



REVUE TRIMESTRIELLE,  
MONDE & ÉMERGENTS - Q3 2018

---

# Croissance vigoureuse aux États-Unis, début de ralentissement en Europe et au Japon

# Croissance vigoureuse aux États-Unis, début de ralentissement en Europe et au Japon

Hugues Chevalier, Economist

juillet 2018

La croissance économique reste vigoureuse, tirée en particulier par les États-Unis et par les pays émergents d'Asie. Ainsi, en terme de chiffrage, la hausse du PIB serait plus forte en 2018 que l'année dernière. Mais il s'agit d'une image trompeuse. En effet, le pic de croissance semble avoir été atteint dans la deuxième partie de 2017, comme le confirment les enquêtes PMI et la croissance du PIB mondial au 1<sup>er</sup> trimestre de cette année. Cette décélération de l'activité pourrait être même sensible en 2019. L'évolution depuis le début de l'année de plusieurs indicateurs suggère que ce ralentissement pourrait s'amplifier dès le 2<sup>e</sup> semestre de cette année. Le premier facteur de décélération est la remontée de l'inflation, notamment aux États-Unis. La conséquence directe de cette accélération est la remontée des taux d'intérêt, ce qui devrait pénaliser la consommation et les investissements. Ensuite, les tensions commerciales, initiées par les États-Unis, pourraient faire dérapier le commerce international. Bien que le montant des importations soumis à ces nouvelles taxes soit marginal au regard du total mondial, il est difficile d'appréhender l'impact des contre-mesures et de leurs conséquences indirectes. Au total, dans les pays de l'OCDE, le PIB devrait croître de 2.4% cette année (contre 2.2% en 2017), avant de décélérer à

2.1% en 2019. L'évolution du PIB serait similaire dans les pays émergents avec une progression de 5.3% cette année, avant un ralentissement à 5.2% environ en 2019. Ces prévisions reflètent notre scénario central. Mais la probabilité de scénarios plus pessimistes augmente en ligne avec la remontée des risques liés à la hausse des taux d'intérêt américains et à la guerre commerciale (Fig. 1a et 1b).

L'évolution récente **des taux longs** dans les pays de l'OCDE reflète les chemins de croissance et d'inflation divergents entre, d'une part, les États-Unis et, d'autre part, l'Europe et le Japon. Ainsi, les taux des obligations souveraines américaines ont poursuivi leur remontée au cours du 2<sup>e</sup> trimestre et plafonnent désormais aux environs de 3%. Selon toute probabilité, les taux longs américains devraient continuer à progresser graduellement. Par ailleurs, le resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) se poursuit avec la remontée de l'inflation et le recul du taux de chômage. Après déjà deux hausses de 25 points de base depuis le début de l'année (cible des fonds fédéraux à 1.75% – 2.00%), la Fed devrait en opérer encore deux de 25 points cette année (une chaque

Fig.1a: PMI manufacturier  
Source: BNP Paribas

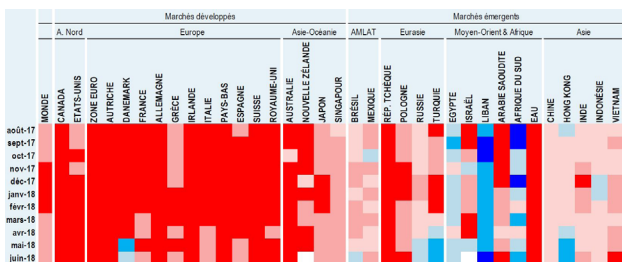


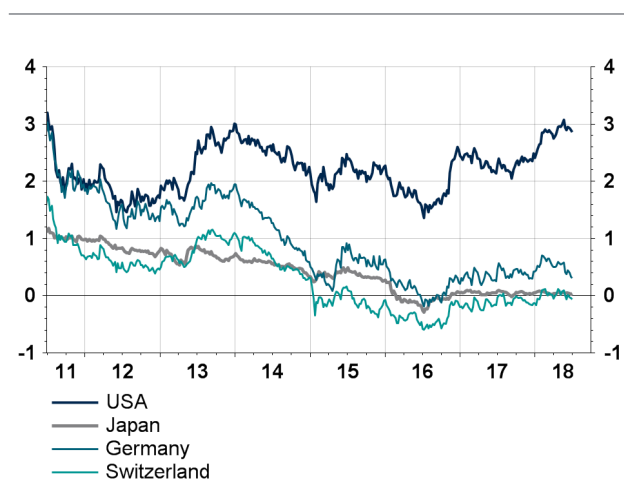
Fig. 1b: Monde: indices boursiers MSCI  
(100 = 31 mars 2017)  
Source: IAM



trimestre). Ces hausses de taux reflètent une consommation et une activité tirées par les baisses des prélèvements fiscaux. Il est paradoxal de constater qu'une partie des efforts fiscaux opérés par le gouvernement est neutralisée par le resserrement de la politique monétaire...

