

# Perspectives

Trimestriel – n°15/372 – 18 décembre 2015

## MONDE – Scénario macro-économique 2016-2017

### Un monde fragmenté et anxieux

Notre scénario n'est pas exagérément pessimiste : il n'est que réaliste. Il observe un monde nouveau, de surcroît politiquement et géopolitiquement chaotique. Il n'y a pas de locomotive mondiale puissante, susceptible de tirer des wagons dans lesquels finiraient par monter les derniers passagers. Circonstance aggravante : délaissé par son collègue budgétaire, le mécanicien monétaire est désespérément seul à la manœuvre.

#### Zoom vidéo



#### Scénario : lucidité

Notre scénario n'est pas exagérément pessimiste, mais simplement réaliste. Au sein des pays développés, le consommateur demeure une source précieuse de croissance. À l'exception de la Chine, les pays émergents ont souffert. Les politiques monétaires vont, de part et d'autre, de l'Atlantique suivre des trajectoires divergentes.

#### Sommaire

Pays développés – Un si précieux consommateur .....	3
Pays émergents – Un bloc illusoire, une vaste mosaïque .....	8
Pétrole – Une année 2016 qui devrait profiter aux pays consommateurs .....	10
Politique monétaire – Des divergences croissantes, une dépendance mutuelle .....	11
Taux d'intérêt – Les Banques centrales aux commandes .....	13
Taux de change – Le rôle décisif des Banques centrales .....	16
Prévisions économiques et financières .....	18

#### L'état du monde : morcelé et atonique

L'année 2015 n'aura pas été celle d'une synchronisation harmonieuse des rythmes de croissance. Celle-ci se serait stabilisée à un niveau enviable aux États-Unis (2,5%), aurait accéléré en Europe (1,5%) et fléchi dans le monde émergent (3,8%). *In fine*, elle se serait située autour de 3%. On peut certes espérer avoir très récemment franchi le creux du cycle industriel, mais il ne faut

pas escompter un enchaînement dynamique et vertueux dans lequel la croissance de quelques-uns se traduirait par des importations vigoureuses entraînant dans leur sillage la croissance des retardataires. Chacun des grands pays, chacune des grandes zones semble ne devoir compter que sur ses propres forces. Et observe, avec une légère anxiété, les risques potentiels que recèle le reste du monde. Ce monde qui croîtrait au rythme de 3,3% en 2016, puis de 3,6% en 2017.

### Les pays développés : un si précieux consommateur

Tout d'abord, une bonne nouvelle pour les pays consommateurs de pétrole : ils profiteront encore en 2016 d'une énergie bon marché. Un ingrédient majeur pour des économies dans lesquelles le consommateur reste le principal soutien à la croissance.

Aux États-Unis, la croissance s'appuie doublement sur les ménages. Elle se nourrit de leur consommation toujours solide et de leur investissement résidentiel. En revanche, elle souffre déjà sensiblement de l'appréciation du dollar. La croissance devrait ainsi s'infléchir très légèrement (2,4% en 2016) sous réserve que les risques, essentiellement extérieurs (et se traduisant *in fine* par une nouvelle appréciation du dollar), ne se matérialisent pas.

Dans la zone euro, profitant d'un environnement particulièrement propice (faiblesse du prix du pétrole et de l'euro, politique monétaire très accommodante), le redressement cyclique de la consommation, principale source de croissance, s'accompagne enfin d'une reprise très progressive de l'investissement. Celle-ci est néanmoins insuffisante pour induire un cercle vertueux et générer une accélération durable de la croissance. Cette dernière se heurte, en outre, aux faiblesses structurelles persistantes dans de nombreux pays (chômage élevé, déficit de compétitivité, dette privée encore importante, finances publiques dégradées). La croissance s'établirait ainsi à 1,6% en 2016.

### Les pays émergents : un bloc illusoire, une vaste mosaïque

Fruit naturel d'une lente transition vers un modèle de croissance promouvant la consommation et les services, le ralentissement chinois est évident. Il est cependant inutile d'adhérer aux discours anxigènes et d'afficher des prévisions de croissance aussi alarmistes que peu fiables. Pourquoi la Chine ralentirait-elle brutalement au-delà de ce que souhaitent les autorités de Pékin ? Celles-ci disposent en effet de moyens classiques, mais efficaces de soutien à l'activité : assouplissement monétaire et investissement public qui alimenteront l'endettement interne, retarderont l'assainissement financier et la transition tant souhaitée. Mais, la Chine dispose surtout d'un atout majeur : elle peut relever ses défis sans pressions extérieures. Elle est à l'abri d'un brusque tarissement des flux de financements en devises, notamment sous la forme d'investissements de portefeuille par essence volatils, puisqu'elle n'a pas besoin d'y recourir.

Ce n'est pas le cas de la vaste majorité des pays émergents. Ceux-ci, sans grande distinction de la part des marchés, ont dû avaler la potion amère de la montée de l'aversion au risque née des anticipations de resserrement monétaire américain, de la chute des cours des matières premières liée au ralentissement d'une économie chinoise énergivore et des spéculations sur l'ampleur de ce dernier. Ce désamour s'est traduit par une envolée des primes de risques sur leurs dettes en devises et une dépréciation violente de leurs taux de change. Cette crise révèle des fragilités que les années de prospérité avaient dissimulées : des contraintes extérieures difficiles à desserrer, une demande interne insuffisamment mûre (malgré l'émergence de classes moyennes) pour amortir un choc extérieur, des outils de politique économique grippés, car les marges de manœuvre monétaire et budgétaire sont limitées.

Au sein de ce supposé « monde émergent », raccourci facile, se distinguent néanmoins des histoires et des trajectoires singulières. Si l'on peut espérer que la Russie sorte de récession, le Brésil, en proie à une crise politique majeure, ne renouera pas avec la croissance. La croissance des pays émergents devrait ainsi péniblement accélérer pour être légèrement supérieure à 4% en 2016.

### Politiques monétaires : des divergences croissantes, une dépendance mutuelle

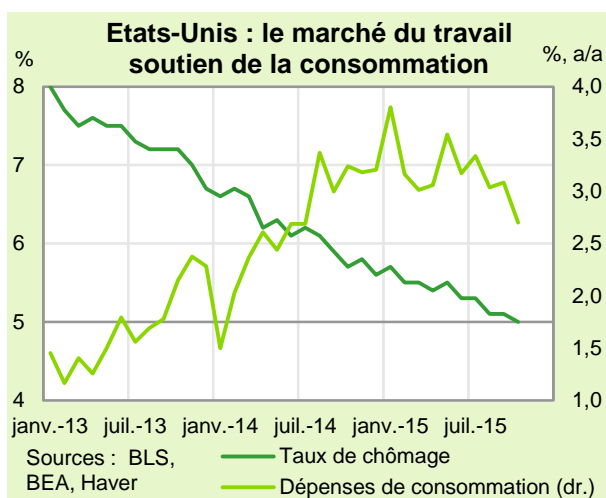
Ayant rempli son mandat en termes d'emploi et s'approchant (bien que lentement) de son objectif d'inflation, la *Federal Reserve* va resserrer ses conditions monétaires très graduellement, très prudemment. Sa tâche est périlleuse. Dans le sillage de la hausse de son taux directeur, elle ne peut prendre le risque d'une forte remontée des taux longs. La faiblesse de ces derniers a soutenu et alimente encore la reprise. Elle devra, en outre, veiller à limiter l'appréciation du dollar, dans un contexte où les risques (notamment incarnés par la chute des devises émergentes) qui ont marqué l'année 2015 se sont atténués, mais n'ont pas disparu et où la Banque centrale européenne (BCE) continuera de mener une politique extrêmement, – voire encore plus – accommodante. Si les anticipations d'inflation qu'elle cherche désespérément à ancrer pour les voir tendre vers sa cible de 2% ne se redressent pas, la BCE se dit prête à agir. Elle dispose d'une palette d'instruments allant du taux de dépôt à l'élargissement du *Quantitative Easing* (nature des titres achetés, volume des achats, allongement). Mais elle devra les manier avec prudence, voire agir avec parcimonie, et garder des munitions : la reprise en zone euro est certes en place, mais les hypothèques internationales ne sont pas toutes levées. Sa tâche ne sera donc pas si aisée qu'il peut a priori sembler.

## Pays développés – Un si précieux consommateur

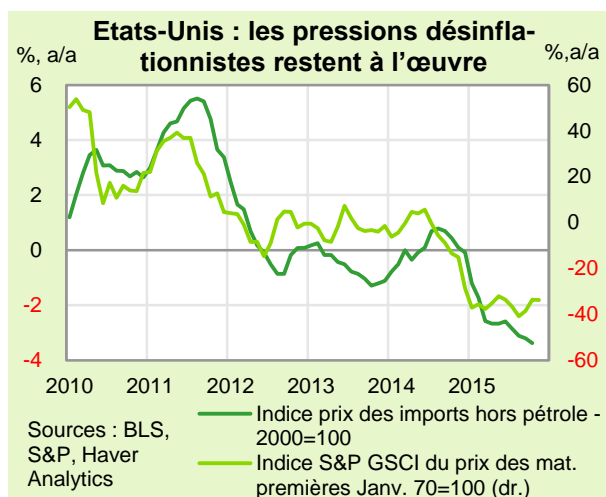
La consommation des ménages demeure le principal moteur de la croissance. L'investissement ne constitue pas encore un relais suffisamment puissant pour que s'enclenchent des cercles vertueux, vecteurs d'une accélération pérenne des rythmes de croissance.

### États-Unis : une croissance supérieure au potentiel grâce à la consommation des ménages

Nous prévoyons une croissance de 2,5% en 2015, puis un léger ralentissement, à 2,4% en 2016 et 2,3% en 2017. La croissance du second semestre 2015, qui devrait être de l'ordre de 2%, a été pénalisée par un repli des stocks. Alors que les stocks seront mieux équilibrés en 2016, la croissance résultera d'un ensemble de forces contradictoires.



La consommation des ménages restera le principal moteur de l'économie américaine en 2016, une situation liée à la nette amélioration du marché du travail observée depuis plusieurs années et qui devrait se poursuivre l'année prochaine. Avec une croissance installée au-dessus de son potentiel de long terme, les dernières ressources inemployées sur le marché du travail vont se résorber, conduisant à une baisse du taux de chômage à 4,5% en 2017. Nous estimons à environ 2,5 millions le nombre de nouveaux emplois créés en 2015 : la poursuite de la baisse des ressources inemployées sur le marché du travail devrait se traduire par une accélération de la hausse des salaires. La progression de l'emploi et des revenus, la situation financière plus saine des ménages et la progression de leur patrimoine devraient soutenir la confiance des ménages et permettre une solide progression de la consommation, de l'ordre de 3%. Le pouvoir d'achat des ménages continuera de bénéficier de la faiblesse de l'inflation, elle-même liée à la faiblesse des prix de l'énergie et à la modération des prix des biens importés (hors pétrole).



