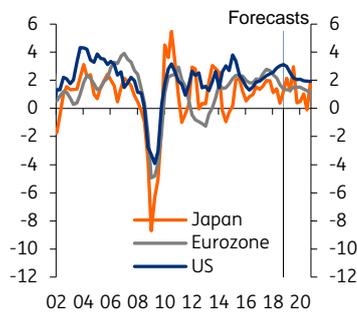


3 décembre 2018

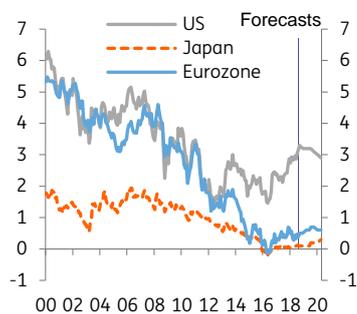
Monthly Economic Update

Un 2019 au ralenti

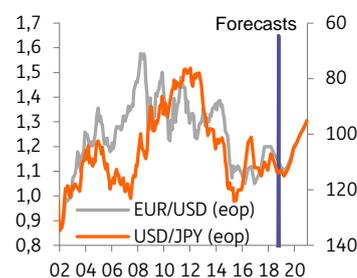
GDP growth (%YoY)



10yr bond yields (%)



FX



Mark Cliffe

Head of Global Markets Research
London +44 20 7767 6283
mark.cliffe@ing.com

Rob Carnell

Padhraic Garvey

James Knightley

Iris Pang

James Smith

Chris Turner

Peter Vanden Houte

Ceci est un résumé de notre publication en anglais disponible sur notre site

(<https://think.ing.com/reports/december-economic-update-avoiding-hard-choices/>).

Les premiers signes d'une année 2019 qui verrait une croissance mondiale plus faible apparaissent. Les marchés ont récemment été perturbés par le resserrement monétaire américain, le protectionnisme commercial, les conditions météorologiques exceptionnelles et les difficultés des marchés émergents. Les enquêtes de conjoncture vont dans la mauvaise direction, les tensions commerciales montrent peu de signes d'accalmie, alors que la politique en général présente plusieurs risques qui pourraient transformer l'atterrissage en douceur en quelque chose de plus difficile. Mais il serait faux de suggérer que ces risques sont tous à sens unique.

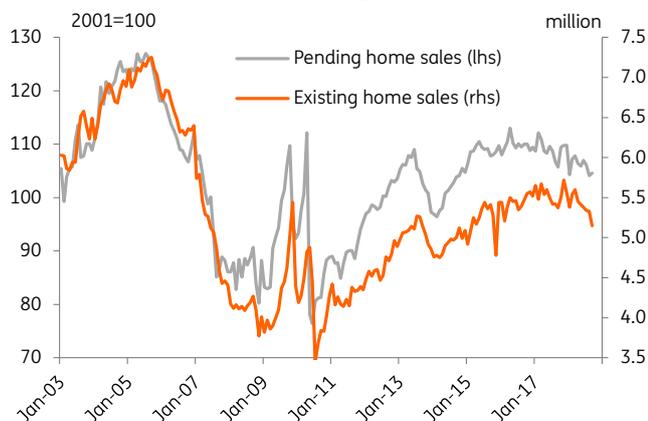
Aux **Etats-Unis**, l'estimation de croissance au 3ème trimestre a été revue à la baisse. Néanmoins, à 3,5% (qoq annualisé), le rythme reste dynamique et l'économie devrait croître de 2,9% cette année. Récemment, des doutes ont cependant commencé à s'accumuler pour 2019 : les entreprises sont en effet en mesure de répercuter dans leurs prix les hausses de taxes à l'importations, ce qui devrait continuer de soutenir l'inflation américaine malgré des prix du pétrole en baisse. Par ailleurs, les effets des stimuli fiscaux devraient s'atténuer alors que les résultats des élections de mi-mandat ne permettent pas d'espérer de grands plans d'investissements. Enfin, tant la force de l'USD que le resserrement des taux de la FED (le 9ème est attendu en décembre) commence à faire sentir ses effets dans les secteurs les plus dépendants du crédit, notamment dans l'immobilier où on observe un ralentissement de la croissance des ventes (Cf. Graphique 1). Tout cela a poussé les derniers Gouverneurs qui se sont exprimés à plus de prudence. Si la FED s'attend encore à 4 hausses de taux en 2019, les marchés n'en intègrent que 2 dans le prix des contrats futurs. Il est donc probable qu'on parle de plus en plus de « pause » pour la FED dans les semaines à venir.