Dans la zone euro, les taux longs (Bund allemand) ont baissé suite au ralentissement de la croissance au 1er trimestre. Mais les taux italiens se sont vigoureusement redressés après la nomination d'un gouvernement populiste et hostile aux règles financières de la zone euro. Parallèlement, les taux à court terme restent proches de 0% en ligne avec la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Cette dernière a annoncé qu'elle n'effectuerait pas de hausse de taux avant le deuxième semestre 2019. En Suisse et au Japon, les taux longs restent à zéro, en ligne avec une inflation faible et des politiques monétaires très expansives (Fig.2).

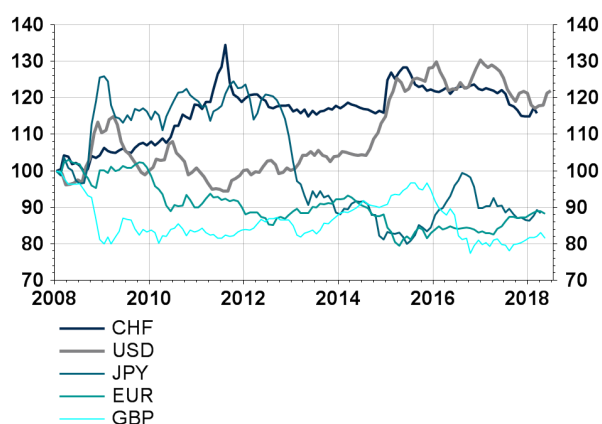
Fig.2: Taux des obligations d'État à 10 ans en %  
Source: IAM



Sur le marché des **taux de change**, le dollar s'est renforcé ces dernières semaines face à toutes les devises. Ceci est dû aux hausses actuelles et prévues des taux directeurs américains liées à l'accélération de l'inflation. Corollaire de la vigueur du dollar et de la hausse des taux américains, les devises émergentes se sont dépréciées, victimes de sorties de capitaux. Dans les pays «fragiles», où les comptes extérieurs sont traditionnellement déficitaires (Turquie, Argentine, etc), la chute des devises est importante. Les autorités monétaires n'auront pas le choix et devront procéder à des politiques monétaires plus restrictives pour éviter un rebond de l'inflation issu de la hausse des prix à l'importation. En Chine, le recul du renminbi depuis le début

du 2e trimestre ne serait pas dû aux marchés, ni à des sorties de capitaux. En effet, les autorités monétaires semblent être à la source de la baisse du yuan comme mesure de rétorsion aux nouvelles surtaxes à l'importation mises en place par l'administration américaine. L'objectif des autorités monétaires est de donner un avantage compétitif aux exportations chinoises (Fig.3).

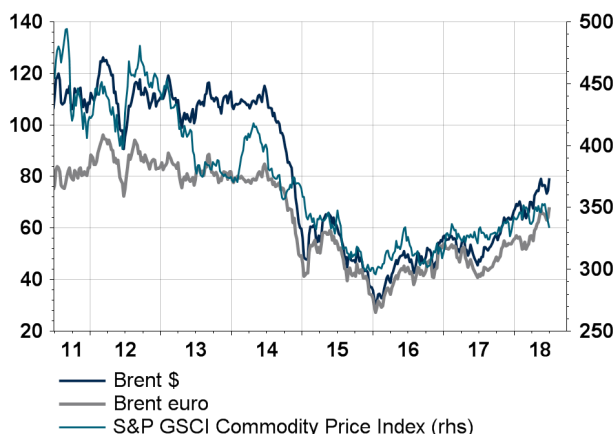
Fig.3: Monde: taux de change effectifs réels  
Source: IAM