La faiblesse des prix de l'énergie est globalement positive pour la croissance américaine, même si elle n'est pas sans effets secondaires négatifs. La baisse des prix de l'énergie, conséquence de la croissance de la production américaine de pétrole et d'un déséquilibre mondial entre l'offre et la demande, devrait s'interrompre, voire s'inverser en 2016. Elle laissera le secteur américain de l'exploration pétrolière et les entreprises qui en dépendent sous forte pression. Cela se traduira probablement par de nouvelles suppressions d'emplois et une baisse de l'investissement dans le secteur pétrolier, ce qui pèsera sur les chiffres de l'investissement des entreprises.

La détérioration des exportations nettes coûte environ un demi-point de pourcentage à la croissance dans notre prévision de croissance pour 2016 et pèse sur l'activité manufacturière dans d'importants sous-secteurs des biens d'équipement. En termes pondérés des échanges commerciaux, le dollar s'est apprécié de 12% cette année. Cela provoque une baisse du coût des biens importés pour les consommateurs, mais rend les produits américains moins compétitifs sur les marchés mondiaux.

**L'investissement dans l'immobilier résidentiel a accéléré en 2015, une tendance qui devrait se renforcer en 2016.** La hausse des prix des logements et le niveau attractif des taux d'emprunt hypothécaire (malgré les hausses de taux de la Fed) soutiendront la reprise de l'immobilier résidentiel. La hausse du taux de formation des ménages devrait par ailleurs soutenir la demande et les conditions des emprunts hypothécaires devraient se détendre quelque peu.

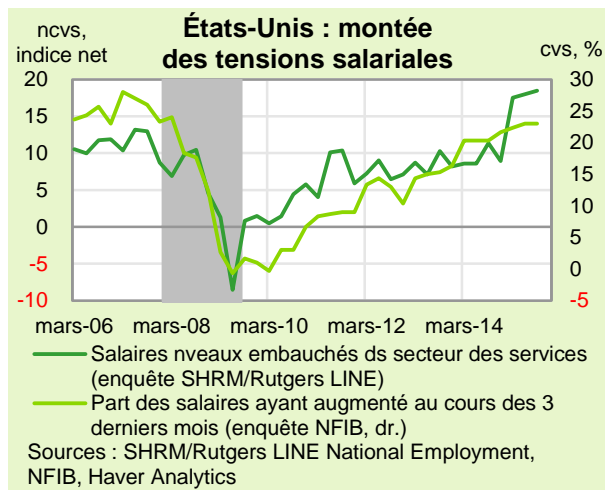
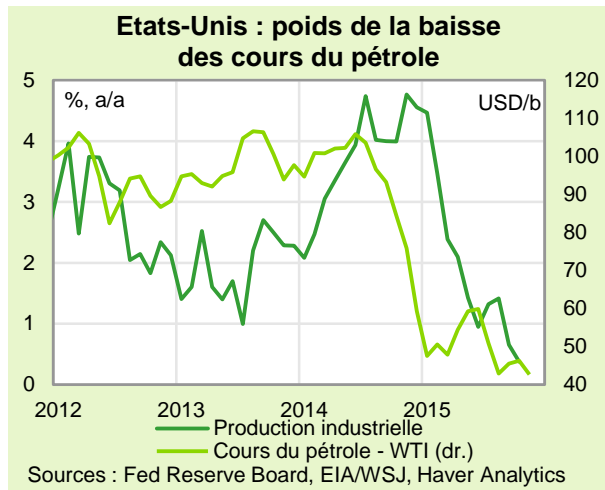
**Le récent accord sur le budget fédéral a réduit les contraintes budgétaires.** Un léger coup de pouce à la croissance est ainsi attendu pour 2016 et les inquiétudes concernant les désaccords sur les questions budgétaires, la fermeture de certaines administrations (*shutdowns*) ou le relèvement du plafond de la dette sont maintenant reportées à 2017. Toutefois, le déficit du gouvernement fédéral ne s'inscrit toujours pas sur une trajectoire soutenable à long terme.

Nous considérons que **les principaux risques sur les perspectives économiques sont d'origine externe**, avec notamment le risque d'un ralentissement plus marqué que prévu en Chine et dans le monde émergent, ce qui aurait des conséquences négatives sur les marchés financiers et sur l'économie réelle aux États-Unis. Sur le plan domestique, d'autres facteurs comme la mondialisation et la faible croissance de la productivité pourraient conduire la croissance des salaires à rester inférieure à la normale plus longtemps que nous ne le prévoyons, ce qui pèserait sur la consommation des ménages. La reprise du secteur immobilier, enfin, reste freinée par des conditions de crédit restrictives.

**L'inflation devrait augmenter progressivement et se rapprocher de l'objectif de 2% de la Fed vers la fin de l'année 2016.** L'impact négatif de la baisse des cours du pétrole sur l'inflation sera temporaire et devrait commencer à disparaître en 2016 avec la dissipation des effets de base, ce qui poussera le glissement annuel de l'inflation de 0,4% au quatrième trimestre 2015 à 2,0% fin 2016. La mesure de l'inflation privilégiée par la Fed, le déflateur des dépenses de consommation sous-jacente (*core PCE deflator*), devrait accélérer de 1,3% a/a au quatrième trimestre 2015 à 1,75% au quatrième trimestre 2016. L'impact désinflationniste lié à la baisse des prix des importations pourrait se prolonger quelque peu, compte tenu de l'appréciation passée et anticipée du dollar. Le prix des importations hors pétrole a baissé de 3,4% en un an, un phénomène qui contribue aux pressions baissières sur les prix des biens domestiques qui sont en concurrence avec les biens importés. Nous continuons à considérer que les anticipations d'inflation sont relativement bien ancrées.

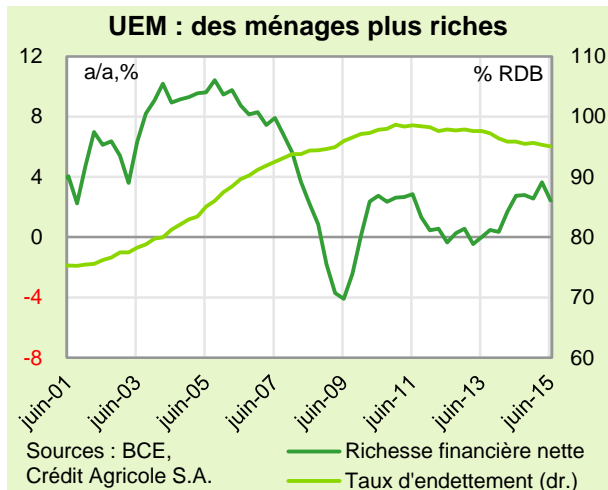
### **Zone euro : l'optimisme de la raison**

Entrée dans sa troisième année, la reprise de la zone euro montre des signes de faiblesse, avec un ralentissement de la croissance du PIB à 0,3% au troisième trimestre (après +0,4% au deuxième trimestre et +0,5% au premier trimestre). Même si, par rapport à la fin 2014, l'activité continue d'accélérer et se situe à un rythme annuel supérieur au potentiel de croissance, il est légitime de se demander si **la reprise des trimestres passés a fourni une impulsion suffisante pour permettre une croissance plus autonome**, alors que les facteurs de soutien se dissipent progressivement à l'horizon de la prévision. **Notre prévision de croissance du PIB (1,6% en 2016 et 1,6% en 2017) répond positivement à cette interrogation, en tablant sur une**

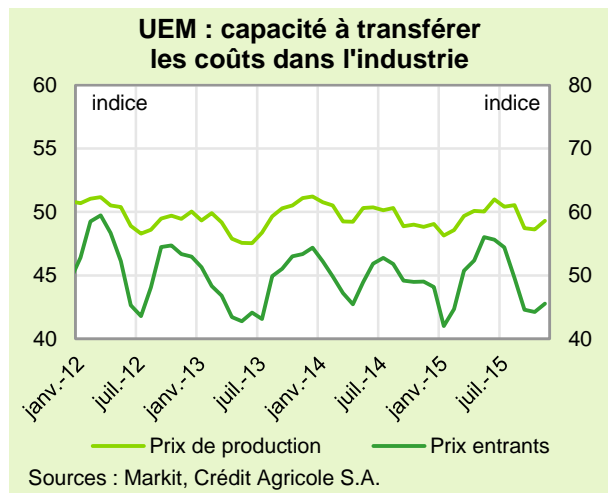


**reprise tardive et progressive du cycle d'investissement** qui viendrait accompagner la croissance de la consommation privée.

Les facteurs de soutien et le *policy-mix* porteur qui avaient caractérisé le début de la phase de reprise ont pour l'instant compensé les facteurs négatifs issus du ralentissement du commerce mondial. Au troisième trimestre, les exportations ont pâti de l'affaiblissement du cycle mondial et les échanges nets ont freiné la croissance, avec une contribution négative de -0,3%. Mais l'amélioration des termes de l'échange a néanmoins soutenu la demande intérieure, malgré l'absence de reprise de l'investissement (0% t/t). La consommation privée connaît un redressement cyclique tout à fait classique et se renforce au troisième trimestre (+0,4% t/t). Le trou d'air du cycle manufacturier observé au cours de l'été semble en voie de stabilisation dans la zone euro. Les enquêtes auprès des directeurs d'achats en novembre signalent une activité encore dynamique, avec une légère accélération de la croissance au quatrième trimestre, cohérente avec notre prévision (+0,4% t/t). Les carnets de commandes allemands se regarnissent en octobre. La confiance des consommateurs, les ventes au détail se redressent, ainsi que les immatriculations qui progressent à un rythme annuel de 2,6% en octobre.



