international. Si les taux d'utilisation des capacités productives sont à des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme, les carnets de commandes ont néanmoins significativement diminué. Par ailleurs, la productivité par tête est restée inférieure à la hausse des coûts salariaux unitaires, ce qui a réduit les taux de marge des entreprises. Le secteur de la construction pourrait limiter sa décélération grâce à la construction de nouveaux logements sociaux et par les dispositifs d'incitation à l'acquisition de logements neufs pour les familles.

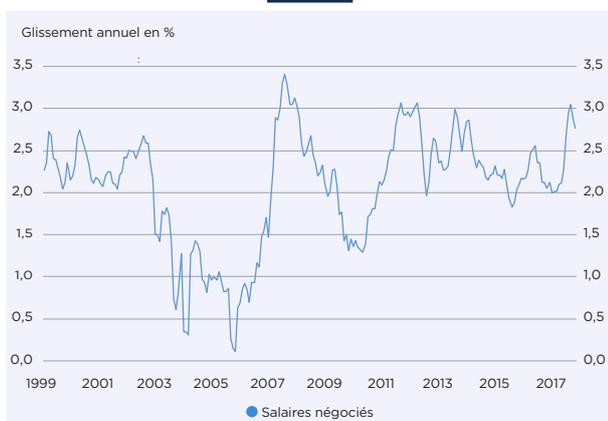
3.3%

Taux de chômage structurel

LA BALANCE COMMERCIALE NE CONTRIBUERAIT QUE FAIBLEMENT À LA CROISSANCE DU PIB

Les exportations seraient affectées par la poursuite de l'appréciation de l'euro en taux de change effectif réel et par la baisse de la demande américaine, au second semestre 2019. La croissance des importations resterait soutenue en raison de la demande privée intérieure. Le climat d'incer-

La croissance des salaires a augmenté en 2018



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Edmond de Rothschild Economic Research

titude sur une hausse des droits de douane par l'administration américaine pourrait affecter la compétitivité-coût des exportations allemandes. Le secteur automobile gagnerait davantage à aligner ses tarifs douaniers sur ceux américains plutôt qu'à conserver les conditions actuelles. Dans ce contexte, la capacité de la Commission européenne à négocier sur le commerce international devrait rester un élément déterminant de la conjoncture économique allemande.

La production industrielle a fortement décéléré au second semestre 2018



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f								2019f						2020f		
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	1,5	2,2	2,5	2,0	1,9	1,2	1,5	1,7	1,9	1,4	1,6	1,8	1,6	1,6	1,8	1,6	1,5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,4	0,5	-0,2	0,9	-	-	0,3	0,6	0,0	0,6	-	-	-	-
Consommation privée	1,6	1,9	2,0	1,6	1,1	1,0	1,0	1,2	1,4	1,0	1,1	1,6	1,7	1,4	1,7	1,4	1,6
Consommation publique	2,9	4,0	1,6	0,8	1,0	1,0	0,7	0,9	1,1	1,0	1,2	1,2	1,4	1,2	1,8	1,2	1,6
Investissement	-0,5	5,3	3,6	3,9	5,4	4,2	4,0	4,4	3,3	3,1	1,8	1,7	0,8	1,9	2,8	1,8	2,1
- Sociétés et SNF	3,2	2,1	4,6	6,8	4,4	2,5	2,0	3,9	-	2,0	2,7	2,8	2,9	2,6	-	3,3	-
- Ménages hors EI	-2,0	3,5	3,8	2,5	2,4	2,2	1,8	2,2	-	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	-	2,1	-
Variations de stocks (contribution)	-0,3	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,2	0,0	0,3	-	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-	0,0	-
Exportations	4,7	2,1	5,3	3,7	3,3	2,4	3,5	3,2	3,0	3,5	3,8	3,8	3,5	3,7	3,3	3,6	3,1
Importations	5,2	4,0	5,3	3,6	3,6	3,7	4,0	3,7	3,6	4,0	3,5	3,5	3,6	3,6	4,1	3,5	3,6
Balance commerciale (contribution)	-0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,4	-0,2	0,8	0,0	-	0,0	0,0	-0,2	0,6	0,1	-	0,1	-
Chômage (%)	4,5	3,8	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	-	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3	-	3,2	-
Inflation globale	0,2	0,4	1,6	1,5	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5	1,5	1,6	1,8	1,6	1,8
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55
Obligations souveraines Schatz 2 ans (%)	-0,25	-0,59	-0,72	-0,60	-0,67	-0,52	-0,60	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,40	-0,20	-0,43	-0,30	0,20	0,26
Obligations souveraines Bund 10 ans (%)	0,54	0,14	0,37	0,50	0,30	0,47	0,50	0,42	0,45	0,60	0,60	0,70	0,85	0,69	0,82	1,15	1,22

* Consensus

ESPAGNE

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



Forte augmentation des coûts salariaux en 2019

La demande intérieure serait affectée par les futures hausses d'impôts

Les exportations souffriront d'une baisse de l'activité en zone euro

L'activité espagnole a décéléré progressivement depuis fin 2017 sous l'effet du fort ralentissement des exportations résultant de l'appréciation de l'euro. De plus, les dépenses de consommation ont été limitées par la hausse des prix de l'énergie. La croissance économique poursuivrait sa baisse à 2.2% en 2019 et 1.7% en 2020.

LA CONSOMMATION PRIVÉE RALENTIRAIT EN 2019

Une partie de la population pourrait bénéficier des mesures mises en œuvre par le nouveau gouvernement. D'une part l'indexation des retraites sur l'inflation permettrait un maintien du pouvoir d'achat réel. D'autre part, la hausse du salaire minimum de 22.3% en 2019 devrait permettre une augmentation annuelle de 2.5% des salaires en 2019, également favorisée par la baisse du taux de chômage. Toutefois, le gouvernement a prévu d'augmenter l'impôt sur le revenu de 2% pour les revenus supérieurs à 130'000 euros par an et de 4% pour ceux supérieurs à 300'000 euros, tout en augmentant l'impôt sur le patrimoine de 2.5% à 3.5% pour les fortunes supérieures à 10 millions d'euros. L'effet net serait négatif et contribuerait à la décélération de la croissance de la consommation privée en 2019 et 2020.

L'INCERTITUDE SUR LE COÛT DU TRAVAIL DEVRAIT RESTER FORTE POUR LES ENTREPRISES

Le nouveau gouvernement espagnol est revenu sur les deux principaux accords initialement négociés avec les entreprises. Le premier portait sur la hausse du salaire minimum de 2% sur la partie fixe et de 1% sur la partie variable au maximum en 2019 en fonction de l'évolution de la productivité des travailleurs et du niveau d'absentéisme. Le second faisait suite à l'engagement du gouvernement précédent pour que les accords-entreprises prévalent sur les conventions collectives lors de l'échéance de ces dernières. Or, le Premier ministre P. Sanchez est revenu sur ces deux décisions en augmentant plus significativement le salaire minimum et en reportant cette hausse sur la seule partie fixe et en réaffirmant la primauté des conventions collectives.

LA FISCALITÉ DEVIENDRAIT PLUS CONTRAIGNANTE POUR LES ENTREPRISES

L'instauration d'un taux plancher à 15% pour l'impôt sur les bénéfices, à 18% pour les compagnies pétrolières et les banques, à 15% pour les sociétés immobilières et la mise en place d'une taxe de 5% sur les dividendes réalisés à l'étranger alimenteraient la pression fiscale. Seules les PME bénéficieraient d'une baisse des impôts sur les bénéfices de 25% à 23%. Ces mesures auraient un effet net négatif sur l'évolution des marges des entreprises et donc contribueraient à la décélération de leurs investissements en équipement en 2019 et 2020.

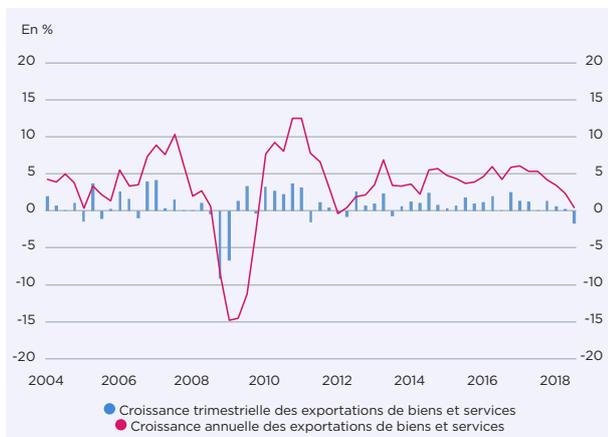
LE SECTEUR EXPORTATEUR A RALENTI EN RAISON DU TOURISME ET DU COMMERCE MONDIAL

Les exportations devraient décélérer de 5.2% en 2017 à 1.7% en 2018. La baisse de l'activité chez les partenaires commerciaux européens devrait par ailleurs contribuer à une décélération supplémentaire de la croissance annuelle moyenne des exportations en 2019 et 2020. En revanche, la modération des importations permettrait que le commerce extérieur ne pèse pas sur la croissance au cours de ces années.

0.4%

Hausse des exportations sur un an

La baisse de l'activité en Europe pèserait sur les exportations



Sources: Thomson Reuters Datastream, INE, Edmond de Rothschild Economic Research

Les prix des logements ont augmenté de 6.2% sur un an



Sources: Thomson Reuters Datastream, INE, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel				2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5	2,5	2,1	2,5	2,7	2,3	2,5	2,2	1,9	2,2	2,3	1,7	1,9
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,6	0,6	0,6	0,0	-	-	0,7	0,8	0,3	0,1	-	-	-	-
Consommation privée	3,0	2,9	2,5	3,1	2,3	2,0	1,7	2,3	2,3	1,7	2,0	1,8	1,4	1,7	2,0	1,3	1,8
Consommation publique	2,0	1,0	1,9	2,4	1,9	2,1	1,4	1,9	2,0	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,6	1,0	1,2
Investissement	9,0	2,5	5,4	4,3	7,8	6,6	5,0	5,9	5,1	5,3	5,2	4,4	4,4	4,8	3,8	3,4	2,5
Variations de stocks (contribution)	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	-	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	-	0,0	-
Exportations	4,2	5,2	5,2	3,4	2,3	0,4	0,5	1,7	2,9	0,8	0,8	1,0	0,7	0,8	3,5	0,6	3,6
Importations	5,4	2,9	5,6	4,7	5,2	2,0	1,0	3,2	3,6	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0	3,7	0,8	3,6
Balance commerciale (contribution)	-0,2	0,8	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,7	-0,3	-	-0,2	-0,2	-0,2	0,6	0,0	-	0,0	-
Chômage (%)	20,9	18,6	16,6	16,7	15,3	14,6	14,3	15,2	15,4	14,0	13,8	13,7	13,4	13,7	14,1	13,0	13,2
Inflation globale	-0,6	-0,3	2,0	1,3	2,3	2,3	2,1	2,0	1,8	2,1	1,8	1,5	1,2	1,7	1,7	1,2	1,6
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55

* Consensus

ITALIE

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



Les dépenses budgétaires auraient un effet négatif sur la demande privée

La dégradation du déficit public italien n'impliquerait pas d'effet contagion

La hausse des taux souverains italiens limiterait la croissance des prêts au secteur privé

Le ralentissement de la croissance du PIB italien s'est accentué à 0.8% en glissement annuel au troisième trimestre 2018 contre 1.6% en 2017, en raison de moindres dépenses de consommation et exportations. En 2019, la hausse des taux d'intérêt affecterait les volumes de prêts au secteur privé. La relance budgétaire italienne aurait un effet positif sur la consommation publique, mais négatif sur la demande privée.

UNE RELANCE BUDGÉTAIRE SANS EFFET POSITIF NET SUR LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Le projet budgétaire italien a mentionné de nouvelles dépenses budgétaires de 0.8 point de PIB pour 2019 qui auront un effet positif sur la consommation privée, mais négatif sur l'investissement privé. En retenant un multiplicateur fiscal de 0.5 en raison de la faiblesse du cycle économique italien, la contribution positive à la croissance italienne atteindrait 0.4 point de PIB. Néanmoins cet effet serait plus que compensé par la hausse des taux 10 ans de 160 points de base depuis mai 2018 dont l'effet négatif sur la demande intérieure privée atteindrait 0.6 point de PIB. La croissance du PIB poursuivrait ainsi son ralentissement à 1.0% en 2018, 0.7% en 2019 et 0.4% en 2020.

LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT VA PESER SUR LA CROISSANCE DES CRÉDITS

Une hausse des taux d'intérêt souverains a historiquement induit un renforcement du coût de financement des banques. Ces dernières, pour préserver leurs marges, l'ont généralement répercuté sur les frais financiers à leurs clients, ce qui a pesé sur l'évolution du crédit sans que pour autant les taux des prêts n'aient augmenté. En revanche, d'éventuelles nouvelles opérations de refinancement à long terme de la BCE apporteraient des liquidités à faible coût aux banques, ce qui pourrait limiter le ralentissement du crédit.

LA DEMANDE INTÉRIEURE PRIVÉE DÉCÉLERAIT FORTEMENT

En dépit d'une faible croissance des débouchés, les entreprises italiennes devraient poursuivre les embauches qui seront, en partie, favorisées par la réduction de l'impôt sur les sociétés (de 24% à 15%) sous condition que les profits soient réinvestis en équipements et créent de l'emploi. Par conséquent, le taux de chômage devrait diminuer, mais sans impliquer de pressions salariales significatives. Le secteur de la construction (près de 18% du PIB), devrait ralentir: le marché résidentiel italien serait négativement affecté par les conditions financières défavorables et le stock de logements invendus qui a reporté la reprise des prix. Par conséquent, l'investissement résidentiel ralentirait également. Aussi, la consommation privée serait seulement soutenue par la hausse des transferts sociaux et l'augmentation modérée des salaires. L'éventuelle instauration d'un revenu universel aurait un impact macroéconomique inférieur à 0.1 point de PIB. Ces effets positifs resteraient insuffisants pour compenser l'effet négatif de la hausse des taux souverains italiens sur la demande privée.

+160 pb

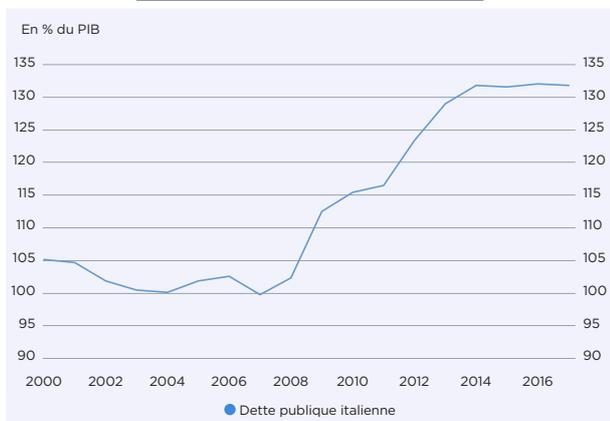
Hausse du taux d'emprunt souverain à 10 ans italien depuis mars 2017

L'INCERTITUDE SUR LE BUDGET ITALIEN SERAIT SANS EFFET CONTAGION

Les discussions entre le gouvernement italien et la Commission européenne limiteraient l'appréciation de l'euro début 2019, mais n'impliqueraient pas un effet contagion sur le marché des dettes souveraines. Par ailleurs, à l'approche des élections européennes de mai 2019 qui pourrait

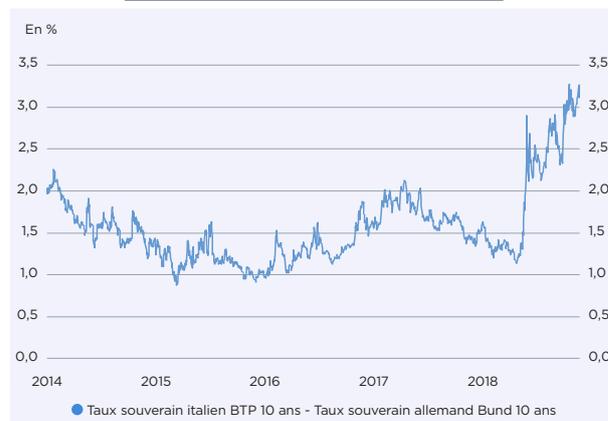
voir les gouvernements populistes augmenter leur représentativité, la Commission européenne pourrait se montrer prudente vis-à-vis du gouvernement italien. L'effet contagion sur les autres marchés souverains européens pourrait rester limité et ne pas induire de fortes hausses sur les taux souverains des autres pays de la zone euro grâce à la politique de réinvestissement de la BCE.

Le risque d'insoutenable de la dette publique a augmenté malgré un niveau stable depuis 2014



Sources : Datastream Thomson Reuters, Eurostat, Edmond de Rothschild Economic Research

L'écart de taux souverain a augmenté de 200 points de base depuis avril 2018



Source : Thomson Reuters Datastream Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2015			2016			2017			2018f				2019f				2020f	
	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*					
PIB	0,8	1,3	1,6	1,3	1,2	0,8	0,7	1,0	1,1	0,5	0,6	0,7	0,8	0,7	1,1	0,4	1,0		
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,3	0,2	0,0	0,2	-	-	0,0	0,4	0,1	0,3	-	-	-	-		
Consommation privée	1,9	1,3	1,5	0,9	0,8	0,4	1,0	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4	0,2	0,9	1,1	0,7	1,2		
Consommation publique	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,5	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,8	0,5	1,2	0,4		
Investissement	1,9	3,7	4,4	4,9	6,3	1,0	0,9	4,5	3,9	0,9	0,5	0,5	0,5	1,2	1,8	-0,2	1,5		
Variations de stocks (contribution)	0,0	-0,3	-0,2	0,4	0,2	0,3	0,7	0,0	-	0,1	-0,2	0,0	0,0	-	-	-	-		
Exportations	4,1	2,3	6,3	1,0	0,9	1,0	1,2	0,2	0,4	1,1	1,0	0,8	0,8	2,0	3,0	1,6	2,9		
Importations	6,7	3,9	5,6	1,6	1,9	1,2	1,0	0,8	1,6	1,1	1,0	1,4	1,3	2,3	3,5	2,4	3,1		
Balance commerciale (contribution)	-0,6	-0,4	0,3	0,0	-0,5	0,6	-0,3	-0,1	-	0,5	-0,3	0,3	-0,3	0,0	-	0,0	-		
Chômage (%)	11,6	11,7	10,9	10,8	10,6	10,1	10,0	10,4	10,7	9,9	10,0	10,1	10,1	10,1	10,5	10,1	10,2		
Inflation globale	0,1	-0,1	1,3	0,9	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3	1,6	1,3	1,0	0,9	1,2	1,4	1,0	1,3		
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26		
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55		

* Consensus

LUXEMBOURG

► LISA TURK - ÉCONOMISTE ÉTATS-UNIS
ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



L'activité luxembourgeoise pourrait se modérer à 2.9 % en 2019...

...freinée par la décélération en zone euro et de moindres investissements

La consommation des ménages dynamique limiterait le ralentissement du PIB

Au premier semestre 2018, la croissance annuelle luxembourgeoise a réaccélééré à 3.2 % en moyenne après 1.6 % seulement en 2017. Si la consommation des ménages, qui a augmenté de 2.3 % en 2017 à 4.3 % au premier semestre 2018, a soutenu cet accroissement de l'activité, ce sont avant tout les exportations qui ont stimulé le PIB au premier semestre. Plus particulièrement, les exportations de services ont augmenté de 8.0 % au début de l'année 2018. L'inflation est restée relativement stable en moyenne à 2.0 % en 2018, après 2.1 % en 2017. La croissance du PIB devrait atteindre 3.1 % en 2018 puis décélérer à 2.9 % en 2019 et à 2.8 % en 2020.

EN 2019, LA DÉCÉLÉRATION DE L'ACTIVITÉ LUXEMBOURGEOISE SERAIT LIMITÉE PAR UNE CONSOMMATION DYNAMIQUE

La croissance économique pourrait ralentir à 2.9 % en 2019. Ce fléchissement du PIB serait toutefois limité par une consommation des ménages dynamique. L'indexation des salaires à l'inflation a déclenché une nouvelle majoration des revenus de 2.5 % le 1er août 2018. Le salaire social minimum mensuel a ainsi augmenté de 1998 à 2048 euros pour les emplois non qualifiés, et de 2398 à 2458 euros pour les emplois qualifiés. Si l'indexation des salaires est généralement répercutée directement sur les

prix de certains services, l'inflation sous-jacente n'a augmenté que de 0.4 point de pourcentage depuis juillet pour atteindre 1.2 % en octobre. La consommation des ménages pourrait donc être stimulée par la hausse du revenu disponible, par un marché du travail dynamique ainsi que par la baisse des prix de l'énergie. Cette accélération resterait toutefois limitée dans la mesure où l'impact positif de la réforme fiscale pour les ménages se dissiperait en 2019.

De même qu'en zone euro, l'investissement des entreprises luxembourgeoises pourrait ralentir en 2019 malgré les conditions financières avantageuses et les taux d'utilisation des capacités élevés. En effet, les enquêtes auprès des chefs d'entreprises dépeignent une confiance dégradée. Par ailleurs, l'impact positif de la baisse de l'impôt sur les sociétés de 21 % à 18 % appliquée en 2017 et 2018 devrait s'estomper en 2019. Enfin, le ralentissement anticipé en zone euro en 2019 pourrait peser sur la croissance luxembourgeoise, de concert avec la dégradation des perspectives sur les marchés financiers qui pourraient détériorer le secteur financier. En effet, le Luxembourg étant une économie ouverte, la demande domestique seule ne devrait pas suffire pour stimuler la croissance. En 2020 viendrait s'ajouter la modération de l'emploi et la moindre contribution de la consommation privée qu'il engendrerait. La croissance du PIB atteindrait 2.8 %.

LE NOUVEAU GOUVERNEMENT DÉVOILERA SON PROGRAMME AVANT NOËL 2018

Suite aux élections législatives du 14 octobre 2018, Xavier Bettel, Premier ministre sortant, a été désigné formateur du nouveau gouvernement de coalition par le Grand-Duc. Alors que les négociations se poursuivent entre le parti démocrate-libéral (DP), le parti socialiste

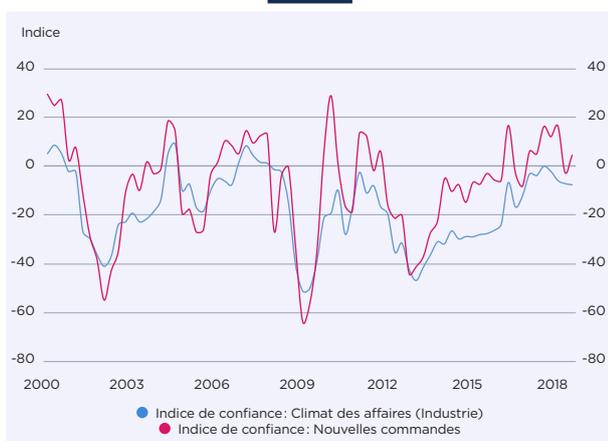
2.5%

Hausse des salaires en août par indexation

(LSAP) et les Verts (déli Gréng), la composition et le programme du nouveau gouvernement pour les cinq prochaines années devraient être dévoilés avant la fin de l'année 2018. Tandis que cette même coalition a augmenté d'en moyenne 8.4% par an l'investissement public depuis 2014 et a instauré des baisses d'impôt, les finances

publiques sont néanmoins restées saines. Le surplus budgétaire atteindrait 1.5 % du PIB en 2018. Enfin, la coalition devrait pouvoir s'accorder sur de nombreux sujets, notamment une plus grande flexibilité du temps de travail pour les salariés et davantage d'investissement public dans la mobilité.

La confiance des entreprises s'est détériorée en 2018



Sources: Thomson Reuters Datastream, CE, Edmond de Rothschild Economic Research

Malgré l'indexation des salaires en août 2018, l'inflation sous-jacente est restée contenue



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Statec, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel				2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	4,0	2,4	1,6	3,3	3,1	2,8	3,3	3,1	3,5	3,1	3,1	2,8	2,7	2,9	3,2	2,8	3,0
Inflation	0,1	0,0	2,1	1,2	1,9	2,5	2,7	2,1	1,9	2,3	2,2	1,7	1,5	1,9	2,0	1,8	1,8
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux de refinancement	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55

* Consensus

PORTUGAL

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE ZONE EURO



Le pouvoir d'achat réel a diminué moins fortement que dans le reste de la zone euro

Les exportations devraient ralentir malgré une compétitivité hors prix favorable

La politique d'assainissement des finances publiques s'est poursuivie

La croissance du PIB au Portugal a ralenti au premier semestre 2018 en raison du moindre dynamisme du secteur exportateur. L'inflation a affecté le pouvoir d'achat réel contribuant à une augmentation de la consommation privée. Le ralentissement attendu de l'économie en zone euro, qui compte comme le principal partenaire commercial, devrait freiner la croissance portugaise dès 2019.