Depuis le début du 2e trimestre, **le prix du Brent** exprimé en dollars a fortement progressé, fleurant avec la barre des 80 dollars le baril. En dollars et sur un an, les prix du pétrole ont augmenté de 60%. Pour l'économie mondiale, il s'agit d'un choc de prix. La hausse des cours du brut est due à plusieurs facteurs. Du côté de l'offre, le blocage des exportations de brut du Venezuela et de l'Iran par l'administration américaine pousse les prix à la hausse. Par ailleurs, l'accord des pays producteurs de l'OPEP avec la Russie pour un maintien des quotas limite un accroissement de la production. Ce sont majoritairement les pays non OPEP (États-Unis) qui participent à la hausse de l'offre avec 2 millions de barils par jour. Ce n'est pas suffisant face à une demande qui progresse de 3 millions de barils par jour sur 2018 et 2019. Mais le rebond des prix pourrait générer un ralentissement de la consommation. En effet, en Asie (région la plus dépendante des importations de brut), la récente hausse des prix engendre un prélèvement de près de 2 points de PIB, ce qui va provoquer un ralentissement de la consommation (Fig.4, page 4).

Fig.4: Prix du Brent (USD et euro) et indice GSCI des prix des matières premières (USD)

Source: IAM

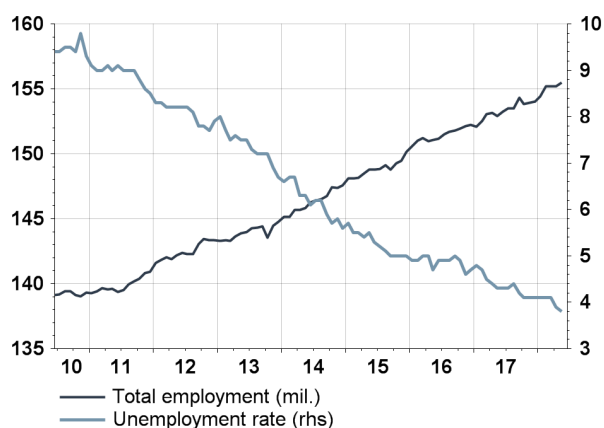


**Aux États-Unis**, l'économie progresse désormais sur un rythme soutenu (3.6% l'an au 2e trimestre). Cette croissance est avant tout le résultat de la stimulation budgétaire et fiscale. Cette situation a comme conséquence des tensions croissantes sur l'appareil de production, sur les approvisionnements, sur les prix et sur les salaires. La seconde moitié de l'année et 2019 verraient un atterrissage sur des rythmes de croissance plus faibles et plus soutenables. Au total, le PIB devrait progresser de 2.9% cette année, avant de ralentir à 2.6% en 2019.

Le maintien de la croissance au-dessus de son niveau potentiel (1,9%) continue de faire reculer les ressources

Fig.5: États-Unis : marché du travail

Source: IAM



inemployées et entraîne le taux de chômage bien en dessous de son niveau naturel. Ceci devrait susciter une accélération graduelle de la croissance des salaires, puis des pressions haussières sur les prix. L'inflation sous-jacente (1,9% a/a) se situe juste sous l'objectif de 2% de la Fed et devrait progressivement remonter au-dessus de ce seuil. Par ailleurs, l'impact de la hausse des droits de douane sur le prix des importations n'est pas connu. Mais la guerre commerciale, tout comme les perturbations des chaînes d'approvisionnement, constitue un facteur d'augmentation des prix et d'érosion du pouvoir d'achat du consommateur final. (Fig. 5)

Une étude de la Banque centrale européenne (BCE) indique que l'économie américaine reste très dépendante des échanges mondiaux et que, par conséquent, celle-ci serait la première victime d'un choc tarifaire. Pour l'instant, les surtaxes ne s'appliquent que sur une part marginale du commerce extérieur. Mais l'administration Trump a annoncé de nouvelles taxes de 20% sur les véhicules en provenance de l'Union européenne et de 25% sur un millier de produits chinois, représentant 50 milliards de dollars. Les biens visés sont très divers, mais ceux-ci entrent dans la chaîne de valeur ajoutée des entreprises américaines et ne sont pas facilement substituables. Ces nouvelles surtaxes pourraient avoir un effet disruptif. Plus grave, la politique tarifaire américaine, de par son imprévisibilité, affecte le comportement des entreprises. En effet, cette politique est devenue la principale source de préoccupation des directeurs financiers.

Le 13 juin dernier, la Réserve fédérale (Fed) a remonté pour la septième fois consécutive son taux directeur, désormais à 2% (limite haute). Selon le président de la Fed, la question de la stabilité financière apparaît désormais primordiale (mentionnée à huit reprises dans son discours). En effet, en raison de l'assouplissement par le gouvernement de la régulation sur le crédit, les risques d'emballement et de création d'une bulle de crédit ne cessent de croître. Par conséquent, la Fed devrait poursuivre sa politique restrictive au cours des prochains trimestres.