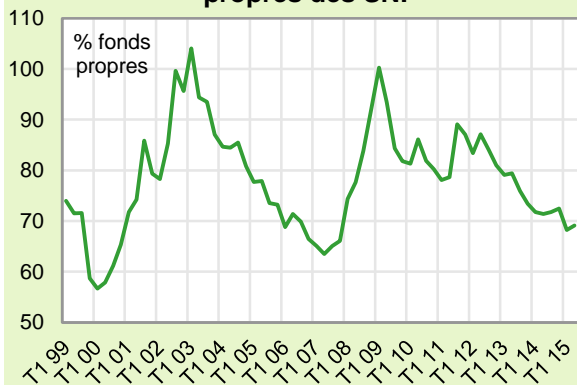
**La croissance du revenu des ménages est de plus en plus uniforme entre pays et s'est renforcée** avec un rythme annuel de +2,3% au deuxième trimestre. Cette amélioration se fonde sur celle des revenus du travail (+2,4% a/a au deuxième trimestre), qui contribuent à hauteur des deux tiers à la progression du revenu, y compris dans les pays de la périphérie. Les revenus des indépendants et ceux de la propriété contribuent également à cette progression. La faiblesse des prix, qui expliquait un tiers de la croissance du revenu disponible réel depuis un an, a joué un rôle moindre au deuxième trimestre. La consommation des ménages a donc pu se renforcer, en dépit de la stabilisation du taux d'épargne depuis plus d'un an. Après plusieurs trimestres de stagnation, la capacité de financement des ménages est redevenue positive et s'est accompagnée d'une accélération de l'endettement. La richesse financière nette des ménages continue à augmenter. Elle bénéficie de l'effet de valorisation des marchés qu'entretient la politique de la BCE. La richesse non financière profite également des prix de l'immobilier résidentiel (+1,1% a/a au deuxième trimestre), même si ceux-ci baissent encore en France et en Italie. L'endettement des ménages rapporté à leur revenu continue de décliner, tout comme le poids du service de cette dette. **La dynamique de consolidation de la consommation que nous inscrivons dans notre scénario ne repose donc ni sur l'effet d'aubaine d'une inflation faible, ni sur une réduction du taux d'épargne qui sera limitée par les besoins de désendettement encore présents dans la périphérie.**



**Facteur clé de la réalisation de notre scénario, le redémarrage de l'investissement productif repose sur l'amélioration constatée et projetée de la profitabilité.** Le renforcement du cycle de productivité, bien que modéré, compenserait l'accélération des salaires. Cette dernière resterait modeste en raison de la rigidité à la baisse dont ils ont fait preuve lors de la crise. Par ailleurs, le pouvoir de fixation des prix des entreprises reste limité, bien qu'il se redresse à l'exportation grâce à la dépréciation attendue de l'euro. **La situation financière des entreprises s'améliore et leur capacité de financement augmente.** Leur trésorerie s'étoffe dans un environnement de faible coût d'opportunité de la liquidité. Malgré une remontée de l'endettement (la dette consolidée à 83% du PIB au deuxième trimestre n'a baissé que marginalement), le désendettement est moins une contrainte que par le

passé : le ratio dette/fonds propres a quasiment retrouvé son point bas d'avant crise. Les contraintes sur l'offre de crédit sont progressivement levées, même si elles pèsent encore sur les pays de la périphérie. **L'obsolescence du stock de capital productif et des taux d'utilisation des capacités ayant retrouvé leur niveau de long terme justifie une reprise de l'investissement des sociétés non financières, soutenu aussi par des mesures fiscales** (sur-amortissement en France et en Italie).

**UEM : ratio dette/fonds propres des SNF**

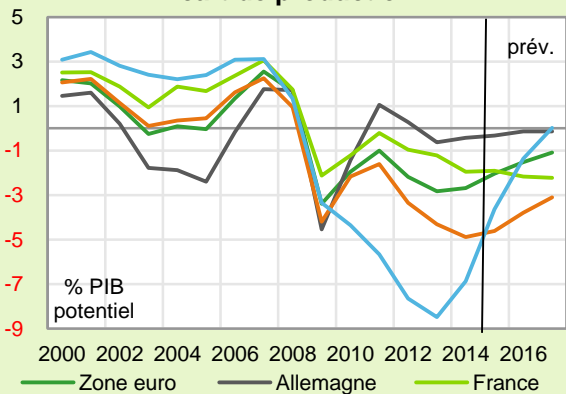


Sources : BCE, Crédit Agricole S.A.

La reprise de l'investissement permettra à la croissance européenne de s'émanciper d'une demande étrangère affaiblie. La dépréciation de l'euro a jusqu'ici atténué l'impact négatif de l'affaiblissement de la demande étrangère. La reprise progressive des échanges mondiaux justifiera une contribution à peine plus positive des exportations nettes en 2017. L'amélioration des balances courantes a été dominée par la baisse des prix des matières premières, qui a largement compensé l'effet volume d'une plus forte propension à importer. La remontée progressive des prix du pétrole justifiera une légère réduction de l'excédent courant.

**Notre scénario table sur une croissance plus équilibrée et plus homogène**, même si des différences structurelles (ajustements bilanciaux, rattrapage) et cycliques justifient encore des taux de croissance différents. Les différences de taux d'ouverture et d'intensités énergétiques des économies modulent aussi l'impact des facteurs de soutien ou de risque associés à notre scénario. La zone euro a déjà retrouvé le niveau de revenu d'avant-crise, la France et l'Allemagne l'ont déjà dépassé, mais l'Espagne et l'Italie en sont encore loin. **Si l'Allemagne et l'Espagne gardent des rythmes d'expansion supérieurs à la moyenne de la zone euro, nous anticipons un ralentissement progressif de ces économies, car les rythmes de productivité passés ne seront pas reproductibles, limitant ainsi la progression de la compétitivité. La France et l'Italie croîtront à un rythme inférieur à la moyenne de la zone euro, mais bénéficieront d'une reprise de l'investissement soutenue par des mesures fiscales.** Les différences de positions dans le cycle se traduisent par un éventail de taux de chômage large, malgré une tendance commune à l'amélioration de l'emploi. L'évolution spécifique de sa population active justifie une baisse du taux de chômage moins marquée en Allemagne. La priorité donnée au redressement de la productivité limiterait aussi la baisse du chômage en France.

**Ecart de production**

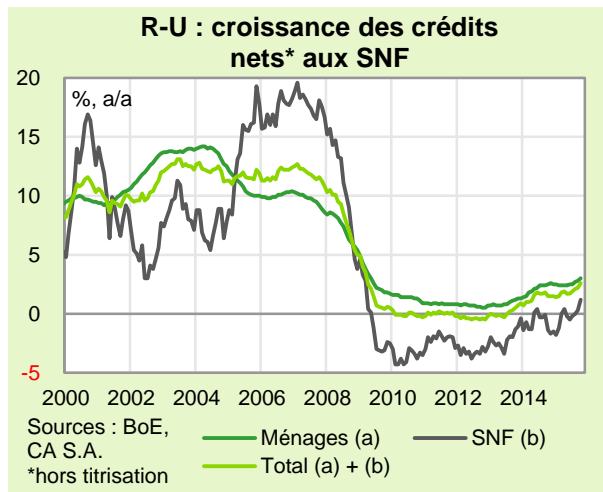


Sources : AMECO, Crédit Agricole S.A.

**La remontée de l'incertitude autour du scénario international fait planer le risque d'une reprise qui ne se consolide pas, voire qui décélère en zone euro.** Le calibrage de la politique d'assouplissement quantitatif annoncé par la BCE prend justement en compte ce risque, mais aussi l'efficacité marginale décroissante des mesures mises en place. Le signal fort envoyé par la BCE d'un soutien durable du seul instrument de politique économique disponible vise à consolider la confiance qui est à la fois l'élément-clé et le point faible de la réalisation de notre scénario de reprise de l'investissement.

### Royaume-Uni : une croissance en ligne avec sa tendance de long terme

Nous continuons de tabler sur une croissance proche de son potentiel (0,6% t/t) dans les trimestres à venir. Un rebond de l'activité semble probable dans le secteur manufacturier, après trois trimestres de baisse, ce qui devrait permettre une légère accélération de la croissance lors du dernier trimestre de l'année. Nous avons révisé nos prévisions annuelles de croissance pour 2016 et 2017 en légère hausse (de 0,1 point de pourcentage à 2,3% dans les deux cas), après la décision du gouvernement de ralentir légèrement l'ampleur du resserrement budgétaire (en annulant sa proposition de couper les crédits d'impôt aux ménages et en investissant davantage, par exemple). Il est vrai que la confiance des ménages a reculé depuis ses points hauts récents, mais les fondamentaux restent favorables à la consommation : l'emploi s'est renforcé au troisième trimestre, la croissance des revenus est restée stable à 3%, en dépit d'un recul de la croissance des salaires et la croissance des crédits au secteur privé non financier a continué de se redresser. La faiblesse des perspectives d'inflation (que nous avons à nouveau révisées à la baisse en raison du recul des prix de l'énergie) devrait continuer à soutenir le pouvoir d'achat des ménages et donc la demande domestique.

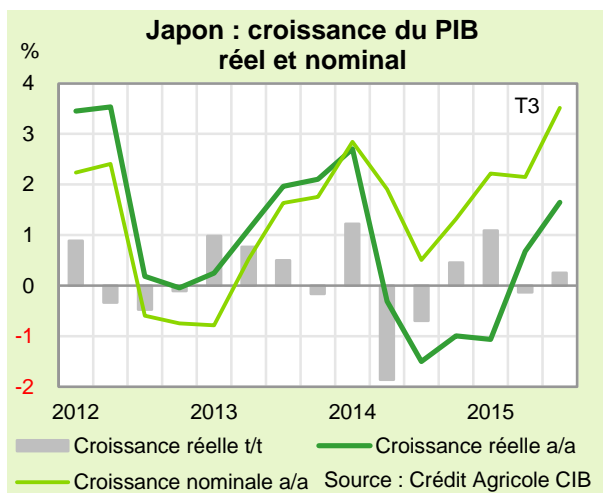


### Japon : pas de récession technique

La croissance réelle pour le troisième trimestre a été révisée en forte hausse, de -0,2% t/t (chiffre préliminaire) à +0,3% t/t, ce qui signifie que l'économie japonaise ne s'est pas contractée durant deux trimestres consécutifs et a donc échappé à une récession technique. Les perspectives de la demande finale privée restent malgré tout fragiles, qu'il s'agisse de la consommation des ménages, des exportations ou de l'investissement, dans la mesure où les effets des *Abenomics* ont tendance à s'estomper. **Dans ce contexte, nous avons abaissé nos prévisions de croissance réelle à 0,6% pour 2015 (contre 0,8% il y a trois mois) et à 1,2% pour 2016 (contre 1,8%).** De fait, la réaction des marchés actions à l'annonce par le gouvernement de Shinzo Abe, fin novembre, d'un plan d'urgence de soutien à l'économie a été très limitée, ce qui a constitué une déception. Ce plan vise à promouvoir de nouvelles initiatives de croissance appelées « *Dynamic Engagement of All Citizens* », en lançant « trois nouvelles flèches » des *Abenomics*, qui ont pour objectif, par exemple :

- ✓ Un PIB nominal de 600 000 Mds JPY ;
- ✓ Un taux de natalité de 1,8 ;
- ✓ Et l'absence de démissions liées à la nécessité de s'occuper de personnes âgées.