Dans l'**Eurozone**, les indicateurs PMI se sont repliés à un plus bas de 4 ans en novembre tandis que la croissance au 3ème trimestre était décevante avec des contractions du PIB en Italie et en Allemagne (-0,1% et -0,2% respectivement qoq). En Allemagne, des problèmes de retard dans les processus de production automobile (et de leurs ventes), sont responsables d'environ 0,3pp de cette contraction. Cela ne signifie donc pas que la faiblesse de l'Allemagne se limite au secteur. En réalité, l'Allemagne pourrait bien commencer à payer le prix d'un euro surévalué. En effet, si l'euro est faible par rapport à l'USD, il est à un plus haut de près de 10 ans si l'on considère l'ensemble des partenaires commerciaux de la zone (Cf. graphique 2). Ce phénomène limite par ailleurs les pressions inflationnistes et pourrait pousser la BCE à la prudence en décembre. Si nous ne pensons pas qu'elle modifiera ses plans et arrêtera bien ses achats nets d'actifs dès janvier, Mario Draghi devrait laisser ouverte la question de la première remontée des taux, attendue pour la fin 2019.

Au **Royaume-Uni**, après la signature de l'accord sur le Brexit le 25 novembre dernier, Theresa May a la tâche difficile de faire voter le texte au Parlement Britannique. Le vote aura lieu le 11 décembre à 20H CET. En cas de vote positif, l'accueil sera chaleureux au Sommet Européen du 13 décembre et la porte sera ouverte à une ratification par le Parlement Européen et une période de transition s'ouvrira le 29 mars prochain jusqu'en décembre 2020. C'est pendant cette période (prolongeable une fois) que les multiples contentieux devront être résolus. Dans le cas où le Parlement rejetterait l'accord, ce qui est à l'heure où nous écrivons le scénario le plus probable, plusieurs possibilités seraient ouvertes, y compris, mais avec des probabilités faibles, un nouveau referendum ou de

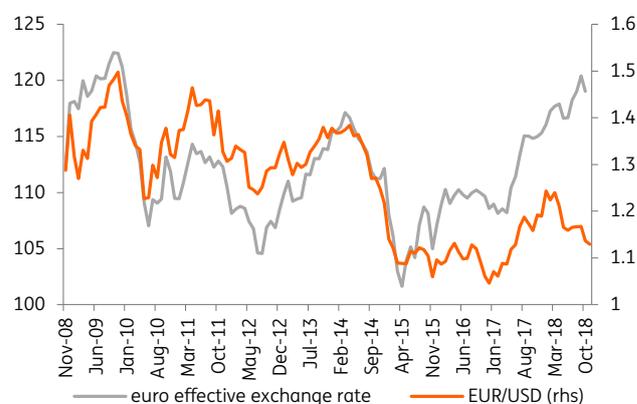
nouvelles élections, ou les deux (plus de détails sur ces différents scénarios dans notre édition en anglais). Plus probablement, Theresa May devrait faire des concessions aux Travailleurs pour s'assurer du soutien de certains d'entre eux lors d'un second vote en janvier. Cela impliquerait de négocier avec Bruxelles quelques changements dans la déclaration politique que le Conseil devrait adopter en décembre (et non dans l'accord lui-même pour lequel toutes les marges de négociations sont épuisées). Cette déclaration est un document de 26 pages donne les intentions des deux parties pour les négociations à venir dans la période de transition. La saga est donc loin d'être terminée.

Gr 1 Housing market is softening



Source: Bloomberg

Gr 2 Investment slowdown underway



Source: Thomson Reuters Datastream

En **Chine**, une escalade de la guerre commerciale est un des principaux risques pour 2019. Les derniers indicateurs PMI pointent d'ailleurs vers une baisse de la croissance des exportations. Cela devrait contribuer à la croissance, attendue, du commerce mondial l'an prochain. Cependant, le Gouvernement chinois a un ensemble de mesures stimulantes à sa disposition et s'apprête à dépenser 4000 milliards de yuans par an en 2019 et 2020, soit 4,5% du PIB chaque année. Une partie de ces fonds viendra normalement abaisser la dette des certaines entreprises chinoises surendettées. Le stimulus ne sera donc pas entièrement investi. Cependant, bon nombre de projets d'infrastructures et de soutien à l'innovation devraient voir le jour. Les entreprises exportatrices devraient également bénéficier de rabais fiscaux sur les droits de douanes payés aux américains. Le taux de change devrait quant à lui demeurer une arme de politique monétaire. Nous pensons qu'avec le ralentissement de l'activité économique de 6,5% à 6,3% entre 2018 et 2019, le yuan devrait se déprécier à nouveau pour atteindre 7,3 contre l'USD.