A moyen terme, plusieurs scénarios sont actuellement susceptibles de mener à une récession aux États-Unis en 2020: l'arrêt du stimulus budgétaire et fiscal, une politique monétaire restrictive, l'inversion de la courbe des taux et les tensions internationales. Notre scénario reste celui d'un ralentissement de fin de cycle, mais les risques d'une récession provoquée par les nouvelles surtaxes ne font que de s'accroître (Fig.6 et Fig. 7 page 5).

Fig.6: États-Unis : production industrielle, ISM et taux d'utilisation des capacités  
Source: IAM

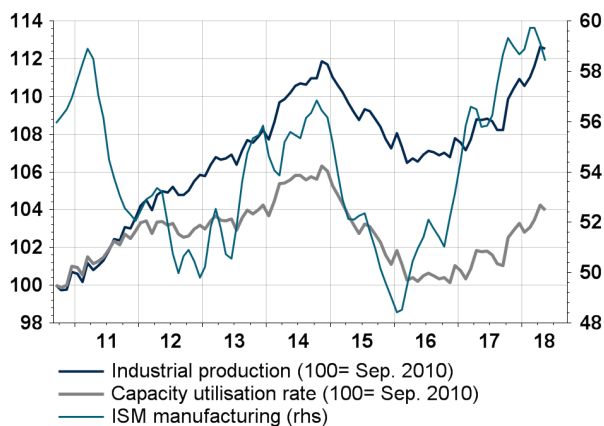


Fig.7: États-Unis : revenu disponible brut des ménages, emploi et indicateur de confiance des ménages  
Source: IAM



**Au Japon**, l'activité a subi un trou d'air au cours du 1er trimestre (comme dans la zone euro). Les indicateurs de conjoncture suggèrent une poursuite du ralentissement jusqu'à la fin de l'année. La hausse des prix du pétrole devrait également impacter négativement l'activité au cours des prochains mois. En dépit d'un taux de chômage qui ne cesse de reculer, les salaires réels stagnent, ce qui pénalise les dépenses des ménages. Au total, le PIB ralentirait à 1.5% cette année et à 1.3% en 2019 (Fig.8).

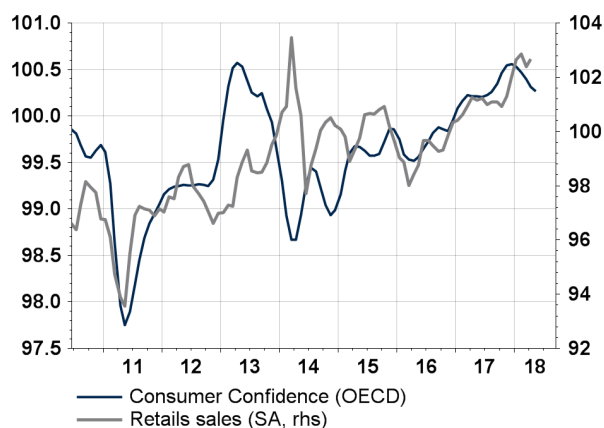
L'activité industrielle a stagné depuis le début de l'année. Les exportations ont également connu une correction depuis le début de l'année, mais restent à un niveau historiquement élevé. Les entrées de commandes adressées à l'industrie ont également connu un repli

ces derniers mois. Dans le secteur de l'immobilier, les démarrages de chantier sont revenus à leur niveau de 2015. Au total, l'activité a connu un net ralentissement. Pourtant, les taux d'utilisation des capacités de production (proxy pour l'investissement) ont mieux résisté, suggérant qu'il manque des capacités de production après deux années consécutives de hausse de la production industrielle. Les enquêtes du 2e trimestre indiquent que l'investissement aurait progressé sur un rythme supérieur à 3%. Mais il s'agit de la seule composante de l'activité qui progresse, comme le souligne la dernière enquête Tankan auprès des entreprises.