LA CROISSANCE DU PIB A RALENTI EN 2018, MAIS A BÉNÉFICIÉ DE PLUSIEURS RELAIS DE CROISSANCE

Les réformes structurelles associées au plan d'aide du FMI ont eu un effet positif et significatif sur l'amélioration de la compétitivité prix. Le coût du travail a ainsi baissé de 6.6 % depuis avril 2011. La fiscalité sur les entreprises portugaises est restée attrayante suite à la baisse du taux d'impôt sur les sociétés à 21 % en 2015 et celle sur les contributions à la sécurité sociale de 1.25 point en 2017. Surtout, la politique d'investissement menée par le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) a soutenu les investissements à hauteur de 2.26 milliards d'euros, tandis que près de 5.1 milliards d'euros d'investissement seraient encore générés d'ici 2020.

UNE MOINDRE DEMANDE ADRESSÉE DE LA PART DES PARTENAIRES COMMERCIAUX EUROPÉENS

Si le Portugal a bénéficié d'une amélioration notable de sa compétitivité-prix (baisse du coût du travail) et hors prix (montée en gamme notamment dans le secteur du textile), ces efforts ne seraient pas suffisants pour compenser le ralentissement de l'activité chez ses principaux partenaires commerciaux (25.2 % des exportations à destination de l'Espagne, 12.5 % vers la France, 11.4 % vers l'Allemagne et 6.6 % vers le Royaume-Uni). En raison de la dépendance de l'économie portugaise aux exportations (46 % du PIB en 2017), nous anticipons une décélération de la croissance du PIB à 1.7 % en 2019 et 1.5 % en 2020.

L'ASSAINISSEMENT DES FINANCES PUBLIQUES SE POURSUIVRAIT

Le déficit public budgétaire portugais atteindrait -0.2 % du PIB selon le projet de plan budgétaire soumis à la Commission européenne. Les nouvelles dépenses représenteraient 0.6 % de PIB (hausse des pensions, des prestations aux personnes en incapacité, injection de capitaux dans Novo Banco), tandis que celles déjà intégrées dans le précédent budget seraient réduites par les intérêts sur les placements et une meilleure gestion des dépenses publiques qui permettraient de ramener le coût total des dépenses à 0.3 % du PIB. Enfin, les revenus augmenteraient à hauteur de 0.1 % de PIB grâce notamment aux fonds structurels européens et aux versements des dividendes par la Banque Centrale du Portugal. Ainsi, la trajectoire de la dette publique a atteint 124.9 % du PIB au second trimestre 2018 contre 128.8 % en 2015.

-6.6%

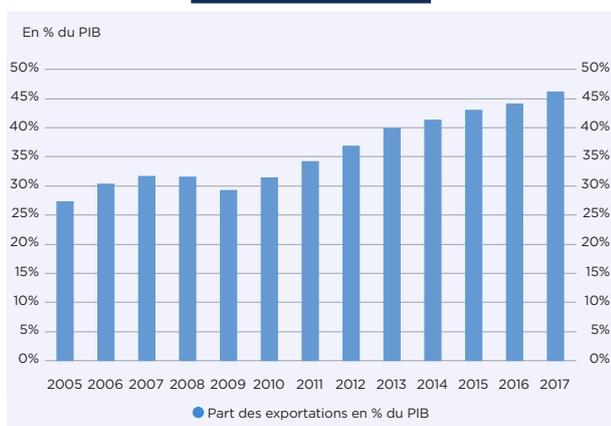
Baisse du coût du travail depuis 2011

LES COÛTS DES MESURES ANTI-AUSTÉRITÉ ONT ÉTÉ PLUS QUE COMPENSÉS PAR LA HAUSSE DES RECETTES PUBLIQUES

Depuis son élection en 2015, la nouvelle coalition a pu bénéficier d'un environnement économique et financier favorable. La croissance économique a accéléré de 1,8 % en 2015 à 2,8 % en 2017, le déficit budgétaire s'est réduit de -4,4 % du PIB en 2015 à -3,0 % du PIB en 2017, la dette

publique a baissé de 128,8 % à 124,8 % du PIB, tandis que le taux de chômage s'est contracté de 12,2 % en 2015 à 6,7 % au second trimestre 2018. Néanmoins, la poursuite de la décélération de la croissance du PIB en zone euro contribuerait à des fondamentaux moins favorables tandis que l'endettement du secteur public et celui du secteur privé restent toujours élevés et devraient présenter un risque en cas de ralentissement trop brutal de l'activité.

La part des exportations dans le PIB a augmenté de 15 points depuis 2010



Sources: Thomson Reuters Datastream, INE, Edmond de Rothschild Economic Research

La croissance annuelle du crédit aux entreprises est positive depuis juillet 2018



Sources: Thomson Reuters Datastream, Banque Centrale Portugal, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2017			2018f					2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	1,8	1,9	2,8	2,2	2,4	1,0	2,0	1,9	2,1	1,5	1,6	1,9	1,8	1,7	1,9	1,5	1,5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,4	0,6	-0,8	1,8	-	-	0,0	0,6	1,9	1,8	-	-	-	-
Consommation privée	2,1	2,5	2,4	2,2	2,8	2,0	2,2	2,3	-	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	-	1,6	-
Consommation publique	1,3	0,8	0,2	0,7	0,9	0,6	0,6	0,7	-	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3	-	0,1	-
Investissement	5,8	2,3	9,2	4,3	3,7	4,1	4,1	4,0	-	3,8	3,7	3,6	3,5	3,6	-	3,4	-
Variations de stocks (contribution)	0,1	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	-	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Exportations	6,1	4,4	7,8	4,9	7,0	5,2	4,9	5,5	-	4,5	4,6	4,5	4,4	4,5	-	4,1	-
Importations	8,5	4,7	8,1	5,6	7,2	5,5	5,0	5,8	-	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	-	4,3	-
Balance commerciale (contribution)	-1,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-	-	-
Chômage (%)	12,2	10,5	8,1	7,9	6,7	6,7	6,7	6,7	7,2	6,4	6,4	6,3	6,1	6,3	6,3	6,2	6,5
Inflation globale	0,5	0,6	1,6	0,8	2,0	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,4	1,7
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
BCE - Taux refi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55

* Consensus

ROYAUME-UNI

► ARTHUR JURUS - ÉCONOMISTE



L'incertitude liée à la phase transitoire du Brexit pèserait sur l'investissement privé

La consommation resterait le seul relais de croissance

La BoE augmenterait son taux directeur en 2019 pour limiter la dépréciation de la livre

Dans un contexte d'incertitude persistante sur les conditions du Brexit et donc sur les perspectives, la croissance du PIB britannique a décéléré au premier semestre 2018, mais a rebondi au troisième trimestre grâce à la consommation privée favorisée par la baisse de l'inflation importée. En 2019, et en cas d'obtention d'un accord sur les conditions du Brexit, le ralentissement de la croissance économique serait limité à 1.1 %.

LA CROISSANCE DU PIB DE L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE POURSUIVRAIT SA DÉCÉLÉRATION

La croissance du PIB atteindrait ainsi 1.3 % en 2018, 1.1 % en 2019 et 0.7 % en 2020. La consommation privée ralentirait à 0.9 % en moyenne en 2019 et poursuivrait sa décélération en 2020. Le taux d'épargne a baissé de 7.0 % à 4.4 % depuis juin 2016, ce qui devrait laisser moins de marge de manœuvre en 2019 pour soutenir la consommation privée. De plus, l'indice de confiance a stagné en 2018. Les ménages maintiendraient ainsi leur taux d'épargne en réaction à l'augmentation des taux d'intérêt des obligations souveraines britanniques sur l'année 2019 suite aux menaces structurelles que porterait le Brexit sur les besoins de financement extérieur du déficit public.

L'INVESTISSEMENT PRIVÉ RALENTIRAIT AU VU DU MANQUE D'INFORMATION SUR LA FIN DE LA PHASE DE TRANSITION PRÉCÉDANT LE BREXIT

L'investissement privé décélérerait en raison du ralentissement de la consommation et de l'incertitude sur les conditions des nouveaux accords commerciaux. Par secteur, ceux tributaires de la consommation intérieure, comme l'habillement, l'alimentaire et l'automobile, seraient les premiers affectés à court terme. Les secteurs exportateurs (chimie, machines et équipements, matières premières, automobile) pourraient être affectés à moyen terme. Enfin, les services financiers expliqueraient près de la moitié des pertes à l'exportation, selon nos estimations. Les pertes cumulées seraient de 15 milliards de livre sterling sur les biens et sur les services au cours des trois prochaines années. Des estimations modérées, car les volumes exportés (44 % du total des exportations britanniques) vers l'Union européenne pourraient être en partie redéployés vers des marchés hors de l'Europe comme les États-Unis.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR CONTRIBUERAIT NÉGATIVEMENT À LA CROISSANCE EN 2019 ET 2020

La hausse du pouvoir d'achat réel des ménages britanniques, liée à la baisse du taux d'inflation, devrait permettre à la croissance des importations d'accélérer au second trimestre 2019. Cet effet serait néanmoins transitoire. De plus, la croissance des exportations ralentirait à 1.7 % en 2018, 0.9 % en 2019 et 0.8 % en 2020. L'amélioration de la compétitivité-prix de la livre sterling face à l'euro (44 % des exportations) ne serait pas suffisante pour permettre un rebond des volumes.

38.5 %

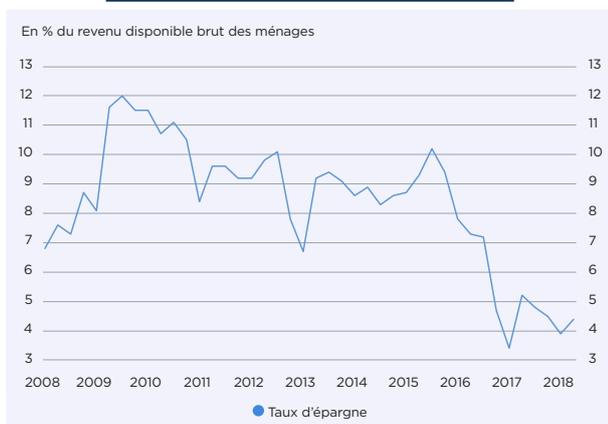
Part des services dans les exportations britanniques vers l'UE

LE TAUX D'INFLATION DÉCÉLÉRERAIT DE 2.5 % EN 2018 À 1.7 % EN 2019

La composante de l'énergie devrait contribuer à la baisse du taux d'inflation en 2019. Néanmoins, la Banque d'Angleterre, Bank of England (BoE), pourrait augmenter son taux directeur de 25 points de base dès 2019 afin de conte-

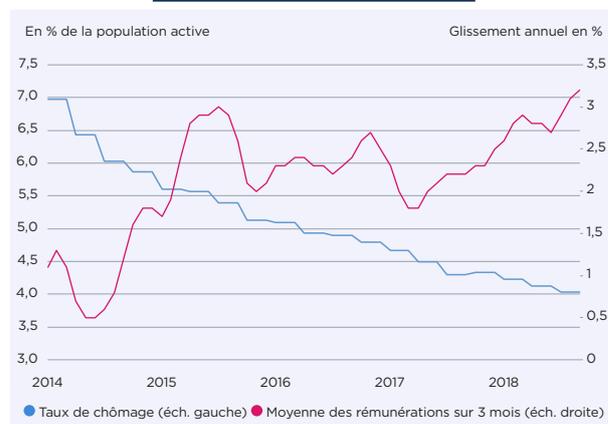
nir la dépréciation de la livre sterling. En cas de non-accord sur un Brexit, nous prévoyons que l'économie britannique subirait une récession immédiate de 1.2 % de son PIB. La BoE pourrait mettre en place un nouveau programme d'achats d'obligations gouvernementales - cela n'est toutefois pas notre scénario central.