En dépit de ces déceptions, un élément positif demeure : **la croissance nominale reste élevée, à plus de 3% a/a, principalement grâce à l'impact positif de la forte chute des cours du pétrole, qui a de fait contribué à pousser les profits des entreprises vers de nouveaux records.**



## Pays émergents – Un bloc illusoire, une vaste mosaïque

Les économies émergentes ralentissent, et il est peu probable qu'elles rebondissent sensiblement en 2016. Au-delà de la chute des prix des matières premières, qui frappe particulièrement l'Amérique latine, le Moyen-Orient et une partie de l'Afrique, de nombreux pays sont affectés par des problèmes locaux : politiques économiques inadaptées ou même matérialisation du risque politique.

### Brésil : une crise politique

**Le Brésil s'enfonce dans une récession sévère.** Le PIB a reculé de 1,7% t/t au troisième trimestre, et de 4,4% a/a, avec des replis sévères de l'investissement (-15% a/a) et de la consommation (-4,5%). Côté offre, la production manufacturière est revenue au niveau de mi-2004. Nous attendons une contraction du PIB de 3,7% en 2015 et de 2,8% en 2016.

**Les finances publiques sont à la dérive.** Sur les douze derniers mois, à fin septembre, le déficit global est de 9,2% du PIB. À noter, le taux exorbitant payé par le Brésil sur sa dette publique, pourtant encore modérée (65% du PIB) : environ 13% en moyenne.

**Le redressement des comptes extérieurs est le seul élément positif.** Le déficit courant, qui dépassait 4,5% du PIB en début d'année, est en réduction rapide : autour de 3,7% en 2015 et de 2% en 2016. Au prix d'une forte chute du real (-31% depuis le début de 2015) et « grâce » à la récession.

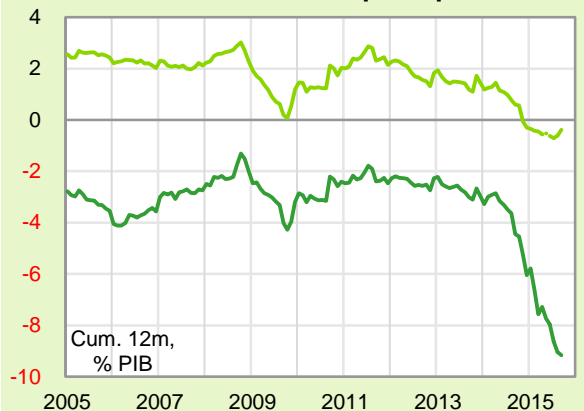
**La crise est très largement politique.** Les contraintes structurelles (infrastructures, lourdeur de l'administration...) sont fortes, mais pas insurmontables. En revanche, le gouvernement est paralysé par les conséquences du scandale Petrobras et l'irresponsabilité du Congrès. Une procédure d'*impeachment* vient d'être lancée contre la présidente Dilma Rousseff pour « manipulation des comptes publics ».

### Russie : une laborieuse normalisation en vue

**La Russie pourrait sortir de la récession en 2016, sans pour autant renouer avec une croissance franche.** La détérioration due à la chute des prix du pétrole et aux sanctions économiques a été spectaculaire en 2015, avec une forte contraction à la fois de la consommation privée et de l'investissement. Nous attendons une contraction du PIB de -3,5% en 2015.

L'activité semble s'être stabilisée à un niveau faible, mais au moins la situation ne se détériore-t-elle plus depuis quelques mois. Une remontée graduelle des prix du pétrole devrait permettre une stabilisation du PIB dans le courant de 2016. Cela étant, la croissance potentielle est limitée par le manque d'investissement depuis plusieurs années, et la Banque centrale devrait baisser ses taux directeurs, mais progressivement, et ceux-ci pourraient rester relativement élevés (probablement aux alentours de 8% en seconde partie d'année), afin de s'assurer que la désinflation ne s'essouffle pas en cours de route. La croissance pourrait être de 0,2% en 2016.

Brésil : finances publiques



Source : BCdoB — Solde global — Solde primaire

Russie : salaires réels

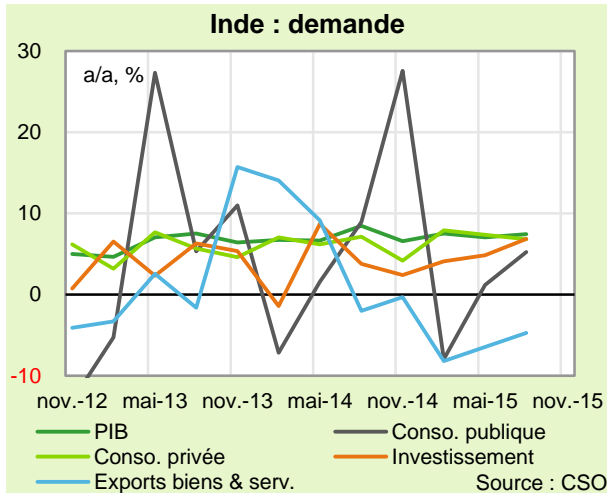


Source : Crédit Agricole CIB



### Inde : ira plus haut ou ira pas ?

La croissance s'est élevée à 7,4% sur un an au troisième trimestre (et deuxième de l'année fiscale indienne). C'est un peu mieux que prévu. Mais cela marque surtout **une accélération** par rapport aux 7% du trimestre précédent. Avec cette question, **est-ce soutenable ?**

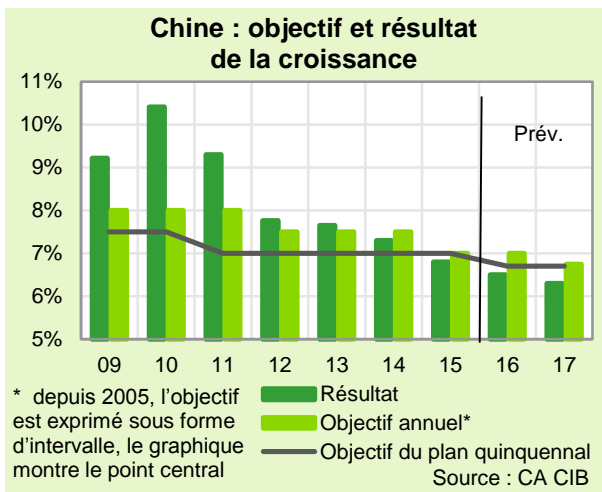


La consommation et l'investissement publics n'y sont pas pour rien. Or, le déficit budgétaire pour les sept premiers mois de l'année fiscale en cours, d'avril à octobre, s'élève déjà à 74% de l'objectif annuel. Donc **une marge de manœuvre fiscale a priori réduite d'ici mars prochain**. Par ailleurs, si la consommation des ménages devait rester assez soutenue à court terme, **l'investissement privé risquerait, lui, de demeurer contraint** (à ce même horizon). Même avec la baisse des taux d'intérêt de 125 pb depuis janvier dernier. En raison de l'utilisation encore modeste des capacités de production, de l'endettement souvent élevé des grandes entreprises et de la (probable) frilosité des banques publiques (confrontées à une hausse du coût du risque) à octroyer des nouveaux financements.

Bref, si **la croissance pouvait continuer d'accélérer** au cours des quinze prochains mois, d'ici la fin de l'année fiscale 2016-2017 (scénario central), ce serait (le plus probablement) **très graduellement**. Et **en tendance, donc non sans hésitations**, avec des périodes de stabilisation, voire de ralentissement.

### Chine : poursuite du ralentissement graduel et montée des risques

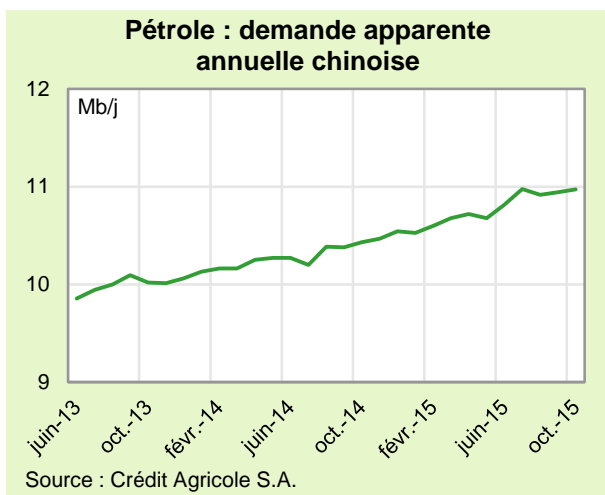
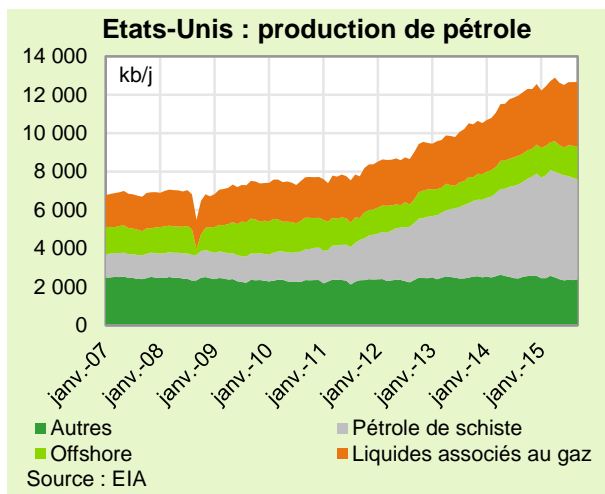
**La croissance ne devrait pas donner raison aux pessimistes et devrait rester l'une des plus élevées sur la planète.** Nous tablons sur un ralentissement de 6,8% en 2015 à 6,5% en 2016, puis à 6,5% en 2017. Avec une contribution de 3,2 points de pourcentage au chiffre de croissance, l'investissement restera le principal moteur de la croissance. La consommation des ménages, qui contribuera à hauteur de 2,9 points de pourcentage, devrait progressivement devenir le facteur le plus important. La consommation publique devrait contribuer à hauteur de 0,9 point de pourcentage, tandis que le commerce extérieur apportera une contribution négative, de l'ordre de -0,5 point de pourcentage.