Fig.8: Japon: production industrielle, exportations (mia de JPY) et taux de change  
Source: IAM



Fig.9: Japon: Consumer confidence and retail sales  
Source: IAM

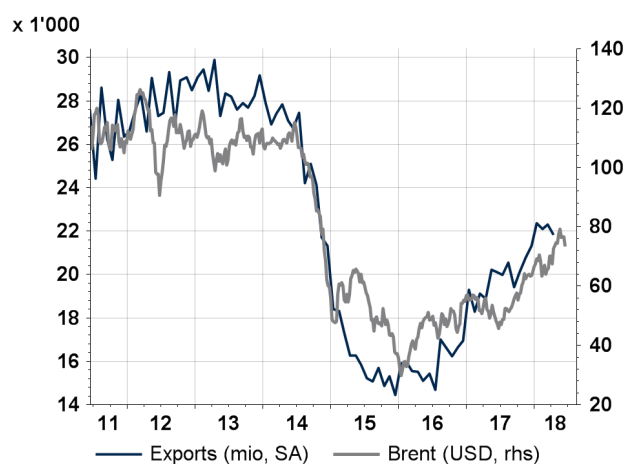


Du côté de la consommation des ménages, on retrouve encore les mêmes problèmes récurrents. En effet, en dépit d'un taux de chômage plancher et d'un nombre de postes non pourvus record, les salaires nominaux progressent d'à peine 1% et les salaires réels ont même reculé au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. Les ventes au détail ont, par conséquent, stagné depuis le début de l'année, ainsi que les ventes de véhicules particuliers. Les enquêtes auprès des ménages signalent un retournement de la confiance depuis le début de l'année de sorte que la consommation privée pourrait stagner, voire reculer légèrement, au cours des prochains mois. (Fig. 9, page 6).

Dans **les pays émergents**, l'accélération de la croissance a cessé en raison de l'appréciation du dollar, de la montée des taux américains et de l'intensification des craintes liées à la guerre commerciale. La plupart des devises émergentes ont reculé, les taux d'intérêt ont connu des pressions haussières et les spreads de crédit se sont écartés. Mais, la croissance a généralement bien résisté (sauf en Amérique latine). Pour le 2<sup>e</sup> semestre, les perspectives sont un peu moins bonnes. En effet, des signes de ralentissement sont apparus. Les exportations ralentissent depuis le début de l'année, en ligne avec le recul des indices PMI manufacturiers. La détérioration du climat mondial, en ligne avec le début de la guerre commerciale déclenchée par les États-Unis fait remonter le risque sur les pays émergents. Cette situation devrait pénaliser les investissements et la confiance des ménages et, par conséquent, leur consommation. Au total, la croissance du PIB des émergents (y compris la Chine) devrait ralentir en 2019 à 5.2%, contre 5.3% prévu cette année. Mais un scénario plus pessimiste n'est pas exclu, compte tenu de la remontée des risques.

**En Russie**, au 1<sup>er</sup> trimestre 2018, la croissance a accéléré à 3,2% l'an, portant la progression du PIB en glissement annuel à +1,3%. Les investissements bénéficient de la reprise des crédits au secteur privé qui progressent d'environ 15% (a/a). Par ailleurs, la consommation des ménages a accéléré en ligne avec la forte hausse du revenu réel disponible (+5,7% a/a en avril), reflet de la hausse des salaires des fonctionnaires et de la baisse des pressions inflationnistes. En outre, le marché du travail a continué de s'améliorer, le taux de chômage atteignant un point bas de 4,8%. Pour le second semestre, la croissance de l'activité pourrait accélérer, tirée par la hausse des revenus pétroliers. En effet, la production de pétrole devrait augmenter, les pays de l'OPEP ayant décidé le 22 juin dernier de relever leurs quotas de production de 1 million de barils par jour (Fig. 10).

Fig. 10: Russie: Prix du pétrole et exportations  
Source: IAM



Toutefois ce scénario de reprise graduelle grâce au secteur pétrolier pourrait être contrecarré par le durcissement des sanctions américaines. En effet en dépit de la forte hausse des prix du pétrole, le rouble s'est déprécié de près de 10% face au dollar au cours du premier semestre. Ce mouvement a été amorcé par l'annonce de nouvelles sanctions à l'encontre de la Russie par le Congrès américain le 6 avril dernier. Ces dernières ont généré une forte volatilité sur les marchés russes. Cette situation pourrait générer des tensions inflationnistes et peser sur la consommation des ménages et sur les investissements privés. Enfin, les entreprises russes sanctionnées pourraient rencontrer