Le taux d'épargne a baissé de 2.9 points de pourcentage de revenu depuis juin 2016



Sources: Thomson Reuters Datastream, ONS, Edmond de Rothschild Economic Research

Le taux de chômage devrait diminuer au cours des prochains trimestres



Sources: Thomson Reuters Datastream, ONS, ILO, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f			2019f				2020f									
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	2,2	1,8	1,7	1,1	1,2	1,5	1,6	1,3	1,3	1,6	0,6	1,1	0,9	1,1	1,5	0,7	1,6
PIB (% trimestriel)	-	-	-	0,1	0,4	0,6	0,5	-	-	0,1	-0,6	1,1	0,3	-	-	0,0	-
Consommation privée	2,6	3,1	1,8	1,3	1,4	1,6	1,5	1,5	1,4	0,9	1,2	0,8	0,8	0,9	1,2	0,7	1,3
Consommation publique	1,4	2,3	3,3	0,7	0,0	0,8	0,2	0,4	0,9	1,2	1,2	1,1	1,1	0,1	1,1	0,5	1,5
Investissement	3,4	2,3	3,3	1,7	-0,6	0,0	0,5	0,4	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	1,2	0,5	1,9
Variations de stocks (contribution)	0,0	0,1	-0,4	0,1	0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Exportations	4,5	1,0	5,7	4,3	0,8	0,7	0,9	1,7	1,3	1,0	1,0	0,8	0,8	0,9	2,7	0,8	2,4
Importations	5,5	3,3	3,2	1,4	0,6	-0,5	0,8	0,6	0,8	0,8	1,3	1,2	1,1	1,1	2,4	0,8	2,1
Balance commerciale (contribution)	-0,3	-0,7	0,7	0,8	0,1	0,4	0,0	0,3	-	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-	-0,1	-
Chômage (%)	5,1	4,8	4,4	4,2	4,0	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0	4,2	4,4	4,6	4,3	4,0	4,6	4,1
Inflation globale	0,1	0,6	2,7	2,4	2,4	2,4	2,0	2,5	2,5	1,8	1,6	1,6	1,6	1,7	2,1	1,8	2,0
GBP/USD	1,47	1,36	1,29	1,39	1,36	1,30	1,30	1,34	1,34	1,29	1,28	1,29	1,30	1,29	1,38	1,30	1,42
EUR/GBP	0,73	0,81	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,90	0,92	0,89
BoE - Taux directeur	0,50	0,25	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,10	1,25	1,40
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0,54	0,29	0,25	0,82	0,72	0,82	0,80	0,79	0,82	0,80	0,85	0,95	1,00	0,90	1,15	1,35	1,63
Obligations souveraines à 10 ans (%)	1,82	1,22	1,20	1,35	1,28	1,57	1,57	1,44	1,43	1,60	1,65	1,70	1,80	1,69	1,82	2,10	2,16

* Consensus

SUISSE

► MATHIEU GROBÉTY - ÉCONOMISTE



Après une forte croissance en 2018, l'économie suisse devrait ralentir en 2019

Le potentiel limité de dépréciation du franc devrait contenir les pressions inflationnistes...

... et amener la BNS à attendre les décisions de la BCE avant de normaliser son taux

CROISSANCE TRÈS DYNAMIQUE AU PREMIER SEMESTRE 2018

En raison d'une activité favorable à l'étranger, notamment aux États-Unis et en Chine, et de la dépréciation du franc, l'économie suisse a été très dynamique au premier semestre 2018. Le PIB a progressé de 1.0 % au premier trimestre et de 0.7 % au deuxième trimestre, après une moyenne des taux de croissance en glissement trimestriel à 0.7 % en 2017. La demande intérieure soutenue par le fort dynamisme des dépenses d'investissement a principalement contribué à la croissance du premier trimestre. Le commerce extérieur a pris le relais au deuxième trimestre. Au niveau des secteurs d'activité, l'industrie manufacturière est restée un des principaux contributeurs à la vigueur de l'activité du premier semestre. Alors que la production industrielle avait chuté en 2015 à la suite de l'abandon du taux plancher par la BNS avant de se redresser en 2016, sa croissance en glissement annuel a fortement accéléré en 2017 et a atteint 8.6 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2018, après 7.3 % au premier trimestre.

FLÉCHISSEMENT DU DYNAMISME DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE AU SECOND SEMESTRE 2018 ET EN 2019

La forte croissance du premier semestre devrait laisser place à un ralentissement de l'activité éco-

nomique au second semestre 2018 et en 2019. La croissance du PIB s'inscrirait à 2.9 % en 2018 et décélérerait à 1.6 % en 2019. Bien que nous anticipions un léger rebond à 1.8 % en 2020 porté par la consommation privée, cette progression du PIB reste bien en dessous de nos prévisions pour 2018. Le fléchissement de la dynamique des exportations et des dépenses d'investissement explique la décélération.

D'une part, le ralentissement de la croissance économique de la zone euro ainsi qu'un franc qui reste sous pression devraient peser sur les exportations. Le franc suisse, qui s'est apprécié de 2.5 % par rapport à son niveau du mois de mai en taux de change réel effectif, devrait garder son statut de valeur refuge dans un contexte international où l'incertitude politique et économique devrait persister. Les élections européennes devraient continuer à alimenter l'incertitude dans les trimestres à venir et pourrait ainsi limiter le potentiel de dépréciation du franc.

D'autre part, bien que le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie se situe depuis le début de l'année à son plus haut niveau depuis plus de six ans, la dégradation des perspectives économiques des principaux partenaires économiques de la Suisse pourrait amener les entreprises suisses à ralentir le rythme de leurs investissements, notamment en biens d'équipement. L'accélération du nombre de logements vacants entamée en 2013 devrait également orienter la croissance des investissements dans la construction à la baisse. La période de taux bas qui s'est inscrite dans la durée a poussé les investisseurs à chercher du rendement sur le marché immobilier, ce qui a alimenté l'offre de logements vacants qui est passée d'environ 40'000 unités en 2013 à plus de 72'000 unités en 2018, son plus haut niveau jamais enregistré. En revanche, la bonne santé du marché du travail devrait permettre aux ménages d'augmenter leurs dépenses de consommation et de soutenir ainsi la croissance.

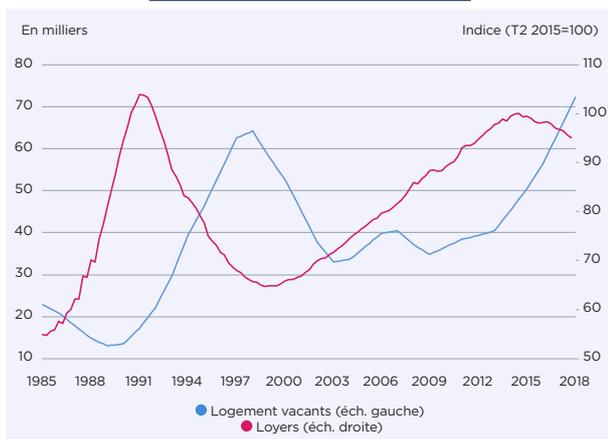
-4.9%

Baisse des loyers des logements disponibles depuis mi-2015

PRESSIONS INFLATIONNISTES COMPATIBLES AVEC LA STABILITÉ DES PRIX

Le potentiel limité de dépréciation du franc et d'accélération de l'inflation domestique devrait contenir les pressions inflationnistes. D'une part, les loyers de l'ensemble du parc immobilier, qui représentent près de 20 % de l'indice des prix à la consommation, devraient augmenter à un rythme plus faible que par le passé. Signe que le segment de la location du marché immobilier se trouve affaibli par le nombre croissant de logements vacants, les loyers des logements disponibles sur le marché affichent une tendance baissière

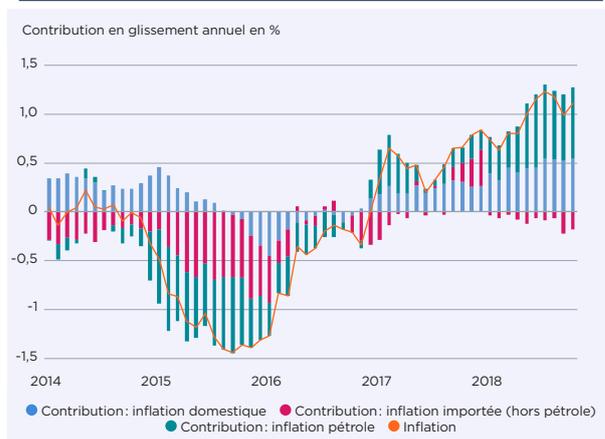
Les loyers baissent depuis mi-2015 en raison de la forte hausse du nombre de logements vacants



Sources: OFS, Thomson Reuters Datastream, Wuest & Partner, Edmond de Rothschild Economic Research

depuis le deuxième trimestre 2015. D'autre part, alors que le taux de chômage à 2.5 % au mois d'octobre se situe à son plus bas niveau depuis 10 ans, nous n'anticipons pas de forte accélération des salaires nominaux en raison de perspectives économiques moins favorables et d'une réserve de main-d'œuvre encore disponible à l'étranger. Ainsi, l'inflation devrait rester dans la zone compatible avec la définition de stabilité des prix (c'est-à-dire une inflation comprise entre 0 % et 2 %), ce qui devrait amener la BNS à attendre les décisions de la BCE avant d'opter pour une hausse de son taux directeur.

La tendance haussière des prix du pétrole entamée mi-2017 a été le principal moteur de l'accélération de l'inflation en 2018



Sources: OFS, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f			2019f				2020f									
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	1,3	1,6	1,7	3,2	3,2	2,7	2,3	2,9	3,0	1,7	1,4	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
PIB (% trimestriel)	-	-	-	1,0	0,7	0,2	0,4	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4	-	-	-	-
Consommation privée	1,7	1,5	1,2	1,1	1,3	1,1	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,4	1,4
Consommation publique	1,1	1,2	0,9	1,3	1,2	1,0	0,6	1,0	1,0	0,7	0,9	0,7	0,6	0,7	1,0	0,7	1,0
Investissement	2,3	3,4	3,3	3,4	3,2	2,9	2,6	3,0	2,9	2,0	2,5	2,4	2,4	2,3	1,7	2,3	1,5
Variations de stocks (contribution)	-0,4	-2,0	-0,2	2,8	-0,2	2,3	-0,2	1,2	-	-0,9	0,0	0,0	0,0	-0,2	-	0,0	-
Exportations**	2,4	7,0	3,8	3,2	4,7	1,0	3,1	3,0	3,3	3,7	2,6	3,0	2,9	3,1	3,1	2,6	2,8
Importations**	2,8	4,7	4,2	6,6	2,1	3,6	1,5	3,4	3,5	1,8	3,3	3,5	3,3	3,0	3,2	2,5	2,8
Balance commerciale (contribution)	0,1	1,8	0,3	-1,1	1,8	-1,0	1,1	0,2	-	1,3	0,0	0,2	0,2	0,4	-	0,4	-
Chômage (%)	3,2	3,3	3,2	2,9	2,7	2,6	2,5	2,7	2,7	2,5	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,7	2,6
Inflation globale	-1,1	-0,4	0,5	0,7	1,0	1,1	0,8	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7	1,0	1,2	1,0
EUR/CHF	1,09	1,09	1,11	1,17	1,17	1,14	1,14	1,15	1,16	1,15	1,15	1,17	1,18	1,16	1,18	1,20	1,21
USD/CHF	1,01	0,98	0,98	0,95	0,98	0,98	1,00	0,98	0,98	1,02	1,03	1,03	1,02	1,02	0,95	1,00	0,96
BNS - Taux dépôts	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,50	-0,25	-0,30
Obligations souveraines à 2 ans (%)	-0,89	-0,91	-0,85	-0,85	-0,74	-0,70	-0,75	-0,76	-0,73	-0,70	-0,70	-0,45	-0,25	-0,53	-0,31	0,05	0,15
Obligations souveraines à 10 ans (%)	-0,09	-0,35	-0,09	0,03	-0,06	0,04	0,05	0,01	0,02	0,10	0,15	0,30	0,45	0,25	0,37	0,75	0,75

* Consensus | **Hors objets de valeur et or non monétaire

ISRAËL

► SOPHIE CASANOVA - ÉCONOMISTE



La croissance du PIB resterait robuste en 2019...

... soutenue par la demande intérieure et un rééquilibrage du commerce extérieur

La baisse du risque déflationniste permettrait à la Bol de relever son taux directeur

La croissance du PIB a accéléré en 2018, s'établissant en moyenne à 3.7 % au cours des trois premiers trimestres de l'année après 3.4 % en 2017 et, ce, malgré une détérioration de la balance commerciale. En 2019, elle resterait dynamique et redeviendrait plus équilibrée grâce au renforcement des exportations de matières premières. En 2020, le rythme de croissance pourrait légèrement ralentir avec la modération de la demande étrangère.

La demande intérieure a été le moteur de la croissance en 2018. La consommation des ménages a progressé de 4.1 % après une hausse de 3.4 % en 2017 et l'investissement des entreprises a accéléré de 3.3 % en 2017 à 10.5 % au cours des trois premiers trimestres de 2018. Ainsi, malgré une chute de l'investissement résidentiel de 9.5 %, qui résulte de la mise en place de mesures macroprudentielles, la demande intérieure totale a crû de 4.1 % après une hausse de 3.2 % en 2017. Cette vigueur de la demande a cependant induit une détérioration de la balance commerciale. Les importations ont augmenté de 8.3 % en moyenne en 2018 après une hausse de 5.0 % en 2017 tandis que les exportations ont crû moins vite (5.4 % après 5.0 % en 2017). De fait, la balance commerciale a pesé sur le PIB à hauteur

de 1 point de croissance en moyenne depuis le début de l'année.