Cette croissance solide sera atteinte grâce à un assouplissement budgétaire et monétaire, à la stabilité du taux de change effectif réel du yuan et à une forte montée du levier (mesuré via le ratio dette du secteur non financier sur PIB), de 221% en 2013 à 275% en 2017. De tels niveaux sont comparables à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni (249% et 246% en 2014) et inférieurs aux actifs bruts du secteur non financier chinois. Cependant, la forte augmentation de ce ratio d'endettement (15 points de pourcentage par an en moyenne attendus entre 2013 et 2017) est inquiétante, dans la mesure où elle accroît les risques d'instabilité financière. Elle pourrait contraindre Pékin à abaisser ses cibles de croissance à long terme.

## Pétrole – Une année 2016 qui devrait profiter aux pays consommateurs

Faute d'une forte demande en 2016, il faudra vraisemblablement attendre 2017 pour connaître une reprise du prix du pétrole. Notre scénario central se base sur un prix moyen du Brent à 53 USD par baril en 2016 et à 67 USD en 2017.



Sur 2016 et 2017, la demande en produits pétroliers reviendra sur le devant de la scène. **Une forte croissance de la demande** (supérieure à 1,2 million de barils par jour) **sera nécessaire pour équilibrer le marché entre l'offre et la demande en 2016**. La production des pays non membres de l'OPEP et des États-Unis en particulier devrait baisser sous l'effet de prix bas du pétrole et de la baisse des investissements dans le secteur. Cette baisse serait compensée par une augmentation de la production en Irak, mais aussi en Iran après la levée des sanctions susceptible d'intervenir en 2016. **L'important niveau des stocks de produits pétroliers dans les pays de l'OCDE devrait peser sur les cours du pétrole en 2016**. Il faudra vraisemblablement attendre 2017 pour retrouver un prix du Brent supérieur à 60 USD, voire flirter avec les 70 USD par baril.

Un hiver doux en 2016 pourrait limiter la demande et retarder la reprise des cours du brut. Une baisse de l'activité économique aux États-Unis et en Chine pourrait maintenir une offre pétrolière excédentaire en 2016. **Les facteurs géopolitiques resteront déterminants dans l'évolution du prix du pétrole**. La fin des hostilités entre milices en Libye, jugée peu probable à l'heure actuelle, et un retour durable du pétrole libyen, auraient des conséquences désastreuses sur le prix du brut. Inversement, tout prolongement des sanctions sur les exportations de pétrole iranien, ou encore le désengagement de sociétés pétrolières de la région autonome du Kurdistan pénalisées aujourd'hui par des retards de paiement du gouvernement autonome, sont des facteurs de risque de hausse du prix du pétrole.

Notre scénario central se base sur un prix du Brent qui débiterait l'année 2016 à 48 USD par baril sur le premier trimestre et qui terminerai à 57 USD par baril sur le dernier trimestre. Le scénario considère une accélération de la remontée des cours du pétrole en 2017 qui passerait de 61 USD au premier trimestre à 71 USD par baril le dernier trimestre.

## Politique monétaire – Des divergences croissantes, une dépendance mutuelle

Seule, la *Federal Reserve* va entamer un resserrement de ses conditions monétaires. Resserrement nécessairement graduel et prudent. Et ce d'autant plus que, simultanément, la BCE continuera de mener une politique extrêmement accommodante.

### Fed : trajectoire des taux légèrement haussière

La normalisation des taux directeurs a commencé avec la hausse de 25 ppb du taux cible des *Fed funds* (nouvel intervalle de 0,25% à 0,50%) annoncée à l'occasion du FOMC du mois de décembre.

Nous considérons que la Fed a quasiment rempli le volet « emploi » de son mandat et nous nous attendons à ce que l'inflation se rapproche de l'objectif de 2% de la Fed en fin d'année prochaine (tout en restant légèrement inférieure à ce niveau, toutefois). L'amélioration continue du marché du travail devrait soutenir la progression des salaires et nous nous attendons à ce que l'impact désinflationniste de la baisse des prix de l'énergie se dissipe. À l'inverse, l'impact de la baisse des prix des biens importés pourrait se prolonger, compte tenu de l'appréciation du dollar.

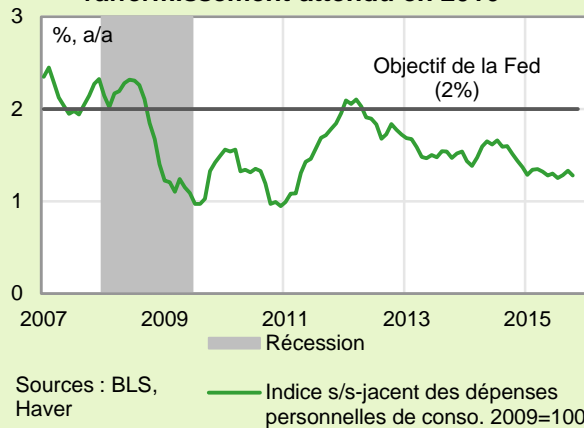
Les membres de la Fed s'attendent à une hausse graduelle des taux directeurs l'année prochaine ; le rythme et l'ampleur des nouvelles hausses de taux dépendront de l'évolution de la situation économique et des marchés financiers. Le « *dot plot* »<sup>1</sup> de décembre montre que les membres de la Fed prévoient que le niveau des *Fed funds* sera à 1,375% fin 2016. Nous pensons que la Fed laissera passer quelques réunions en 2016 avant de procéder à trois nouvelles hausses d'un quart de point, pour atteindre 1,00%-1,25% fin 2016. Le FOMC prévoit un niveau d'équilibre des *Fed funds* à 3,5% au cours de ce cycle, niveau inférieur à la normale.

### BCE : une politique monétaire toujours accommodante, mais pas de changement majeur à attendre

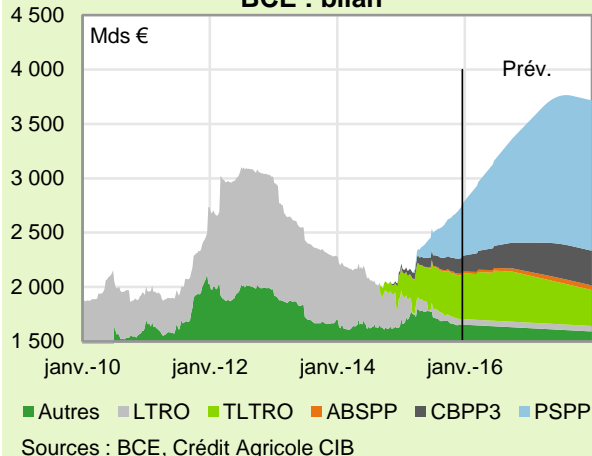
Après l'assouplissement monétaire de décembre 2015, la BCE ne devrait plus modifier sensiblement sa politique monétaire au cours de l'année 2016. Selon sa propre analyse, que nous partageons, la BCE estime que l'économie de la zone euro n'a pas besoin de davantage de stimulus : la croissance se renforce, les effets négatifs de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation s'estompent et, grâce à la fois à sa politique monétaire accommodante et à la reprise économique, l'inflation sous-jacente devrait augmenter graduellement au cours des douze prochains mois.

Les prévisions d'inflation de la BCE de décembre 2015 semblent trop optimistes et pourraient être abaissées au cours des prochains trimestres, sans que cela ne justifie de modification dans le degré d'accommodation nécessaire.

### Fed : inflation sous la cible, mais raffermissement attendu en 2016



### BCE : bilan

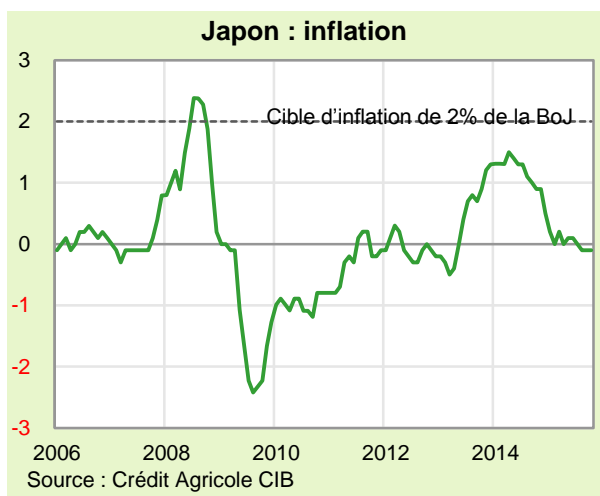
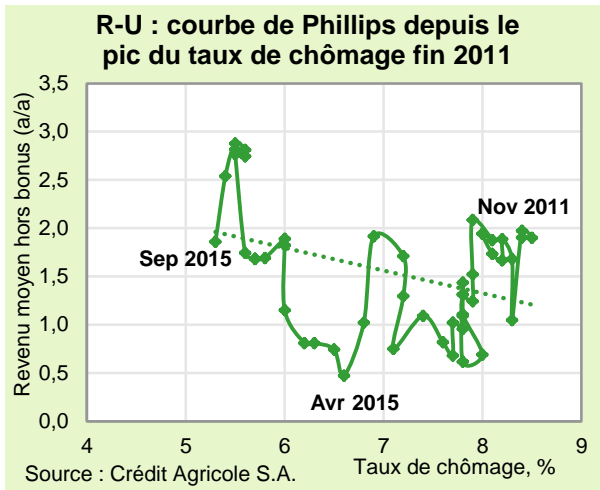


<sup>1</sup> « Graphique à points » communiqué trimestriellement par la Fed. Il fournit l'estimation médiane des membres du FOMC du niveau des *Fed funds* à des dates futures.

Des modifications dans les modalités du QE restent possibles : en particulier, la BCE pourrait modifier la composition de ses achats (inclusion d'autres entités dans les listes d'actifs éligibles, notamment les titres de dette d'autres entreprises du secteur public).

**BoE : le calendrier de la première hausse reste très incertain**

Après avoir rabaissé nos prévisions d'inflation en raison des prix du pétrole plus faibles, nous avons repoussé de deux trimestres la date à laquelle nous prévoyons le premier relèvement de taux par la *Bank of England* (BoE) : nous attendons à présent une hausse de 25 pdb du taux directeur au quatrième trimestre 2016. Fondamentalement, la normalisation de la politique monétaire dépendra du degré de persistance des facteurs externes qui tirent l'inflation vers le bas (prix des matières premières, impact de l'appréciation passée du taux de change) et de la capacité des pressions inflationnistes domestiques à se renforcer dans les mois qui viennent. **La courbe de Phillips, toujours relativement plate en dépit de la baisse du taux de chômage, pourrait suggérer un taux de chômage d'équilibre de long terme plus bas qu'estimé par la BoE (5,1%) et donc des capacités non utilisées sur le marché du travail plus élevées qu'elle ne l'anticipait jusqu'à présent.** Le référendum sur le maintien dans l'UE, dont la date concrète reste à préciser, crée un risque supplémentaire sur le calendrier exact de la première hausse des taux : la BoE pourrait être tentée d'attendre que les incertitudes liées à ce référendum se soient dissipées avant de relever ses taux.