Fig. 11: Russie: production industrielle et ventes au détail  
Source: IAMs



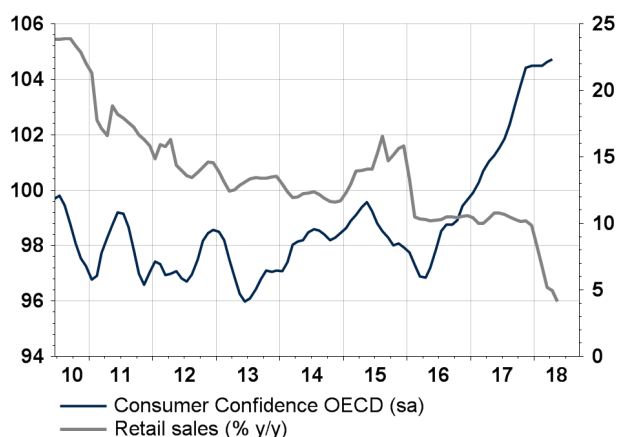
des difficultés à faire face à leurs remboursements de dette en dollars (Fig. 11 page 6).

En **Asie émergente**, depuis le début de l'année, les derniers indicateurs montrent une stabilisation de la croissance en dépit du ralentissement des exportations, comme le soulignent les indicateurs PMI. En effet, la demande domestique reste vigoureuse (investissements et consommation). Par conséquent, l'activité ne devrait pas ralentir (hors choc sur les taux d'intérêt et les devises) au cours du 2<sup>e</sup> semestre. Au total, pour l'ensemble de la zone, le PIB devrait progresser de 6% cette année et de 6.1% en 2019.

En **Chine**, la croissance n'a pas ralenti, contrairement aux attentes, avec une progression de 1.8% (t/t) au 2<sup>e</sup> trimestre, contre 1.4% au 1<sup>er</sup> trimestre. En glissement annuel, le PIB ressort 6.7% conformément aux pronostics du consensus. Cette croissance est tirée par la consommation des ménages et par les investissements. En revanche, la production industrielle continue de ralentir.

Les autorités ont ajusté leur politique économique dès avril pour contrecarrer la détérioration des conditions extérieures (recul des exportations mondiales, risques d'une guerre commerciale avec les États-Unis, etc.). En effet, la banque centrale a assoupli les conditions de liquidité interne et abaissé à deux reprises les coefficients de réserves obligatoires des banques. Elle a également laissé le yuan se déprécier de plus de 5% par rapport au dollar. Ces actions sont un soutien à la croissance et une tentative de réponse à la menace

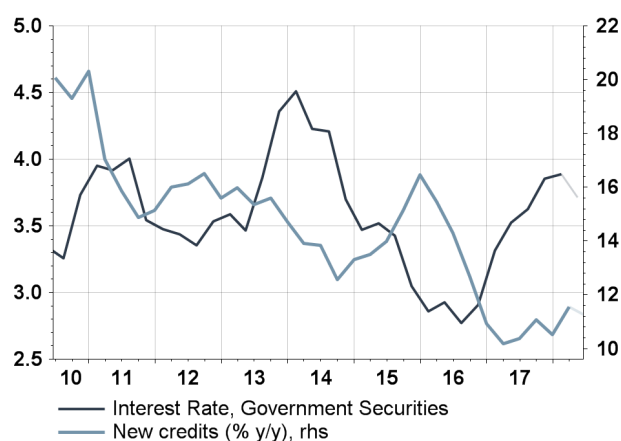
Fig.12: Ventes au détail et confiance des consommateurs  
Source: IAM



protectionniste américaine. Les marchés boursiers ont réagi négativement avec un recul de 16% de l'indice de la bourse de Shanghai (Fig. 12).

Les risques d'une guerre commerciale avec les États-Unis représentent la plus grande menace sur la croissance et la stabilité financière de la Chine depuis la crise financière de 2008. Pourtant, la Chine est trop dépendante du marché américain en termes de croissance et d'excédent courant pour s'offrir le luxe d'un tel conflit. Ainsi, les exportations vers les États-Unis représentent 3,5% du PIB (en moyenne annuelle). La Chine a donc tout intérêt à trouver un compromis avec les États-Unis et/ou de limiter l'impact des nouvelles taxes à l'importation introduites par l'administration Trump. C'est le cas avec la dépréciation pilotée de 5% depuis avril du yuan. Avec la baisse de la devise, la compétitivité des prix à l'exportation s'améliore et contrebalance les nouvelles taxes américaines. Toutefois, cette politique est dangereuse, car elle peut générer des sorties de capitaux et des nouvelles pressions, non volontaires cette fois-ci, à la baisse sur le yuan. La banque centrale a d'ailleurs stabilisé la devise chinoise ces derniers jours (Fig. 13).