Le dynamisme de la demande intérieure devrait être prorogé en 2019. En effet, le bas niveau du taux de chômage devrait soutenir les salaires nominaux (qui ont progressé de 2.4 % fin 2017 à 4.0 % en août 2018). Le pouvoir d'achat des ménages serait ainsi soutenu alors que l'inflation se stabiliserait. De fait, si la consommation pourrait légèrement ralentir suite à la mise en place de taxes sur les véhicules en début d'année, son rythme de hausse demeurerait néanmoins robuste. En outre, l'investissement des entreprises resterait soutenu par des projets importants dans le secteur des semi-conducteurs et du gaz naturel. Enfin, la mise en exploitation du champ gazier Léviathan renforcerait les exportations et réduirait le déficit de la balance commerciale. La croissance du PIB se stabiliserait ainsi à 3.5 % en 2019. En 2020, le ralentissement de la demande en provenance des États-Unis, qui représentent un cinquième des exportations du pays, pourrait peser sur les exportations et contribuer à ramener la croissance du PIB à 3.3 %.

L'inflation, soutenue par la hausse du prix du pétrole et l'accélération des salaires, s'est redressée de 0.4 % fin 2017 à 1.2 % en octobre 2018. Elle s'établit désormais dans la fourchette cible, comprise entre 1 % et 3 %, de la Banque d'Israël (Bank of Israel, Bol). Si les effets liés à la hausse du prix du pétrole pourraient se dissiper, elle demeurerait à 1.2 % en 2019, soutenue par la hausse des salaires et par la baisse du shekel (qui s'est déprécié de 9.4 % face au dollar depuis la fin janvier 2018).

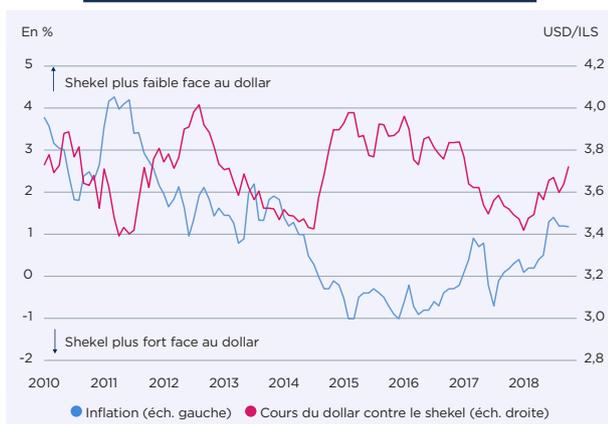
4.1 %

Hausse moyenne des salaires réels en 2017

Cette réduction du risque déflationniste renforcerait les marges de manœuvre de la Bol. Ainsi, l'entrée en fonction de son nouveau gouverneur, A. Yaron, pourrait marquer un virage dans l'orientation de sa politique monétaire, la Bol remontant dès le début 2019 son taux directeur.

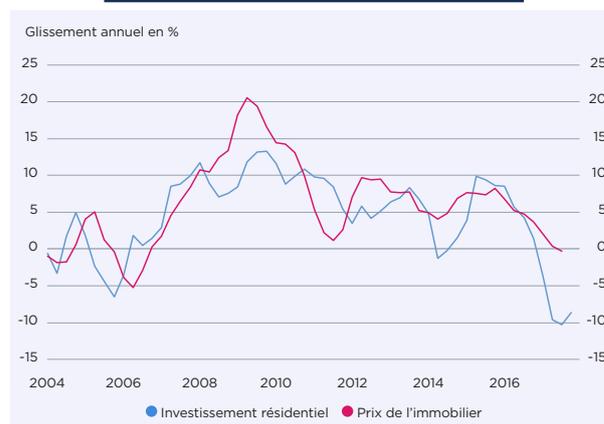
Ce resserrement monétaire, qui viserait à contenir la demande intérieure, pourrait toutefois être progressif, car une hausse de taux trop rapide renforcerait le shekel. Par ailleurs, la Bol ne devrait pas avoir besoin de contenir les évolutions du marché de l'immobilier via son taux d'intérêt, les mesures macroprudentielles ayant montré leur efficacité.

Le risque déflationniste a continué de se réduire



Source: Thomson Reuters Datatream, Edmond de Rothschild Economic Research

Les mesures macroprudentielles ont induit un ralentissement du marché de l'immobilier



Source: Thomson Reuters Datatream, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2017			2018f					C*	2019f				C*	2020f		C*
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f		Q1f	Q2f	Q3f	Q4f		2019f	2020f	
PIB	2,6	3,9	3,3	4,0	3,7	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	3,1	
Inflation	-0,6	-0,5	0,2	0,2	0,6	1,3	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	1,1	1,2	1,1	1,2	1,3	
Taux directeur	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,55	1,25	

* Consensus

JAPON

► MATHIEU GROBÉTY - ÉCONOMISTE



Malgré la hausse de la TVA, la croissance du PIB pourrait accélérer à 1.3 % en 2019...

... sans pour autant générer de pressions inflationnistes sur les salaires et les prix...

... ce qui devrait conduire la BoJ à confirmer sa politique monétaire ultra-accommodante

REBOND ATTENDU AU QUATRIÈME TRIMESTRE 2018 APRÈS LE REPLI AU TROISIÈME TRIMESTRE

Après huit trimestres consécutifs d'expansion en 2016 et 2017, les trois premiers trimestres de l'année 2018 ont laissé place à un PIB japonais oscillant entre repli et expansion. Le PIB du premier et du troisième trimestre a marqué un repli de 0.3 % chacun. Des facteurs exceptionnels tels que des conditions climatiques difficiles au premier trimestre et les catastrophes naturelles au troisième trimestre auraient freiné les dépenses de consommation des ménages. Le fort rebond du 2^e trimestre à 0.7 % s'explique principalement par les contributions positives de la consommation privée et de l'investissement. En raison du caractère transitoire de l'impact négatif des catastrophes naturelles sur l'activité économique et de fondamentaux économiques solides, la croissance économique devrait à nouveau se situer en territoire positif au dernier trimestre de l'année 2018. Ainsi, nous n'anticipons pas deux trimestres consécutifs de croissance négative, synonyme de récession au Japon. Pour l'ensemble de cette année, la croissance du PIB devrait s'établir à 0.9 % après 1.7 % en 2017.

ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN 2019 MALGRÉ UNE HAUSSE DE LA TVA PRÉVUE EN OCTOBRE PROCHAIN

Nous prévoyons une légère accélération de la croissance du PIB à 1.3 % en 2019, et ce malgré

l'impact conjoncturel négatif de la hausse du taux de TVA de 8 % à 10 % en octobre 2019 que nous avons intégré dans notre scénario. Comme la hausse de la TVA intervient au dernier trimestre 2019 avec un effet plus faible que lors de la précédente augmentation en 2014, elle devrait conduire à une décélération de la croissance en 2020 seulement, à 0.4 %, par l'intermédiaire de l'effet de base qu'elle génère. Le moindre effet négatif s'explique d'une part par les mesures prises par le gouvernement japonais pour atténuer l'augmentation de la charge fiscale qui pèsera sur les ménages (par exemple en exemptant certains biens comme la nourriture et les journaux de la hausse de la TVA), et d'autre part par une hausse de taux de 2 points de pourcentage (et non de 3 points comme en 2014).

Alors que le Premier ministre japonais Shinzo Abe avait repoussé à deux reprises la hausse de la TVA (tout d'abord en novembre 2014, puis en juin 2016), il ne devrait pas revenir sur sa décision une nouvelle fois afin de marquer son leadership sur la question de l'assainissement des finances publiques. Il l'a d'ailleurs officiellement confirmé en octobre lors d'une réunion extraordinaire du Cabinet. Malgré cette hausse de la TVA, les ménages japonais devraient accroître leurs dépenses de consommation davantage en 2019 qu'en 2018 dans un contexte où les tensions sur le marché du travail et la stabilité du taux d'inflation devraient se traduire par une hausse modérée de leur pouvoir d'achat. Outre la consommation privée, l'investissement, en particulier en équipement, devrait demeurer un des principaux piliers de l'accélération de la croissance en 2019. D'une part, les entreprises vont continuer de bénéficier de conditions de financement très accommodantes en raison de l'objectif de la Banque du Japon (Bank of Japan - BoJ) de maintenir un rendement souverain à 10 ans proche de 0.00 %. D'autre part, le haut degré d'utilisation des capacités de production ainsi que des niveaux de rentabilité élevés devraient inciter les entreprises à accroître leurs investissements, et ce d'autant plus que Tokyo doit organiser les Jeux olympiques d'été en 2020.

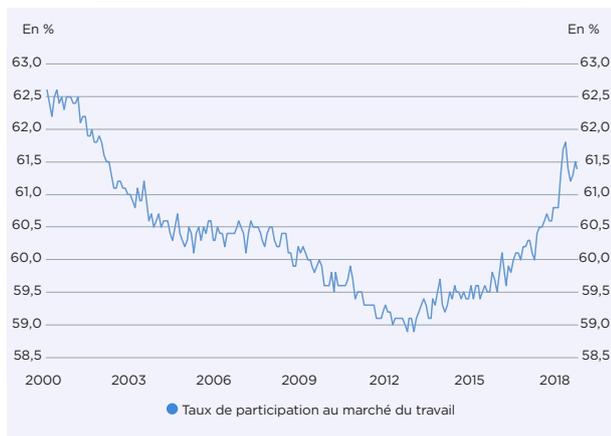
2.3%

taux de chômage en septembre, au plus bas depuis 25 ans

PRESSIONS INFLATIONNISTES MODÉRÉES SUR LES SALAIRES ET LES PRIX

En dépit du haut degré d'utilisation des capacités productives et d'un taux de chômage au plus bas depuis 25 ans, les pressions inflationnistes sur les salaires et les prix devraient rester modérées. L'arrivée d'une nouvelle force de travail sur le marché a permis de contenir l'accélération de la croissance des salaires, qui ont évolué à un rythme plus faible que les prix, passant de 0.3 % en glissement annuel en janvier à 0.8 % en septembre. Davantage de femmes et de seniors ont intégré le marché du travail ces dernières années, contribuant ainsi à la hausse du taux

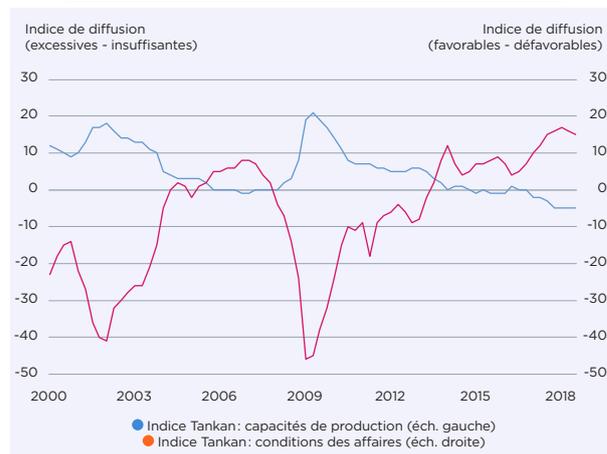
La hausse du taux de participation entamée fin 2012 a contribué à atténuer les pressions salariales



Sources: Thomson Reuters Datastream, Japan Bureau Statistics, Edmond de Rothschild Economic Research

de participation de 58.9 % fin 2012, le plus bas niveau jamais enregistré, à 61.4% en septembre 2018. Cette tendance devrait se poursuivre et ainsi limiter le potentiel de progression salariale. Par ailleurs, l'inflation hors effet transitoire de la hausse de la TVA, devrait augmenter progressivement au cours de l'année 2019 sans toutefois dépasser l'objectif de la BoJ à 2%, en raison (1) de l'ancrage des anticipations en dessous de 2% et (2) de la forte intolérance des consommateurs aux hausses de prix. Dans ce contexte de faibles tensions inflationnistes, la Banque du Japon devrait maintenir sa politique monétaire ultra-accommodante.