**BoJ : un assouplissement supplémentaire reste probable à court terme**

**La Banque du Japon (BoJ) va rester sous pression sur tous les fronts (au rang desquels le fléchissement de l'économie, l'inflation négative et les performances médiocres des marchés actions),** ce qui nous amène à maintenir notre scénario d'un assouplissement supplémentaire à court terme. Nous pensons en effet que la BoJ est prête à passer à l'action dans un avenir proche, dans la mesure où elle a clairement préparé les esprits à un nouveau geste lors de sa réunion du mois d'octobre. La BoJ a reconnu dans son rapport prospectif semi-annuel que les risques sur la croissance et sur les prix étaient « orientés à la baisse », ce qui constitue le signal le plus fort jamais envoyé. Il est vrai que la BoJ aurait pu agir dès le 30 octobre après avoir révisé en nette baisse ses prévisions de croissance et d'inflation. Mais elle a sans doute cherché à temporiser, afin d'évaluer l'impact des décisions prises à court terme par la BCE (le 3 décembre) et la Fed (les 15 et 16 décembre). **Nous conservons notre scénario d'assouplissement monétaire, à moins que les marchés actions japonais ne retrouvent clairement le chemin de la hausse.**

## Taux d'intérêt – Les Banques centrales aux commandes

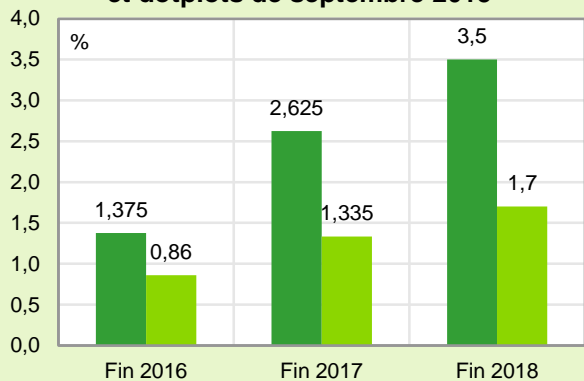
Les Banques centrales ont pris les commandes des marchés de taux. Aux États-Unis, la Fed va continuer à « traîner des pieds » (en dépit de la première hausse des taux de décembre 2015), et conservera une politique favorable à l'économie et aux actifs risqués. En Europe, la BCE devrait conserver une politique accommodante et se tenir prête à prendre de nouvelles mesures, si les risques baissiers sur l'inflation se matérialisent. L'amélioration de la situation macro-économique devrait conduire à une hausse modérée des taux *core*. La politique de la BCE devrait soutenir les marchés.

### Etats-Unis : dix ans d'attente

La Fed devrait faire preuve de prudence et ne remonter ses taux que lentement, par palier de 25 pdb pour atteindre 1%-1,25% fin 2016.

**Le marché anticipant à ce stade un rythme de resserrement nettement plus faible, il est probable que les taux de marchés s'ajustent à la hausse.** La Fed a certes suggéré que la normalisation des taux serait lente, mais le marché n'intègre quasiment aucune hausse des taux directeurs. Le graphique ci-contre compare le niveau des *swaps OIS forward*<sup>1</sup> avec les *dotplots*<sup>2</sup> du FOMC de septembre 2015 : à fin 2018, l'écart entre les anticipations de la Fed et celles du marché est très large, car il équivaut à sept hausses des taux de 25 pdb.

Taux américains : anticipation des marchés et dotplots de septembre 2015



Sources : FOMC, Bloomberg ■ Dotplots ■ Swaps OIS

L'existence d'un écart entre les *swaps OIS* et les prévisions des économistes ou de la Fed n'est pas un phénomène nouveau ; mais maintenant que la Fed remonte réellement ses taux, au lieu simplement de l'évoquer, l'incertitude augmente. Cela devrait conduire à une remontée de la prime de terme, qui permettrait de faire disparaître les différences mentionnées plus haut. Les taux à deux ans devraient ainsi augmenter assez fortement, sans que cela ne débouche sur un fort mouvement d'aplatissement. Les courbes plates sont, en effet, généralement synonymes de taux directeurs élevés et de risque imminent de récession, or aucun de ces deux ingrédients n'est présent dans notre scénario : la route vers un aplatissement de la courbe sera donc longue, malgré les hausses de taux de la Fed.

**Nous tablons sur une remontée des taux à dix ans d'environ 25 pdb par trimestre sur notre horizon de prévision**, un rythme semblable à celui des hausses de taux opérées sur la partie courte de la courbe. Outre la hausse des taux directeurs et la montée de l'incertitude sur les marchés, deux facteurs pourraient provoquer des tensions sur le marché obligataire : l'offre nette de *Treasuries* reste assez importante et l'intégration du yuan chinois dans le panier constituant les DTS du FMI poussera les Banques centrales à rééquilibrer leurs portefeuilles. Le dollar, qui représente environ deux tiers des réserves mondiales de change, et les obligations américaines sont donc les plus exposés. Un dernier facteur défavorable aux marchés obligataires américains est la probable réduction de la taille du bilan de la Fed, qui démarrera probablement courant 2016.

<sup>1</sup> Anticipations implicites du marché pour le taux au jour le jour.

<sup>2</sup> « Graphique à points » communiqué trimestriellement par la Fed. Il fournit l'estimation médiane des membres du FOMC du niveau des *Fed funds* à des dates futures.

### Taux d'intérêt en zone euro : la BCE reste accommodante

Au cours de l'année 2016, l'évolution des taux européens sera probablement guidée par les anticipations sur la politique de la BCE et par l'évolution des perspectives de croissance et d'inflation.

Lors de sa réunion de décembre, la BCE a décidé d'abaisser le taux de dépôt de 10 pdb et de prolonger le *Quantitative Easing* (QE) jusqu'en mars 2017, deux annonces en ligne avec nos anticipations. Les marchés anticipaient une baisse plus forte du taux de dépôt et/ou une hausse du montant des achats mensuels (aujourd'hui fixé à 60 Mds EUR) : ils ont donc été déçus par ces annonces.

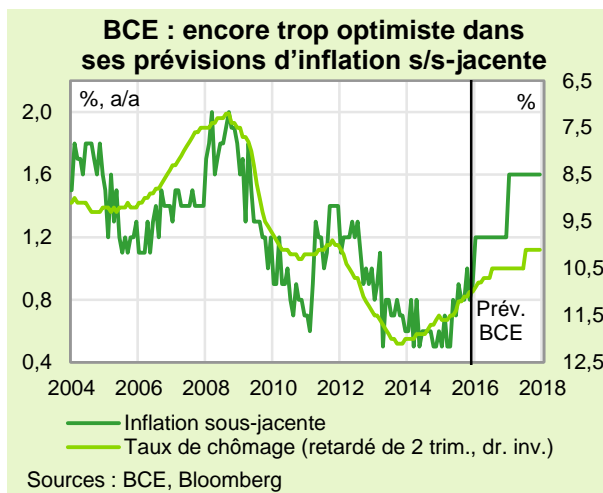
Les marchés ont été déçus, certes. Mais, la BCE dispose encore de nombreux instruments. Or, nous pensons qu'elle conservera une politique accommodante à moyen terme. Les sources traditionnelles d'accélération de l'inflation (tout particulièrement l'inflation salariale et la répercussion des hausses des prix de l'énergie) semblent soit faibles, soit plus déflationnistes qu'inflationnistes. Nous pensons que les perspectives d'inflation de la BCE sont trop optimistes : en effet, si l'on considère les prévisions du taux de chômage comme étant correctes, alors les prévisions de remontée de l'inflation sous-jacente restent trop optimistes.

Compte tenu de l'importance élevée que la BCE accorde à l'inflation, nous nous attendons à ce qu'elle conserve un ton *dovish* une grande partie de l'année prochaine, ce qui continuera de soutenir les marchés obligataires européens.

Pour anticiper au mieux les actions de la BCE, nous continuerons à surveiller plus particulièrement les trois facteurs suivants :

- ✓ **Le niveau de l'euro** : nous estimons que la zone de confort de la BCE est 1,05 à 1,10. Une hausse au-dessus de ces niveaux, vers la zone des 1,15, provoquerait *a minima* une intervention verbale.
- ✓ **Les anticipations d'inflation** : la mesure la plus suivie par la BCE est le *swap* d'inflation cinq ans dans cinq ans (qui donne l'anticipation implicite du marché sur le niveau moyen de l'inflation sur cette période). Une baisse en dessous de 1,60% provoquerait probablement une intervention verbale, voire davantage.
- ✓ **La transmission de la politique monétaire** : nous considérons que la transmission de la politique monétaire peut être évaluée en calculant l'écart entre la moyenne des taux à cinq ans en Europe, pondérés par les PIB et le taux de dépôt. Alors que la BCE contrôle le taux de dépôt, le taux moyen auquel les entreprises empruntent est plus influencé par le taux cinq ans.

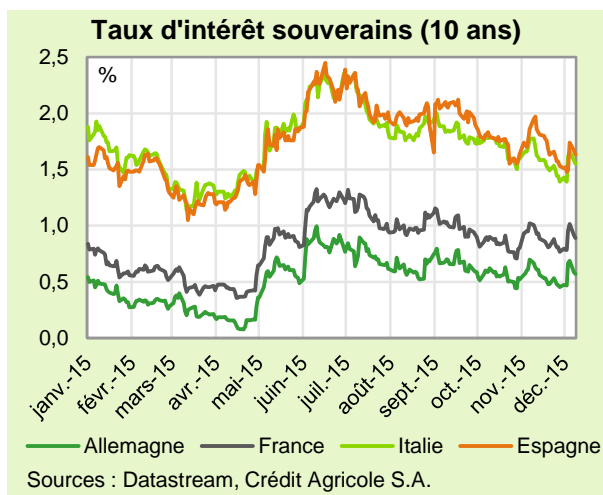
Si un ou plusieurs de ces indicateurs entraînent en zone rouge, la BCE répondrait, probablement à la fois par des déclarations et par de nouvelles mesures.