Fig.13: Taux d'intérêt et nouveaux crédits  
Source: IAM



En **Inde**, au 4<sup>e</sup> trimestre 2017/2018 (1<sup>er</sup> trimestre 2018), la croissance économique a accéléré pour atteindre un plus haut au cours des deux dernières années (+7,7% en glissement annuel). L'activité a été tirée par un vif rebond des investissements pour le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif (+14,4% a/a). L'accélération du crédit bancaire aux entreprises suggère que le secteur

privé contribue seul à la hausse des investissements. En effet, les investissements du gouvernement ont diminué de près de 8% sur l'ensemble de l'année. Le taux de croissance des importations reste encore très vigoureux soulignant le dynamisme de la demande intérieure et des investissements en particulier.

Les perspectives de croissance restent bien orientées, comme le soulignent les derniers résultats d'enquête auprès des entreprises. Les taux d'utilisation des capacités ont atteint un niveau élevé, ce qui devrait encore soutenir les investissements au cours des prochains mois. Par ailleurs, la situation financière des entreprises cotées continue de s'améliorer.

La banque centrale a augmenté ses taux directeurs de 25 points de base à 6,25% lors de sa réunion de politique monétaire du mois de juin. Ce durcissement, le premier depuis 2014, s'explique, d'une part, par la hausse des pressions inflationnistes et, d'autre part, par les tensions à la baisse sur la roupie (INR). Celle-ci s'est dépréciée de près de 8% face au dollar sur les six premiers mois de l'année et les réserves de change ont baissé de plus de 12 milliards de dollars en mai. Ces sorties de capitaux étrangers résultent en partie de la hausse des taux d'intérêt américains.

En **Amérique latine**, en dépit de la poursuite de la hausse des prix du pétrole, les perspectives ont été corrigées partout à la baisse. En effet, les tensions sur les marchés financiers, la hausse du dollar et des taux aux États-Unis, la « guerre commerciale » et l'augmentation des risques géopolitiques provoquent un recul de la confiance, une dépréciation des devises et des sorties massives de capitaux. Au total, nous corrigeons à la baisse les prévisions de PIB qui ne devrait progresser que de 2% cette année (contre une prévision de 2.6% il y a 3 mois).

Au **Brésil**, au 1<sup>er</sup> trimestre la croissance du PIB déçoit à 1.6% l'an. Le rebond attendu de la consommation n'a pas eu lieu, malgré des ventes au détail bien orientées. Par ailleurs, la croissance de l'investissement a ralenti. Par conséquent, nous révisons fortement à la baisse la croissance prévue pour cette année de 2.7% à 2%. Les chiffres du 2<sup>e</sup> trimestre devraient être mauvais à cause de la grève des transporteurs routiers. Elle a entraîné une paralysie du pays durant 11 jours. Seul le secteur agricole tire actuellement la croissance du pays au travers des exportations. En effet, la production minière et la construction fléchissent, la production manufacturière stagne et les services ne progressent que marginalement. Enfin, à l'approche des élections d'octobre, l'attentisme des agents économiques et le durcissement des conditions financières pourraient pe-

ser sur l'activité au 2<sup>e</sup> semestre. La seule bonne nouvelle concerne l'inflation qui reste à 3% environ. L'objectif cible de 4,5% pour 2018 devrait donc être atteint, ce qui devrait permettre à la banque centrale de ne pas resserrer sa politique monétaire. Toutefois, ce scénario n'est valable que si la devise brésilienne ne poursuit pas sa baisse face au dollar (Fig. 14 et 15).

Fig.14: Brésil: production industrielle (a/a %) commerce extérieur (mia de USD)