Le climat des affaires et l'insuffisance des capacités de production devraient encourager l'investissement



Sources: Thomson Reuters Datastream, Banque du Japon, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f			2019f					2020f								
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	1,4	1,0	1,7	1,1	1,4	0,4	0,7	0,9	1,1	1,4	1,1	2,2	0,6	1,3	1,1	0,4	0,5
PIB (% trimestriel)	-	-	-	-0,3	0,7	-0,3	0,6	-	-	0,4	0,4	0,8	-1,1	-	-	-	-
Consommation privée	0,0	0,1	1,0	0,2	0,1	0,6	0,7	0,4	0,6	1,2	1,0	2,4	-0,6	1,0	1,2	-0,3	-0,2
Consommation publique	1,5	1,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Investissement	1,8	1,1	2,5	1,6	2,0	1,3	2,1	1,7	-	2,9	1,8	3,2	2,1	2,5	-	1,1	-
Variations de stocks (contribution)	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,4	-0,1	-0,2	0,1	-	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-	0,0	-
Exportations	3,0	1,7	6,8	5,2	5,8	1,1	0,1	3,0	3,8	0,4	0,9	3,6	3,2	2,0	2,6	2,1	1,3
Importations	0,7	-1,6	3,5	3,9	3,3	2,8	0,6	2,6	3,7	1,2	1,2	4,4	2,0	2,2	3,2	1,0	0,8
Balance commerciale (contribution)	0,3	0,6	0,5	0,2	0,4	-0,3	-0,1	0,1	-	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,0	-	0,2	-
Chômage (%)	3,4	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Inflation globale	0,8	-0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	1,0	1,0	0,6	1,0	0,9	1,9	1,1	1,1	1,7	1,5
EUR/JPY	130	121	127	133	130	130	130	131	130	129	129	131	132	130	135	136	131
USD/JPY	120	109	112	108	109	112	114	111	110	114	115	115	114	115	109	113	104
BoJ - Taux directeur	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Obligations souveraines à 2 ans (%)	0,01	-0,21	-0,17	-0,13	-0,12	-0,11	-0,10	-0,11	-0,11	-0,10	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	0,00	-0,03
Obligations souveraines à 10 ans (%)	0,36	-0,04	0,06	0,05	0,04	0,13	0,15	0,09	0,08	0,15	0,15	0,25	0,25	0,20	0,15	0,35	0,15

* Consensus

CHINE

► MATHILDE LEMOINE



Poursuite du ralentissement de la croissance du PIB

La banque centrale chinoise a décidé de stimuler le crédit

Les baisses d'impôt devraient, elles aussi, soutenir la croissance en 2019

La guerre commerciale n'a pas encore eu d'effet sur l'économie chinoise. La décélération de la croissance au troisième trimestre à 6.5% a, en partie, résulté de la forte chute de l'investissement en infrastructure. La consommation des ménages est restée dynamique et a contribué à hauteur de 80% à la croissance du PIB comme au premier semestre. La demande d'importation a donc été forte. Ainsi, malgré une progression des exportations de 11.9% en glissement annuel au troisième trimestre 2018, les échanges internationaux ont pesé sur la croissance à hauteur de -0.7 point de pourcentage. De plus, le secteur exportateur avait été fragilisé par la fin des fortes hausses des ventes électroniques liées au renouvellement de l'iPhone. Au premier semestre, la contribution du commerce extérieur avait déjà été négative de -0.7 point de pourcentage après avoir expliqué 5% de la croissance du PIB observée en moyenne en 2017.

DES MESURES DE SOUTIEN DÉJÀ ENGAGÉES PAR LES AUTORITÉS CHINOISES

Afin d'empêcher un ralentissement plus marqué des crédits amorcé fin 2017, la banque centrale chinoise (PBoC) a assoupli sa politique moné-

taire dès le mois de janvier. Elle a commencé par réduire le taux de réserves obligatoires des banques ayant émis des nouveaux crédits à l'économie en 2017, en particulier aux petites entreprises. Ensuite, elle l'a abaissé trois fois pour l'ensemble des banques, ce qui a porté le taux de réserve obligatoire des plus grandes à 14.5% et celui des plus petites à 12.5%. Une partie de la liquidité ainsi libérée les a aidées à rembourser les sommes qu'elles avaient obtenues grâce à la facilité de prêt à moyen terme de la banque centrale. Ces actions permettent une injection nette de liquidité dans le système bancaire de près de 1 850 milliards de yuans (238 milliards d'euros) et facilitent les prêts aux entreprises. Parallèlement, les collectivités locales vont accroître leurs émissions obligataires pour financer des investissements en infrastructures. Enfin, des baisses d'impôts ont d'ores et déjà été décidées. Une réduction de l'impôt sur le revenu de l'ordre de 120 milliards de yuans, selon nos calculs, entrera en vigueur le 1er janvier prochain. D'autres mesures devraient suivre afin de compenser les effets des tensions commerciales par une accélération de la demande intérieure.

En conséquence, le crédit aux entreprises pourrait augmenter plus fortement durant les prochains trimestres et les investissements en infrastructure arrêteraient de baisser. L'assainissement financier déjà engagé donne des marges de manœuvre à la banque centrale pour stimuler le crédit tout en évitant un renforcement de la finance non contrôlée.

UN ASSOMBRISSEMENT DES PERSPECTIVES D'EXPORTATIONS

La croissance du PIB, soutenue par la demande intérieure, pourrait donc accélérer au premier semestre 2019 à 6.7% malgré l'assombrissement des perspectives d'exportations. D'une part, les pays de l'Asean ne sont pas touchés par le relè-

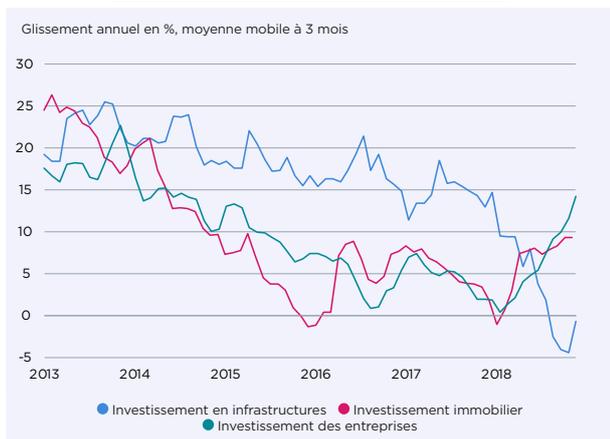
-4.4%

Chute des investissements en infrastructure au T3 2018

vement des droits de douane et sont en mesure d'exporter les mêmes produits que la Chine, en particulier des disques durs, des composants électroniques ou des biens de consommation. D'autre part, une nouvelle hausse des droits de douane sur les importations chinoises aux États-Unis pèserait sur les ventes malgré la dépréciation du yuan. Plus de 60% des exportations chinoises vers les États-Unis et plus de 10% des exportations chinoises totales subissent désormais la politique tarifaire américaine. Les exportations chinoises aux États-Unis repré-

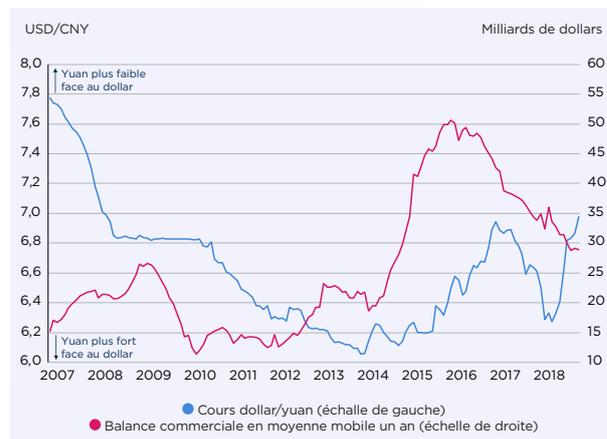
sentent 20% des ventes totales de la Chine à l'étranger et 5% du PIB. Enfin, le ralentissement des importations américaines devrait réduire les volumes exportés en 2019. Même si la contribution du commerce extérieur est négative depuis 2015, le secteur exportateur a encore un effet d'entraînement indirect important sur l'économie domestique. Un renforcement des tensions commerciales pourrait annuler les effets positifs du plan de relance engagé sur la croissance chinoise et affaiblir l'économie mondiale.

L'investissement en infrastructure a chuté



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

Le yuan s'est déprécié



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel	2018f								2019f					2020f			
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	6,9	6,7	6,9	6,8	6,7	6,5	6,6	6,7	6,6	6,7	6,7	6,5	6,5	6,6	6,2	6,5	6,0
Ventes au détail	10,7	10,4	10,3	9,9	9,0	9,0	9,5	9,4	9,2	9,7	9,7	9,0	9,8	9,6	9,4	9,4	9,0
Investissements en actifs fixes	11,4	8,9	8,1	7,7	6,4	5,4	6,8	6,6	6,0	7,1	7,9	7,4	6,9	7,3	6,0	6,5	5,7
Production industrielle	6,0	6,1	6,5	6,0	6,6	6,0	6,0	6,2	6,3	6,6	7,2	7,1	7,0	7,0	5,9	6,5	5,3
Inflation	1,4	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,6	2,2	2,2	2,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,4	2,5	2,3
USD/CNY	6,28	6,65	6,75	6,36	6,38	6,81	6,96	6,63	6,62	6,88	6,76	6,65	6,65	6,74	6,75	6,65	6,57
Taux directeurs																	
Taux de prêt à 1 an	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,35	4,10
Taux de réserves obligatoires	17,50	17,00	17,00	17,00	16,00	15,50	14,50	14,50	-	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50	-	13,50	-

* Consensus

BRÉSIL

► SOPHIE CASANOVA - ÉCONOMISTE, MARCHÉS ÉMERGENTS



La reprise économique a perdu de son dynamisme au premier semestre 2018...

... et même si l'incertitude, qui avait fortement crû en amont des élections, s'est en partie dissipée...

... elle devrait persister et demeurer un frein pour la dynamique de l'activité en 2019 et en 2020

La croissance du PIB brésilien a ralenti au premier semestre 2018 : elle s'est établie à seulement 1.1% après 1.8% au second semestre 2017 et 1.0% en moyenne en 2017. Si des facteurs temporaires ont accentué la modération de l'activité, nous n'anticipons cependant qu'une faible réaccélération de la croissance en 2019 qui résulterait, avant tout, de la reprise de la demande chinoise au premier semestre.

En effet, le ralentissement de l'activité en 2018 a été accentué par une combinaison de facteurs adverses. Ainsi, la grève des transporteurs au mois de mai a induit un ralentissement de la production industrielle, une chute des exportations et une forte modération de la consommation des ménages. En outre, l'économie brésilienne n'a pas bénéficié d'un effet de rattrapage au troisième trimestre, car l'incertitude politique s'est exacerbée en amont des élections présidentielles du mois d'octobre. Celle-ci a non seulement pesé sur la confiance domestique, mais a également attisé l'inquiétude des investisseurs internationaux qui se sont interrogés sur la capacité du pays à réduire ses déséquilibres budgétaires structurels à l'origine de l'accroissement de la dette du pays de 59% du PIB en 2014 à 84.0% en 2017. Ainsi, durant l'été, alors que la

défiance à l'égard de certains pays émergents se renforçait, la monnaie brésilienne s'est fortement dépréciée et les primes de risque crédit ont augmenté.

Certes, l'élection, avec une majorité nette, de J. Bolsonaro à la Présidence le 28 octobre, a contribué à rassurer. L'accession au pouvoir d'un candidat n'étant pas issu des partis traditionnels au cœur des scandales de corruption a renforcé la confiance des ménages. Par ailleurs l'engagement du nouveau président à mettre en œuvre la réforme des retraites a favorisé une réappréciation du real et une réduction des primes de risque du pays. Toutefois, l'incertitude quant à la capacité des autorités à mener les réformes demeure alors que, notamment, l'absence de majorité claire au parlement rend incertaine leur adoption.

De fait, la confiance pourrait ne pas connaître d'amélioration supplémentaire significative en 2019. En conséquence, la consommation pourrait rester contenue tout comme l'investissement des entreprises, en dépit de la récente réduction des spread de crédit. L'absence de marge de manœuvre budgétaire limiterait par ailleurs la capacité de la demande intérieure à se redresser. Le principal relais de croissance serait, dans ce contexte, le commerce extérieur qui pourrait bénéficier du renforcement de la demande de matières premières chinoises au premier semestre 2019 alors que, d'une part, les exportations de matières premières représentent 50% des exportations brésiliennes et que, d'autre part, les exportations vers la Chine représentent un cinquième des exportations totales du pays. Ainsi, nous prévoyons une accélération de 1.3%

50 %

Part des matières premières dans les exportations

à 2.1% de la croissance du PIB en 2019, puis son ralentissement à 2.0% en 2020.

L'inflation, qui a progressé à 4.6% en octobre 2018 ne devrait pas ralentir en 2019 en raison, notamment, des effets de la dépréciation passée du real, ce qui devrait amener la banque centrale à remonter son taux directeur. Ce resserrement monétaire, au côté de la légère réduction de la défiance des investisseurs, limiterait la capacité de baisse supplémentaire du real sans pour autant favoriser une réappréciation significative de celui-ci.