### Quelles mesures supplémentaires la BCE pourrait-elle prendre ?

La boîte à outils de la BCE reste bien fournie et pourrait être utilisée si les risques baissiers sur l'inflation se matérialisent. Les principaux outils disponibles sont :

- ✓ **Une nouvelle baisse du taux de dépôt** : la BCE pourrait certes se heurter aux limites techniques de la baisse du taux de dépôt, compte tenu des impacts négatifs de celle-ci sur le marché. L'expérience des autres Banques centrales suggère cependant que la BCE est loin d'avoir atteint ses limites.
- ✓ **Davantage de QE** : la BCE a déjà annoncé une prolongation du QE jusqu'en mars 2017 au moins. Si les anticipations d'inflation ne remontent pas, la BCE opérerait pour une prolongation supplémentaire de la date (indicative) de fin du QE.
- ✓ **Augmentation de la taille des achats d'actifs** : la BCE pourrait choisir d'augmenter la taille de ses achats mensuels (60 Mds EUR actuellement). Un tel changement pourrait être provoqué par une « panne » de la transmission de la politique monétaire, c'est-à-dire par une forte augmentation des taux périphériques.
- ✓ **Modification dans la répartition des types d'actifs achetés** : la BCE pourrait ajouter de nouveaux types de titres dans son portefeuille d'actifs, notamment des obligations d'entreprises ou d'autres ABS. Elle pourrait même viser plus directement le bilan des banques *via* les emprunts « repackagés ».



La réaction négative des marchés à la réunion de la BCE s'explique principalement par le dénouement de positions par des opérateurs qui s'attendaient à des annonces plus *dovish*. Nous pensons cependant que les Bunds reviendront vers 0,60% (notre niveau cible pour la fin 2015) une fois que ces positions auront été dénouées. Nous tablons sur une légère remontée en 2016, les perspectives de croissance commençant alors à s'améliorer, avec un Bund proche de 1% en fin d'année. Les achats de titres de la BCE, qui se poursuivront, continueront de soutenir les marchés obligataires européens et devraient empêcher toute remontée significative des taux.

Alors que nous restons optimistes sur les obligations périphériques, notamment sur la dette italienne et la dette espagnole, des pressions à la hausse des taux pourraient émerger à court terme en raison de rééquilibrages des portefeuilles en fin d'année, les gérants de fonds – qui sont soumis à des contraintes de bilan – cherchant à réduire leurs risques. Le *spread* Allemagne-Italie pourrait ainsi être proche de son niveau actuel : nous tablons sur 100 pdb fin 2015. Nous escomptons ensuite (à horizon de trois ou six mois) une compression du *spread* Allemagne-Italie vers 85 pdb.

## Taux de change – Le rôle décisif des Banques centrales

L'évolution de la parité euro/dollar restera guidée par l'évolution des politiques monétaires divergentes entre la Fed, engagée dans un resserrement progressif, et la BCE menant, quant à elle, une politique particulièrement accommodante. Cela suggère une baisse de l'euro contre le dollar. Quant aux devises émergentes, en dépit des défis que leurs économies devront encore affronter en 2016, leur performance devrait être meilleure que celle, douloureuse, de 2015. Ils leur faudra, toutefois, résister à la hausse des taux américains.

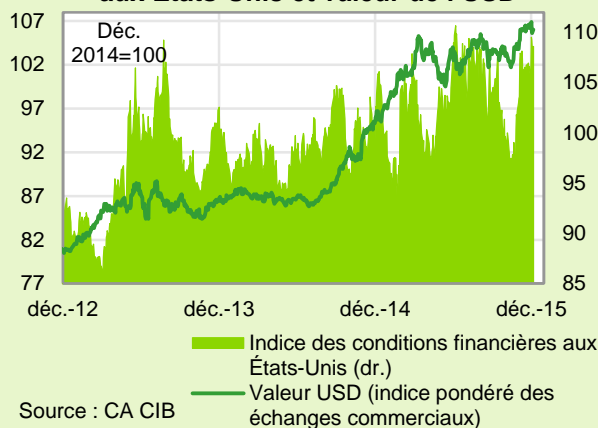
### EUR/USD : baisse supplémentaire probable, mais pas jusqu'à la parité

La divergence des politiques monétaires et le degré d'appétit ou d'aversion pour le risque sur les marchés devraient rester les deux principaux facteurs influençant l'évolution de l'euro/dollar l'année prochaine. La politique accommodante de la BCE devrait continuer à faire de l'euro une devise de financement attractive, qui souffre pendant les périodes de montée de l'appétit pour le risque, mais surperforme pendant les périodes d'aversion au risque. La divergence de politique monétaire entre une BCE *dovish* et une Fed *hawkish* continuera à faire baisser l'euro/dollar. Nous considérons toutefois que les niveaux de marché actuels intègrent d'ores et déjà certains facteurs défavorables à l'euro et d'autres favorables au dollar. En d'autres termes, les craintes de survalorisation du dollar et de sous-valorisation de l'euro devraient jouer un rôle de plus en plus important sur le marché des changes, limiter l'appréciation du dollar et le recul de l'euro en 2016.

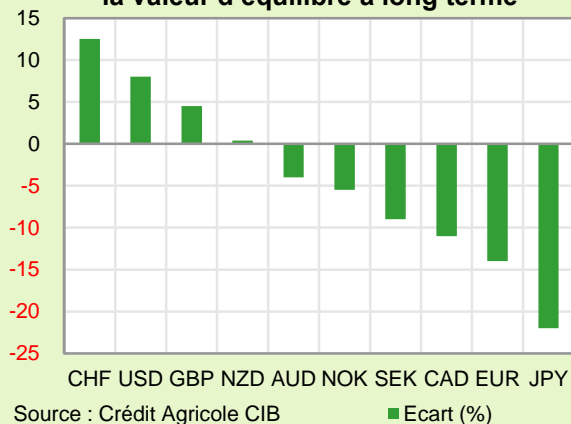
Ces facteurs sont intégrés dans nos projections, qui tablent sur une **baisse de l'euro/dollar vers 1,02 au troisième trimestre 2016, puis sur une remontée en 2017**. Alors qu'un retour vers la parité n'est pas exclu pour l'euro/dollar dans les mois qui viennent, une baisse de cette ampleur devrait accroître la sous-valorisation de la monnaie unique et pousser celle-ci encore plus loin dans ce que nous considérons comme la « zone de confort » de la BCE. La dépréciation de l'euro et l'appréciation du dollar induites pourraient obliger la BCE à reconsidérer sa politique d'assouplissement et/ou la Fed à reconsidérer sa politique de resserrement. Nous attendons par ailleurs une assez **bonne tenue de l'euro face aux autres devises du G10 et aux devises émergentes**, en particulier si les risques pesant sur l'économie mondiale et l'inflation persistent.

**Nous restons haussiers sur le dollar pour la majeure partie de l'année 2016, mais pensons que le taux de change effectif nominal du dollar atteindra un point haut au second semestre 2016.** La récente appréciation du dollar semble avoir plus ou moins intégré le scénario de resserrement monétaire progressif de la Fed en 2016. Des surprises *hawkish* sont désormais moins probables. Le dollar semble surévalué et une appréciation excessive du billet vert accentuerait la désinflation importée et serait négative pour les exportations : la Fed cherchera à contrer tout durcissement non souhaitable des conditions financières aux États-Unis. Cela pourrait signifier que les risques à long terme sur le scénario de remontée des taux directeurs américains sont désormais essentiellement baissiers.

Indice des conditions financières aux États-Unis et valeur de l'USD



Taux de change : écart par rapport à la valeur d'équilibre à long terme





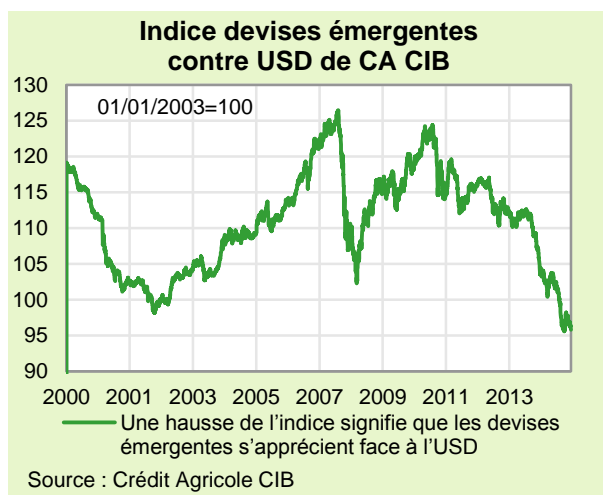
En 2016, la plus grande partie des opérations financées en euro devraient s'appuyer sur des émissions de dette libellée en euro par des non-résidents, ces derniers convertissant ensuite les capitaux levés dans d'autres devises telles que le dollar. Cela devrait ajouter aux créances des résidents de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, qui transparaissent dans les chiffres de la balance des paiements sous forme d'une intensification des sorties de capitaux. Le coût de financement en dollar devrait augmenter à nouveau après la première hausse des taux de la Fed en décembre : cela devrait encourager de nouveaux emprunteurs à utiliser des financements en euro pour rembourser leurs dettes en dollar. Nos stratégestes crédit s'attendent à ce qu'après un pic à 90 Mds EUR en 2015, les émissions de dette en euro par les non-résidents ralentissent à 60 Mds EUR en 2016. Une telle évolution pourrait toutefois se traduire par des ventes d'euro moins agressives que les sorties pures et simples de portefeuille : certains emprunteurs essaient de faire correspondre la devise de leurs actifs avec celle de leur passif ; mais dans certaines transactions il n'y a pas échange du capital en euro, la plupart des flux passant directement par le marché des swaps de change.

### Pays émergents : signes de stabilisation ?

Malgré les difficultés évidentes auxquelles les devises émergentes continueront de se heurter en 2016, nous tablons sur une meilleure performance qu'en 2015. La principale difficulté sera liée à la remontée des taux américains. Certains pays (Turquie, Afrique du Sud, Indonésie) continuent d'afficher des besoins de financement extérieur assez importants. La hausse générale des coûts de financement suggère que les risques baissiers n'ont pas disparu sur ces marchés. De nombreux pays sont cependant parvenus à réduire leur déficit courant au cours des derniers trimestres, ce qui suggère que le recul des devises concernées pourrait être limité.

Les prix des matières premières seront également un facteur déterminant. Notre scénario table sur une remontée graduelle des cours du pétrole. Les pressions s'exerçant sur les parités fixes entre les devises des États du Golfe et le dollar pourraient ainsi rester limitées en 2016, le rouble russe pourrait s'apprécier et la plupart des devises d'Amérique latine pourraient se stabiliser (à l'exception du real brésilien, pour lequel nous nous attendons à une nouvelle baisse liée à d'autres facteurs, parmi lesquelles le blocage politique et le problème de la stagflation).