Au **Japon**, le typhon Jebi (le pire depuis 1993), a eu un grave impact sur le PIB du 3ème trimestre qui s'est contracté de 0,3% qoq. Nous anticipons cependant un rebond qui devrait conduire la croissance à 1,7% en 2018 et 2019. Sur le plan monétaire, la BoJ est limitée dans sa tentative de réduire la taille de son bilan alors que les obligations japonaises à 10 ans offrent toujours un rendement de 0,1%. Il n'y a donc rien à attendre de côté dans les prochains mois.

Enfin, sur le **marché des changes**, l'euro, s'il est historiquement fort comparé à la plupart des monnaies, reste faible face à l'USD. Nous pensons cependant toujours que l'USD devrait se déprécier légèrement en 2019 à mesure que la « pause » de la Fed se fera sentir et que les perspectives d'un ralentissement économique émergeront. La dépréciation devrait cependant être progressive car nous ne pensons pas que le cap du 1,2 sera franchi avant la toute fin 2019.

Annexe – Prévisions globales d'ING

	2017					2018F					2019F					2020F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY	1Q	2Q	3Q	4Q	FY
United States																				
GDP (% QoQ, ann)	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	2.2	4.2	3.5	2.6	2.9	1.7	2.3	2.1	2.1	2.4	1.8	1.9	2.0	2.0	1.9
CPI headline (% YoY)	2.6	1.9	2.0	2.1	2.1	2.3	2.6	2.6	2.4	2.5	2.1	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2
Federal funds (% eop) ¹	0.75	1.00	1.00	1.25		1.50	1.75	2.00	2.25		2.50	2.75	3.00	3.00		3.00	3.00	3.00	3.00	
3-month interest rate (% eop)	1.15	1.30	1.33	1.56		2.30	2.35	2.45	2.64		2.95	3.26	3.43	3.43		3.43	3.43	3.43	3.26	
10-year interest rate (% eop)	2.40	2.30	2.30	2.40		3.00	3.00	3.00	3.20		3.30	3.20	3.20	3.20		3.20	3.10	3.00	2.90	
Fiscal balance (% of GDP)					-3.5					-4.0					-4.7					-5.0
Fiscal thrust (% of GDP)					0.0					1.2					0.8					0.0
Debt held by public (% of GDP)					76.1					77.3					79.7					82.7
Eurozone																				
GDP (% QoQ, ann)	2.7	2.8	2.7	2.7	2.5	1.6	1.8	0.7	1.4	1.9	1.4	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9	1.3
CPI headline (% YoY)	1.5	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3	1.7	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Refi minimum bid rate (% eop)	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	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3-month interest rate (% eop)	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33		-0.33	-0.33	-0.33	-0.33		-0.32	-0.26	-0.25	-0.10		0.15	0.15	0.15	0.15	
10-year interest rate (% eop)	0.45	0.40	0.45	0.42		0.50	0.30	0.40	0.50		0.50	0.50	0.60	0.60		0.70	0.70	0.60	0.60	
Fiscal balance (% of GDP)					-0.9					-0.6					-0.9					-0.8
Fiscal thrust (% of GDP)					0.2					0.0					0.2					-0.1
Gross public debt/GDP (%)					89.2					87.5					85.7					84.5
Japan																				
GDP (% QoQ, ann)	1.9	2.3	1.6	1.3	1.7	-1.1	3.0	-1.1	4.2	1.7	2.6	-0.6	5.8	-5.8	1.7	2.9	1.6	1.1	1.6	1.2
CPI headline (% YoY)	0.2	0.4	0.6	0.6	0.5	1.3	0.6	1.1	1.0	1.0	0.7	1.3	1.2	2.1	1.3	2.4	2.2	2.1	1.0	1.9
Excess reserve rate (%)	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1		0.0	0.0	0.0	0.0	
3-month interest rate (% eop)	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	-0.05	-0.05		0.05	0.05	0.00	0.00		0.00	0.10	0.10	0.10	
10-year interest rate (% eop)	0.10	0.10	0.10	0.10		0.10	0.10	0.10	0.10		0.1	0.1	0.1	0.1		0.2	0.2	0.2	0.3	
Fiscal balance (% of GDP)					-4.8					-4.1					-3.6					-3.0
Gross public debt/GDP (%)					221					223					224					226
China																				
GDP (% YoY)	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.7	6.5	6.3	6.6	6.2	6.2	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2
CPI headline (% YoY)	1.4	1.4	1.6	1.8	1.6	2.2	1.8	2.3	2.5	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5
PBOC 7-day reverse repo rate (% eop)	2.45	2.45	2.45	2.50	2.50	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.50	2.50	2.45	2.45	2.45	2.40	2.40	2.35	2.35	2.35
10-year T-bond yield (% eop)	3.29	3.57	3.61	3.90	3.90	3.75	3.48	3.63	3.50	3.50	3.45	3.40	3.35	3.30	3.30	3.25	3.20	3.15	3.15	3.15
Fiscal balance (% of GDP)					-3.7					-4.5					-4.5					-4.0
Public debt, inc local govt (% GDP)					50.0					88.0					102					103
UK																				
GDP (% QoQ, ann)	1.3	1.0	1.9	1.6	1.5	0.4	1.6	2.5	1.2	1.3	1.3	1.5	2.1	2.0	1.6	1.7	1.7	1.2	1.2	1.7
CPI headline (% YoY)	2.1	2.7	2.8	3.0	2.7	2.7	2.4	2.5	2.3	2.5	2.2	2.1	1.8	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8	1.7	1.8
BoE official bank rate (% eop)	0.25	0.25	0.25	0.50		0.50	0.50	0.75	0.75		0.75	1.00	1.00	1.00		1.25	1.25	1.50	1.50	
BoE Quantitative Easing (£bn)	445	445	445	445		445	445	445	445		445	445	445	445		445	445	445	445	
3-month interest rate (% eop)	0.35	0.35	0.35	0.52		0.60	0.80	0.80	0.80		0.85	1.05	1.05	1.05		1.30	1.35	1.60	1.65	
10-year interest rate (% eop)	1.15	1.10	1.35	1.20		1.45	1.48	1.57	1.50		1.60	1.70	1.80	1.90		1.90	2.00	2.10	2.20	
Fiscal balance (% of GDP)					-2.5					-1.4					-1.5					-1.5
Fiscal thrust (% of GDP)					-0.5					-0.4					-0.4					-0.3
Gross public debt/GDP (%)					87.0					84.0					83.0					81.5
EUR/USD (eop)	1.08	1.12	1.20	1.20		1.20	1.17	1.15	1.12		1.10	1.12	1.15	1.20		1.22	1.25	1.28	1.30	
USD/JPY (eop)	112	115	110	113		107	110	114	113		115	113	110	105		103	100	98.0	95.0	
USD/CNY (eop)	6.89	6.78	6.65	6.51		6.28	6.67	6.87	7.00		7.10	7.20	7.30	7.30		7.30	7.20	7.10	7.00	
EUR/GBP (eop)	0.87	0.88	0.94	0.89		0.88	0.88	0.89	0.90		0.87	0.85	0.85	0.85		0.85	0.85	0.85	0.85	
Brent Crude (US\$/bbl, avg)	55	51	52	61	55	67	75	76	75		75	71	68	67		64	69	71	69	