La prime de risque crédit, qui avait fortement crû durant l'été, s'est réduite



Sources : Thomson Reuters Datastream, EMBI, Edmond de Rothschild Economic Research

La demande étrangère de matières premières est déterminante pour les exportations brésiliennes



Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

% annuel				2018f				2019f					2020f				
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
PIB	-3,5	-3,5	1,0	1,2	1,0	1,3	1,7	1,3	1,4	2,2	2,2	2,1	2,0	2,1	2,3	2,0	2,5
Consommation privée	-3,2	-4,3	1,0	2,8	1,7	1,3	1,5	1,8	1,8	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	2,3	2,0	2,6
Investissement	-14,0	-10,0	-1,8	3,5	3,7	3,0	2,6	3,2	2,9	2,9	3,6	3,5	3,4	3,4	4,1	3,1	4,4
Inflation	9,0	8,8	3,5	2,8	3,3	4,4	4,6	3,8	3,8	4,6	4,7	4,7	4,5	4,6	4,3	4,3	4,2
Taux directeur	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,65	7,00	7,50	7,75	8,00	8,00	8,20	8,00	7,85
USD/BRL	3,34	3,48	3,19	3,24	3,61	3,95	3,76	3,64	3,63	3,70	3,65	3,65	3,65	3,66	3,65	3,65	3,75

* Consensus

POLITIQUES MONÉTAIRES: NOS ANTICIPATIONS

► SOPHIE CASANOVA - ÉCONOMISTE



La Fed n'a pas accéléré ses hausses de taux malgré la vigueur de la croissance nominale...

... et les autres banques centrales ont confirmé qu'elles resteraient accommodantes

Des banquiers centraux plus prudents en 2019 et 2020 à cause de la guerre commerciale

En 2018, les grandes banques centrales ont montré qu'elle n'entendait pas précipiter la normalisation de leurs politiques monétaires. Certes, aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a poursuivi la hausse de son taux directeur, mais elle a confirmé qu'elle n'abandonnerait pas le rythme graduel de son resserrement monétaire et, ce, en dépit de l'accélération de la croissance du PIB plus forte que ce qu'elle anticipait. En zone euro, la Banque Centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle mettrait un terme à ses achats nets d'actifs fin 2018, mais a confirmé qu'elle ne relèverait pas ses taux directeurs avant l'été 2019, au plus tôt, et qu'elle poursuivrait durablement ses réinvestissements pour conserver un portefeuille de titres important. Enfin, au Japon, la banque centrale (Bank of Japan, BoJ) a annoncé qu'elle entendait proroger durablement sa politique d'assouplissement monétaire.

Cette prudence des banquiers centraux pourrait être à nouveau de mise en 2019 et en 2020 alors que les facteurs d'incertitude, relatifs aux conséquences de la guerre commerciale et aux risques politiques notamment, continueraient de prévaloir. Ainsi, la Fed poursuivrait ses hausses de taux sans en accélérer le rythme et pourrait

même opter pour des pauses si la confiance des investisseurs se dégradait. Par ailleurs, la BCE et la BoJ pourraient, une fois de plus, surprendre par le caractère accommodant de leurs communications si, comme nous l'anticipons, elles confirmaient qu'elles sont inquiètes des risques de durcissement des conditions de crédit qui résulteraient des fragilités de leurs systèmes bancaires respectifs.

Ainsi, pour aller plus dans les détails:

› **Aux États-Unis**, la Fed a procédé à trois hausses de taux Fed funds depuis le début de l'année 2018, le ramenant à 2.25% en septembre. Si le renforcement de l'activité, sous l'impulsion du plan de relance budgétaire, l'a amené à réviser à la hausse ses prévisions de croissance, la Fed a toutefois clairement indiqué qu'elle n'entendait pas accélérer le rythme de ses hausses de taux au-delà d'une hausse de 25 points de base par trimestre.

En conséquence, alors que nous prévoyons que la croissance américaine demeurera robuste en 2019, nous continuons d'anticiper une remontée mesurée du taux Fed Funds qui l'amènerait à 2.50% fin 2018 et à 3.25% fin 2019. Toutefois, nous estimons que les risques associés à cette prévision sont baissiers. En effet, si l'incertitude des investisseurs augmentait fortement, la Fed pourrait opter pour une pause, ce qui réduirait l'ampleur de la hausse du taux Fed funds d'ici fin 2019. En 2020, le ralentissement de la croissance du PIB pourrait l'amener à interrompre la hausse de son taux et à cesser la réduction de la taille de son bilan.

La hausse du taux Fed funds en 2019 favoriserait un aplatissement supplémentaire de la courbe de taux alors que la remontée du rendement Treasury 10 ans serait contenue par l'absence de renforcement des anticipations de croissance nominale. De fait, le risque d'une

€ **17** MILLIARDS

Réinvestissements obligataires mensuels de la BCE en 2019

inversion de la courbe de taux américaine en 2019 et en 2020 pourrait être accru. Toutefois, une telle évolution ne serait pas, selon notre analyse, comparable aux précédentes périodes d'inversion de la courbe des taux américains, car la taille élevée du bilan de la Fed maintient les rendements de long terme à un niveau beaucoup plus bas que celui auquel ils auraient été en temps normal.

- › **En zone euro**, la BCE a confirmé qu'elle cesserait ses achats nets d'actifs fin 2018. Cependant, elle a précisé qu'elle maintiendrait ses taux directeurs à un bas niveau jusqu'à l'été 2019, au moins, et qu'elle poursuivrait ses réinvestissements pour laisser constante la taille de son portefeuille de titres, ce qui maintiendrait des conditions monétaires accommodantes. Selon notre scénario, le ralentissement supplémentaire de la croissance du PIB de la zone euro et la remontée lente de l'inflation amènerait la BCE à reporter à 2020 son resserrement monétaire et à opter pour un rythme très graduel de hausses de taux qui n'excéderait pas 25 points de base par semestre. De plus, la BCE pourrait montrer en 2019 qu'elle s'inquiète des fragilités des bilans des banques dans certains pays de la zone euro et du durcissement substantiel des conditions d'octroi du crédit que celles-ci pourraient générer. En effet, les banques de la zone euro ont bénéficié depuis 2016 de près de 740 milliards d'euros d'apport de liquidité à des conditions très avantageuses via les opérations de refinancement de long terme mises en place par la BCE. Or, alors que ces prêts devront être remboursés en 2020 et 2021, certaines banques pourraient voir s'accroître leur besoin de financement dès l'année 2019, car, pour répondre aux exigences réglementaires, elles ont besoin de montrer que les liquidités qu'elles détiennent demeureront à leur bilan plus d'une année. Ce besoin de financement concernerait les banques espagnoles, qui disposent de 23% de l'apport de liquidité de la BCE et, surtout, les banques italiennes, qui en détiennent 33% et qui ont vu par ailleurs leur coût de financement fortement augmenter avec la défiance à l'égard de l'État italien. En conséquence, la BCE pourrait annoncer de nouvelles opérations de refinancement à long terme au premier semestre 2019, ce qui confirmerait sa prudence. Par ailleurs, l'arrivée à terme du mandat de M. Draghi en octobre 2019, pourrait, certes, générer une forte volatilité dans les anticipa-

tions de taux en zone euro. Mais, ce renouvellement ne modifierait pas les perspectives à terme d'une normalisation très lente de la politique monétaire compte tenu de la faiblesse de la croissance nominale, des fragilités des bilans des banques dans certains pays et de la structure du bilan de l'Eurosystème.

Enfin, si la fin des achats nets d'actifs par la BCE pourrait induire une pentification des courbes de taux des pays du cœur de la zone euro début 2019, celle-ci resterait limitée, car les montants importants d'obligations détenus par la BCE limitent le potentiel de remontée des rendements longs. Au second semestre, la pente de la courbe de taux s'aplatirait légèrement avec le renforcement des anticipations de hausses de taux.

- › **Au Japon**, la BoJ a maintenu son taux de dépôt à -0.10% et la cible pour le rendement 10 ans proche de 0.00%. Elle a par ailleurs annoncé qu'elle prorogerait durablement cette politique en raison de la faiblesse de l'inflation. Toutefois, pour pouvoir poursuivre cette politique exceptionnelle, la BoJ a décidé d'accorder davantage de flexibilité pour le rendement 10 ans vis-à-vis de sa cible. Cette mesure vise à atténuer l'effet négatif de la courbe de taux plate sur la rentabilité des banques et à éviter, de fait, une remontée inopportune des taux des crédits bancaires. Nous prévoyons que la BoJ pourrait accroître cette flexibilité accordée au rendement 10 ans en 2019 et en 2020, ce qui favoriserait une légère pentification de la courbe de taux.
- › **En Suisse**, la Banque Nationale Suisse (BNS) a maintenu son taux directeur à -0.75%. Alors que la résurgence de l'incertitude en zone euro a ravivé les pressions haussières sur le franc suisse, la BNS n'a pas procédé à des interventions massives sur le marché des changes, mais elle a révisé à la baisse de 1.6% à 1.2% sa prévision d'inflation pour l'année 2020. En conséquence, la BNS pourrait reporter à 2020 l'amorce de la remontée de son taux directeur.
- › **Au Royaume-Uni**, la BoE a relevé de 25 points de base à 0.75% son taux directeur au mois d'août. Nous prévoyons qu'elle pourrait augmenter son taux à 1.00% en 2019 et à 1.25% en 2020. Ce relèvement très modeste du taux directeur pèserait peu sur les perspectives d'activité, mais limiterait les pressions baissières sur le cours de la livre.

La prudence des banques centrales maintient les taux réels de court terme...



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

... et les rendements réels de long terme à des niveaux historiquement bas



Sources: Thomson Reuters Datastream, Edmond de Rothschild Economic Research

Taux et rendements	2018f				2019f				2020f								
	2015	2016	2017	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
États-Unis																	
Taux directeur	0,50	0,75	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,15	3,25	3,05
Rendement 2 ans	0,68	0,83	1,39	2,27	2,53	2,82	2,90	2,63	2,64	3,05	3,20	3,35	3,35	3,24	3,18	3,30	3,31
Rendement 10 ans	2,13	1,83	2,33	2,74	2,86	3,06	3,15	2,95	2,97	3,25	3,35	3,40	3,40	3,35	3,38	3,30	3,49
Zone euro																	
Taux directeur	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,50	0,55
Bund 2 ans	-0,25	-0,59	-0,72	-0,60	-0,67	-0,52	-0,60	-0,60	-0,58	-0,55	-0,55	-0,40	-0,20	-0,43	-0,30	0,20	0,26
Bund 10 ans	0,54	0,14	0,37	0,50	0,30	0,47	0,50	0,42	0,45	0,60	0,60	0,70	0,85	0,69	0,82	1,15	1,22
OAT 2 ans	-0,18	-0,51	-0,48	-0,49	-0,45	-0,36	-0,40	-0,42	-0,41	-0,35	-0,35	-0,20	0,00	-0,23	-0,06	0,40	0,67
OAT 10 ans	0,86	0,48	0,81	0,72	0,67	0,80	0,83	0,73	0,76	0,90	0,90	1,00	1,15	0,99	1,11	1,45	1,67
Royaume-Uni																	
Taux directeur	0,50	0,25	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,10	1,25	1,40
Rendement 2 ans	0,54	0,29	0,25	0,82	0,72	0,82	0,80	0,79	0,82	0,80	0,85	0,95	1,00	0,90	1,15	1,35	1,63
Rendement 10 ans	1,82	1,22	1,20	1,35	1,28	1,57	1,57	1,44	1,43	1,60	1,65	1,70	1,80	1,69	1,82	2,10	2,16
Suisse																	
Taux directeur	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,50	-0,25	-0,30
Rendement 2 ans	-0,89	-0,91	-0,85	-0,85	-0,74	-0,70	-0,75	-0,76	-0,73	-0,70	-0,70	-0,45	-0,25	-0,53	-0,31	0,05	0,15
Rendement 10 ans	-0,09	-0,35	-0,09	0,03	-0,06	0,04	0,05	0,01	0,02	0,10	0,15	0,30	0,45	0,25	0,37	0,75	0,75
Japon																	
Taux directeur	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Rendement 2 ans	0,01	-0,21	-0,17	-0,13	-0,12	-0,11	-0,10	-0,11	-0,11	-0,10	-0,05	-0,05	-0,05	-0,06	-0,06	0,00	-0,03
Rendement 10 ans	0,36	-0,04	0,06	0,05	0,04	0,13	0,15	0,09	0,08	0,15	0,15	0,25	0,25	0,20	0,15	0,35	0,15

* Consensus | Note: les rendements d'obligations souveraines sont en moyenne pour les données annuelles et en fin de période pour les données trimestrielles.