Par ailleurs, de nombreuses devises émergentes se sont dépréciées en termes effectifs réels, ce qui rend leur valorisation moins vulnérable aux assauts des marchés. Un certain nombre d'entre elles pourraient bénéficier d'investissements de portefeuille en dette locale, compte tenu de l'attrait exercé par des taux d'intérêt restés élevés (en particulier si la réserve fédérale relève ses taux de manière prolongée). Ces facteurs, ajoutés à la relative stabilité du yuan chinois, suggèrent que des signes de stabilisation pourraient émerger en 2016.



## Prévisions économiques et financières

### Taux d'intérêt

		17-déc.	déc.-15	mars-16	juin-16	sept.-16	déc.-16	mars-17	juin-17	sept.-17	déc.-17
Etats-Unis	Fed funds	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25
	Taux 10 ans	2,24	2,55	2,65	2,75	3,00	3,25	3,30	3,35	3,40	3,50
Zone euro	Repo	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
	Taux 10 ans (All.)	0,60	0,60	0,70	0,80	0,90	1,00	1,20	1,40	1,60	1,75
Spread 10a c/ EUR	France	0,34	0,30	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
	Italie	1,03	1,00	0,85	0,80	0,85	0,85	1,00	1,10	1,20	1,25

### Taux de change

Taux de change USD Pays industrialisés		17-déc.	déc.-15	mars-16	juin-16	sept.-16	déc.-16	mars-17	juin-17	sept.-17	déc.-17
<b>Euro</b>	EUR/USD	1,08	1,06	1,04	1,03	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	1,10
<b>Japon</b>	USD/JPY	122,63	125,00	127,00	128,00	129,00	130,00	130,00	129,00	128,00	127,00
<b>Royaume-Uni</b>	GBP/USD	1,49	1,51	1,51	1,51	1,48	1,49	1,50	1,51	1,52	1,53
<b>Suisse</b>	USD/CHF	1,00	1,03	1,05	1,07	1,08	1,08	1,06	1,07	1,06	1,05
<b>Asie</b>											
<b>Chine</b>	USD/CNY	0,00	6,50	6,50	6,45	6,40	6,35	6,31	6,28	6,24	6,20
<b>Hong Kong</b>	USD/HKD	7,75	7,77	7,77	7,77	7,77	7,77	7,77	7,77	7,77	7,77
<b>Inde</b>	USD/INR	66,30	66,50	67,00	67,50	68,00	68,50	68,00	67,00	66,00	65,00
<b>Corée du Sud</b>	USD/KRW	1188	1200	1210	1200	1195	1190	1185	1180	1175	1170
<b>Amérique latine</b>											
<b>Brésil</b>	USD/BRL	3,91	3,80	3,90	3,95	4,05	4,15	4,20	4,25	4,30	4,30
<b>Mexique</b>	USD/MXN	17,13	17,25	17,30	17,50	17,25	17,00	16,75	16,50	16,25	16,00
<b>Europe - émergents</b>											
<b>Pologne</b>	USD/PLN	3,97	4,02	4,09	4,17	4,17	4,08	3,95	3,87	3,75	3,64
<b>Russie</b>	USD/RUB	70,96	68,00	66,50	65,00	63,50	62,00	60,50	59,00	57,50	56,00
<b>Turquie</b>	USD/TRY	2,93	3,05	3,10	3,10	3,12	3,12	3,15	3,15	3,15	3,15

### Matières premières

Métaux précieux		17-déc	2015	2016				2017			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Or	USD/oz	1 053	1 056	1 025	1 000	1 000	1 025	1 050	1 100	1 175	1 200

Prix moy. du trim.		17-déc	2015	2016				2017			
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Brent	\$/BBL	37	44	48	51	54	57	61	66	69	71

Scénario économique du Groupe Crédit Agricole S.A.

	PIB (a/a,%)			Inflation (a/a,%)			Balance courante (%duPIB)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Etats-Unis</b>	2,5	2,4	2,3	0,1	1,3	2,2	-2,6	-2,8	-3,3
<b>Japon</b>	0,6	1,2	0,8	0,7	1,0	1,9	3,1	3,1	3,1
<b>Zone euro</b>	1,5	1,6	1,6	0,1	0,9	1,5	2,8	2,7	2,6
<b>Allemagne</b>	1,5	1,7	1,6	0,1	1,1	1,7	7,7	7,7	7,6
<b>France</b>	1,1	1,2	1,4	0,1	0,9	1,3	-0,6	-0,8	-0,8
<b>Italie</b>	0,7	1,3	1,2	0,1	0,8	1,3	1,6	1,5	1,9
<b>Espagne</b>	3,2	2,7	2,1	-0,6	0,4	1,4	1,5	1,3	1,4
<b>Pays-Bas</b>	1,9	1,9	2,1	0,2	0,7	1,6	10,7	10,0	10,5
<b>Autres pays développés</b>									
<b>Royaume-Uni</b>	2,4	2,3	2,3	0,0	1,0	1,8	-4,2	-4,0	-3,7
<b>Canada</b>	1,1	1,9	2,1	1,2	1,8	2,0	-3,3	-2,7	-2,0
<b>Australie</b>	2,4	2,9	3,1	1,8	2,6	2,4	-4,0	-4,1	-3,3
<b>Suisse</b>	0,7	1,1	1,4	-1,0	-0,4	0,2	7,2	7,4	7,5
<b>Asie</b>	6,1	6,0	6,2	2,4	2,8	3,2	2,4	1,7	1,3
<b>Chine</b>	6,8	6,5	6,5	1,4	1,8	2,4	2,7	1,9	1,5
<b>Inde</b>	7,5	7,6	7,8	4,9	5,3	5,3	-1,1	-1,6	-2,1
<b>Corée du Sud</b>	2,6	3,0	3,2	0,7	2,0	2,5	7,9	6,1	6,0
<b>Amérique latine</b>	-0,7	-0,1	2,6	14,4	11,7	6,8	-2,7	-1,9	-2,6
<b>Brésil</b>	-3,2	-2,8	1,5	9,0	7,5	6,0	-3,6	-2,1	-3,0
<b>Mexique</b>	2,5	3,1	3,5	3,1	3,1	3,2	-2,4	-2,2	-2,4
<b>Europe émergente</b>	-0,4	1,5	2,0	10,9	6,1	5,5	1,7	1,1	0,7
<b>Russie</b>	-3,5	0,2	1,0	15,5	8,0	6,5	5,8	4,5	3,5
<b>Turquie</b>	3,8	3,0	3,0	7,6	7,0	7,0	-5,0	-5,5	-5,5
<b>Pologne</b>	3,4	2,7	3,1	-0,9	-1,1	1,9	-0,8	-1,4	-1,5
<b>Afrique, Moyen-Orient</b>	2,5	3,3	3,6	6,5	6,3	5,7	-2,7	-2,1	-0,4
<b>Arabie Saoudite</b>	3,0	1,5	1,9	2,3	2,5	2,9	-3,1	-3,0	0,5
<b>Emirats Arabes Unis</b>	3,3	3,3	3,9	4,2	3,4	2,9	2,2	2,0	3,2
<b>Egypte</b>	4,0	4,2	4,4	10,2	9,5	9,0	-3,0	-2,6	-2,2
<b>Maroc</b>	4,5	3,6	4,0	1,7	1,5	1,9	-3,0	-3,5	-3,9
<b>Total</b>	3,0	3,3	3,6	3,5	3,5	3,4			
<b>Pays industrialisés</b>	1,9	2,0	1,9	0,3	1,2	1,9			
<b>Pays émergents</b>	3,8	4,2	4,8	5,8	5,0	4,4			

## Comptes publics

	Solde budgétaire (% du PIB)			Dettes publiques (% du PIB)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Etats-Unis</b>	-2,5	-2,9	-2,6	74,0	75,2	75,1
<b>Japon</b>	-6,9	-6,5	-6,0	236,9	239,3	240,9
<b>Zone euro</b>	-2,0	-2,0	-1,6	93,5	92,5	91,2
Allemagne	1,0	0,0	0,3	71,3	68,8	66,0
France	-3,8	-3,4	-3,1	96,4	96,7	96,5
Italie	-2,6	-2,3	-2,0	133,0	132,3	131,9
Espagne	-4,5	-3,5	-2,8	100,6	101,1	100,7
Pays-Bas	-2,3	-1,5	-1,2	64,9	62,2	61,3
Belgique	-2,7	-2,6	-2,3	106,8	105,7	103,4
Grèce	-4,6	-3,6	-2,2	190,9	194,5	193,9
Irlande	-2,0	-1,4	-1,2	98,9	94,2	91,5
Portugal	-3,0	-3,0	-2,5	128,2	125,0	122,1
<b>Royaume-Uni</b>	-4,4	-3,0	-1,9	88,3	87,9	85,8

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

*Achévé de rédiger le 18 décembre 2015*

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

**Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE**  
**Rédacteurs en chef : Jean François PAREN – Catherine LÉBOUGRE**

**Comité de rédaction :**

**Pays développés :** Brittany BAUMANN – brittany.baumann@ca-cib.com / Mike CAREY – michael.carey@ca-cib.com  
Nina DELHOMME – nina.delhomme@credit-agricole-sa.fr / Olivier ELUERE – olivier.eluere@credit-agricole-sa.fr  
Louis HARREAU – louis.harreau@ca-cib.com / Catherine LÉBOUGRE – catherine.lebougre@credit-agricole-sa.fr  
Paola MONPERRUS-VERONI – paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Ludovic MARTIN – ludovic.martin@credit-agricole-sa.fr / Slavena NAZAROVA slavena.nazarova@credit-agricole-sa.fr  
Jean-François PERRIN – jean-francois.perrin@ca-cib.com / Philippe VILAS-BOAS – philippe.vilasboas@credit-agricole-sa.fr  
Kazuhiko OGATA – kazuhiko.ogata@ca-cib.com / Yoshiro SATO – yoshiro.sato@ca-cib.com

**Pays émergents :** Sébastien BARBE – sebastien.barbe@ca-cib.com / Jean-Louis MARTIN – jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr  
Dariusz KOWALCZYK – dariusz.kowalczyk@ca-cib.com

**Marchés financiers :** David KEEBLE – david.keeble@ca-cib.com / Mohit KUMAR – mohit.kumar@ca-cib.com  
Valentin MARINOV – valentin.marinov@ca-cib.com / Manuel OLIVIERI – manuel.olivieri@ca-cib.com  
Jonathan RICK – jonathan.rick@ca-cib.com

**Documentation :** Dominique PETIT – **Statistiques :** Robin MOURIER

**Réalisation & Secrétariat de rédaction :** Fabienne PESTY

**Contact :** publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

**Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :**

**Internet :** <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad :** application **Études ECO** disponible sur l'App store

**Android :** application **Études ECO** disponible sur Google Play