Source: IAM

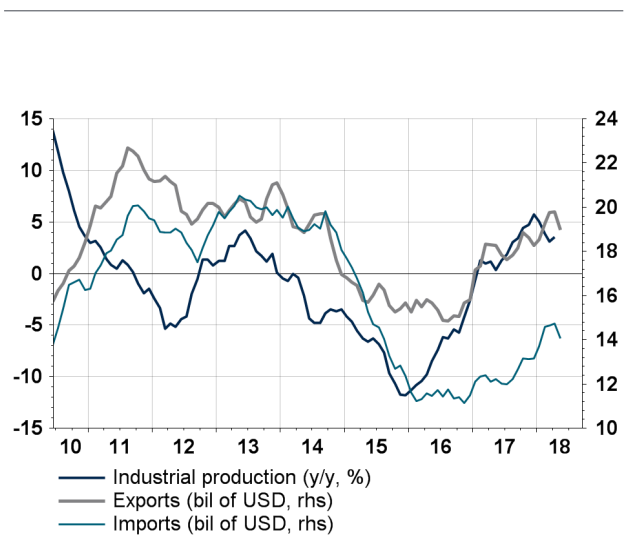
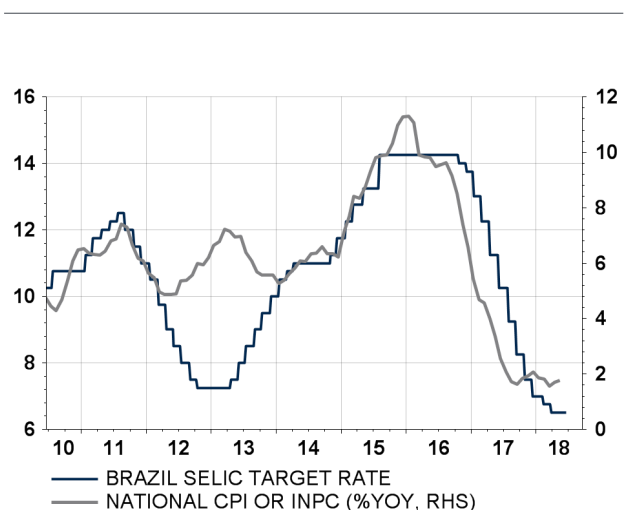


Fig.15: Brésil: taux directeur (Selic) et indice des prix à la consommation

Source: IAM





	2016	2017	2018P	2019
<b>PIB (réel)</b>				
États-Unis	1.6	2.3	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>
Japon	1.0	1.7	1.5	<b>1.3</b>
Zone euro	1.7	2.5	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>
Royaume-Uni	1.8	1.8	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
Suisse	1.3	1.1	<b>2.3</b>	2.0
<b>Inflation (CPI)</b>				
USA	1.2	2.1	<b>2.5</b>	2.2
Japon	-0.3	0.5	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
Zone euro	0.2	1.5	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>
Royaume-Uni	0.7	2.8	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>
Suisse	-0.4	0.5	0.7	<b>1.0</b>
<b>Taux d'intérêt à long terme (10 ans)</b>				
USA	1.8	2.3	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>
Japon	-0.2	0.0	0.0	<b>0.1</b>
Zone euro (Allemagne)	0.1	0.4	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>
Royaume-Uni	1.2	1.7	<b>1.5</b>	<b>2.0</b>
Suisse	-0.4	-0.2	0.0	0.5
<b>Taux de change</b>				
1 euro = ...CHF	1.09	1.11	<b>1.18</b>	<b>1.25</b>
1 euro = ... US\$	1.11	1.13	<b>1.16</b>	<b>1.22</b>
1 dollar = ...CHF	0.99	0.98	<b>1.02</b>	<b>1.02</b>
100 yen = ...CHF	1.10	1.10	<b>1.03</b>	<b>1.00</b>
1 GBP = ... CHF	1.33	1.27	<b>1.37</b>	<b>1.43</b>
<b>Marchés actions en CHF, évo en %</b> <i>30 juin 2018 / 1er janv 2018</i>				
World MSCI	6.9	15.2	3.2	
Emerging MSCI	13	19.1	-3.6	
USA MSCI	15.1	7.5	-0.4	
Japan MSCI	3.4	11.1	-0.4	
Europe MSCI	1.7	14.2	-4.7	
United Kingdom MSCI	2	10.5	-0.7	
Switzerland MSCI	-3	11.0	-9.6	
<b>P/E</b> <i>au 30 juin 2018</i>				
États-Unis	22.1	24.5	23.7	
Japon	17.6	16.8	14.5	
Zone euro	17.3	17.8	16.1	
Royaume-Uni	19.8	21.2	17.9	
Suisse	22.9	23.7	24.9	
<b>Yields</b> <i>au 30 juin 2018</i>				
États-Unis	2.07	1.85	1.87	
Japon	1.94	1.82	1.98	
Zone euro	2.91	2.69	2.91	
Royaume-Uni	3.45	3.48	3.54	
Suisse	3.3	2.89	3.18	