NOS PRÉVISIONS DE CHANGE

► SOPHIE CASANOVA - ÉCONOMISTE



Les perspectives de croissance et de taux d'intérêt orientent les cours de change...

... mais les facteurs politiques et budgétaires sont des forces de rappel pour les devises

L'appréciation du dollar début 2019, et celle de l'euro ensuite, pourraient ainsi être limitées

Les évolutions des principales devises depuis le début de l'année 2017 et, en particulier celles des cours du dollar et de l'euro, pourraient paraître, à première vue, intrigantes. En effet, malgré la remontée régulière de son taux directeur par la Réserve Fédérale américaine et alors que la plupart des autres banques centrales optaient pour le statu quo monétaire, le dollar s'est déprécié de 8% entre janvier 2017 et février 2018 face à un panier de devises des pays partenaires des États-Unis. A contrario, depuis avril 2018, la devise américaine a rebondi de 9% face à ces devises, sans que, pour autant, la Fed n'ait accéléré ses hausses de taux ou que les autres banques centrales aient assoupli leurs politiques monétaires.

A priori, cette évolution n'est pas conforme à la théorie du marché des changes à court terme, puisque le différentiel de taux anticipé en faveur des États-Unis aurait dû continuellement soutenir le dollar. De la même manière, le rebond du billet vert depuis 2018 semble invalider l'hypothèse selon laquelle la monnaie américaine serait entrée dans une phase durable d'ajustement baissière, telle que décrite par la théorie du marché des changes à terme, qui devrait la ramener vers son niveau d'équilibre de moyen terme.

Toutefois, malgré les apparences, ces variations des devises n'ont pas été contradictoires avec ce que disent les théories classiques du marché des changes. En effet, nos modèles montrent, d'une part, que le différentiel de conjoncture (c'est-à-dire de taux d'intérêt, mais également de croissance du PIB) est resté le principal déterminant de l'orientation des devises à court terme et, d'autre part, que les facteurs structurels (niveau de la dette publique, position extérieure et risque politique notamment) ont contraint l'ampleur de leurs variations.

LES DIFFÉRENTIELS DE CONJONCTURE CONTINUENT DE DICTER L'ORIENTATION DES COURS DE CHANGE...

Depuis 2017, l'évolution des cours des devises, et notamment de l'euro-dollar, a été déconnectée de celle des différentiels de taux d'intérêt de court terme. Ainsi l'écart entre les anticipations de taux un an dans un an aux États-Unis et en zone euro, qui expliquait 70% de l'évolution du cours de l'euro-dollar entre 2008 et 2016, n'a expliqué que 40% de celle-ci depuis le début de l'année 2017.

Toutefois, nos modèles prennent en compte le fait que les taux d'intérêt ne reflètent plus, comme cela était le cas lors des précédents cycles économiques, les évolutions conjoncturelles, car le recours aux politiques monétaires non-conventionnelles les a déconnectés de la croissance du PIB. En effet, dans un environnement monétaire «normal», les anticipations de taux d'intérêt évoluent de manière concomitante et dans le même sens que les perspectives de croissance. Mais ce n'est plus le cas lorsque les banques centrales orientent grâce à leur communication les anticipations de taux courts ou/et qu'elles achètent des titres de longs termes,

15%

Surévaluation du dollar par rapport à son niveau d'équilibre

car, ce faisant, elles maintiennent artificiellement bas les taux d'intérêt au regard des perspectives conjoncturelles.

La prise en compte dans nos modèles de cette déconnexion entre la croissance et les taux d'intérêt leur permet d'expliquer qu'une devise puisse s'apprécier sans pour autant que le différentiel sur les taux courts ou les rendements longs en faveur du pays n'augmente. Dans les faits, cela résulte d'un renforcement des anticipations bénéficiaires des investisseurs internationaux, liées à l'amélioration des fondamentaux économiques, qui les incite à investir dans la devise du pays.

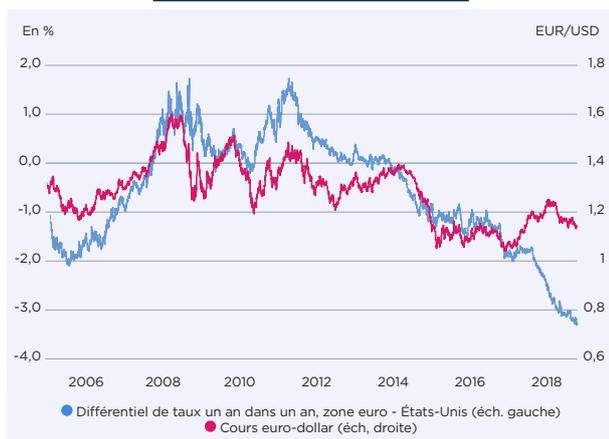
Ces conclusions se vérifient au regard de l'évolution récente de l'euro-dollar. En 2017 et début 2018, la croissance du PIB de la zone euro a significativement accéléré, mais, alors que l'infla-

tion demeurait à un bas niveau, la BCE a assuré qu'elle conserverait durablement ses taux bas et a poursuivi son programme d'achats d'actifs. De fait, la réduction du différentiel de croissance entre la zone euro et les États-Unis a soutenu la hausse de l'euro contre dollar sans que le différentiel de taux aille dans le sens de son appréciation. A contrario, le renforcement du différentiel de croissance en faveur des États-Unis observé ensuite a été un facteur de soutien du dollar face à l'euro.

... MAIS LES FACTEURS STRUCTURELS LIMITENT L'AMPLEUR DE LEURS VARIATIONS

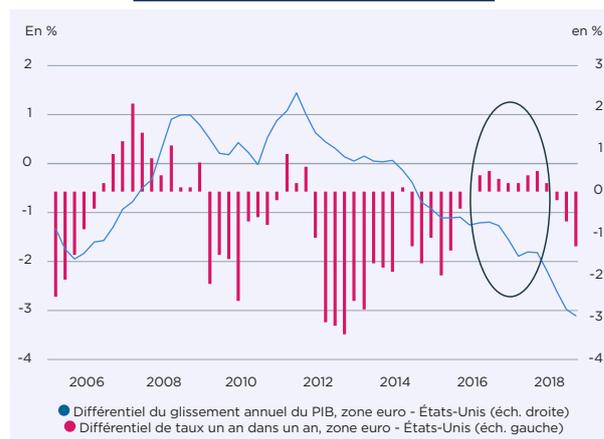
Si ce différentiel de conjoncture permet d'expliquer l'orientation tour à tour haussière et baissière des devises, il ne permet pas toutefois de

Le différentiel de taux anticipé explique moins bien l'évolution des cours de change...



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

... car les politiques monétaires non conventionnelles peuvent le déconnecter de la croissance



Sources: Bloomberg, Edmond de Rothschild Economic Research

Taux de change	2018f								2019f				2020f				
	2015	2016	2017**	Q1	Q2	Q3	Q4f	2018f	C*	Q1f	Q2f	Q3f	Q4f	2019f	C*	2020f	C*
EUR/USD	1,08	1,11	1,13	1,23	1,19	1,16	1,14	1,18	1,18	1,13	1,12	1,14	1,16	1,14	1,24	1,20	1,26
USD/JPY	120	109	112	108	109	112	114	111	110	114	115	115	114	115	109	113	104
GBP/USD	1,47	1,36	1,29	1,39	1,36	1,30	1,30	1,34	1,34	1,29	1,28	1,29	1,30	1,29	1,38	1,30	1,42
USD/CHF	1,01	0,98	0,98	0,95	0,98	0,98	1,00	0,98	0,98	1,02	1,03	1,03	1,02	1,02	0,95	1,00	0,96
USD/CNY	6,28	6,65	6,75	6,36	6,38	6,81	6,96	6,63	6,62	6,88	6,76	6,65	6,65	6,74	6,75	6,65	6,57
USD/BRL	3,34	3,48	3,19	3,24	3,61	3,95	3,76	3,64	3,63	3,70	3,65	3,65	3,65	3,66	3,65	3,65	3,75
EUR/JPY	130	121	127	133	130	130	130	131	130	129	129	131	132	130	135	136	131
EUR/GBP	0,73	0,81	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,88	0,89	0,88	0,90	0,92	0,89
EUR/CHF	1,09	1,09	1,11	1,17	1,17	1,14	1,14	1,15	1,16	1,15	1,15	1,17	1,18	1,16	1,18	1,20	1,21

* Consensus | **moyenne de l'ensemble des données annuelles

comprendre l'ampleur de leurs variations. À titre d'exemple, l'appréciation de l'euro en 2017 a été relativement contenue et le renforcement du dollar depuis avril 2018 semble limité (le taux de change du dollar contre un panier de devises était revenu en octobre 2018 à son niveau de fin 2016 seulement).

Une prise en compte des déterminants structurels (niveau de la dette, position extérieure et risque politique notamment) par nos modèles montre que ces derniers ont exercé des pressions sur l'évolution des cours des changes et ont contribué à limiter l'ampleur de variations des devises. Ils confirment notamment que :

- › la surévaluation du dollar, qui atteindrait 15% contre l'ensemble des devises en octobre 2018 selon le modèle FEER d'équilibre de moyen terme du compte courant, limiterait son potentiel d'appréciation. En effet, les investisseurs de très long terme sont incités à réduire leur exposition à une devise qui pourrait être appelée à se déprécier à terme. Cela a été le cas, en particulier, des banques centrales qui ont baissé la part de leurs réserves allouées en dollars de 65.4% au quatrième trimestre 2016 à 62.3% au deuxième trimestre 2018.
- › le risque politique en zone euro limite le potentiel d'appréciation de la monnaie européenne. Notamment, l'écart entre le rendement allemand à 10 ans et le rendement moyen équivalent dans l'ensemble de la zone euro, qui est une mesure du risque politique, explique, en moyenne, 55% de ses variations de l'euro vis-à-vis d'un panier de devises depuis 2015.
- › a contrario, la perspective du Brexit réduit le potentiel de baisse de l'euro alors que la relocalisation définitive d'activités financières

en zone euro induirait non seulement un flux massif de capitaux vers l'euro, mais provoquerait également un accroissement pérenne des flux financiers vers la zone euro.

NOS PRÉVISIONS

Les conclusions de nos modèles forgent nos prévisions de change pour 2019 et 2020 : les différentiels de conjoncture orienteraient les cours des principales devises, mais le poids des facteurs structurels limiterait l'ampleur de leurs fluctuations. Ainsi nous prévoyons :

- › Une hausse modérée du dollar contre euro au premier semestre 2019, soutenue par le différentiel de taux et de croissance en faveur des États-Unis. Les pressions haussières sur la devise américaine se réduiraient au-delà alors que le potentiel de resserrement monétaire supplémentaire serait limité.
- › Une légère appréciation de l'euro à compter du second semestre 2019 si, comme nous le prévoyons, les anticipations de hausses futures des taux se renforçaient.
- › Une inertie de la livre sterling face à l'euro qui continuerait d'être affectée par l'incertitude relative aux conditions de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- › Une dépréciation du franc suisse et du yen en 2019, alimentée par les perspectives de politique monétaire, mais qui demeurerait contenue en raison du rôle structurel de valeur refuge de ces deux monnaies.
- › Une légère réappréciation du yuan au premier semestre 2019 qui résulterait du renforcement de l'activité en Chine.

Achévé de rédiger le 28 novembre 2018

© Gettyimages, AdobeStock.com

Réalisation & production: Communication & Marketing - Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

INFORMATION JURIDIQUE IMPORTANTE

La présente brochure a été élaborée par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Edmond de Rothschild (Europe), établie au 20 boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.820 euros, soumise au contrôle de L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 PARIS, se contentent de mettre à disposition de leurs clients ladite brochure dans leurs propres locaux ou dans les locaux de leurs succursales.

Le présent document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce document ne peut être distribué aux personnes dans les juridictions dans lesquelles ce document serait constitutif d'une recommandation, offre de produits ou services ou sollicitation et pourrait, de ce fait, ne pas être légal.

Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à ce jour. Les données chiffrées, commentaires, analyses les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure peuvent s'avérer ne plus être actuels ou pertinents au moment où l'investisseur prend connaissance de la brochure, notamment en égard à la date de publication de cette dernière ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation de Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. sont disponibles gratuitement sur simple demande.

En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d'Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Par ailleurs, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou de Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée en raison d'un dommage subi par un investisseur et résultant du contenu ou de la mise à disposition de cette brochure. En effet, cette brochure a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui la consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment, en s'entourant au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Ces données ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie.

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. - Tous droits réservés.



EDMOND DE ROTHSCHILD, L'AUDACE DE BÂTIR L'AVENIR.