¹Lower level of 25bp range; 3-month interest rate forecast based on interbank rates

Source: ING forecasts

Disclaimer

Cette publication a été préparée par la division d'analyse économique et financière de ING Belgique S.A. ("ING") exclusivement à titre d'information, sans tenir compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des moyens d'un utilisateur en particulier. Les informations dans cette publication ne constituent ni une recommandation de placement, ni un conseil fiscal, juridique ou en investissement, ni une offre ou une incitation à acheter ou vendre des instruments financiers. Même si toutes les précautions ont été prises pour assurer que les informations contenues dans ce document ne soient ni erronées, ni trompeuses au moment de la publication, ING ne peut pas garantir l'exhaustivité ni l'exactitude des informations communiqués par des tiers. ING ne peut pas être tenue pour responsable d'éventuelles pertes directes ou indirectes suite à l'utilisation de cette publication, sauf faute grave. Les opinions, prévisions ou estimations sont uniquement celles du ou des auteurs à la date de la publication et peuvent être modifiées sans préavis, sauf indication contraire.

La distribution de cette publication peut faire l'objet de restrictions légales ou réglementaires dans certains états et les personnes qui entrent en possession de celle-ci doivent se renseigner à propos de ces restrictions et les respecter.

Cette publication est soumise à la protection du copyright et des droits des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque, quel que soit l'objectif, sans l'accord préalable explicite et écrit de ING. Tous les droits sont réservés. L'entité juridique responsable de la publication ING Belgique S.A. est agréée par la Banque Nationale de Belgique et est supervisée par la Banque Centrale Européenne (BCE), la Banque Nationale de Belgique (BNB) et l'Autorité des Services et Marchés Financiers (FSMA). ING Belgique S.A. est enregistrée en Belgique (n° 0403.200.393) au registre des personnes morales de Bruxelles

À l'attention des investisseurs américains : toute personne qui souhaite discuter de cette publication ou effectuer des transactions dans un titre mentionné dans ce document doit prendre contact avec ING Financial Markets LLC, qui est membre de la NYSE, la FINRA et la SIPC et qui fait partie d'ING, et qui a accepté la responsabilité de la distribution de ce document aux États-Unis conformément aux dispositions en vigueur.

Editeur responsable : Peter Vanden Houte, Avenue Marnix 24, 1000 Bruxelles, Belgique.