



ASSOCIATION SUISSE DES ACTUAIRES

Florence Pisani

31 août 2018



1 ÉCONOMIES ÉMERGENTES

2 CHINE

3 MARCHÉ PÉTROLIER

4 ÉTATS-UNIS

5 ZONE EURO



1

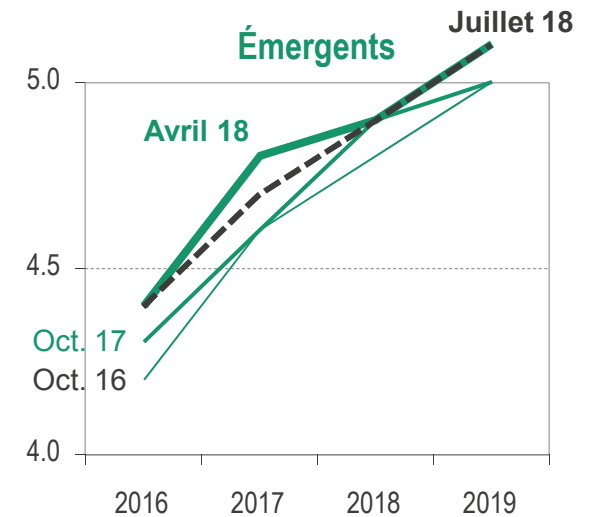
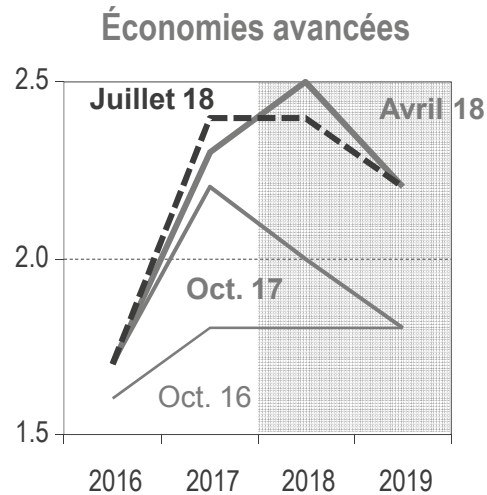
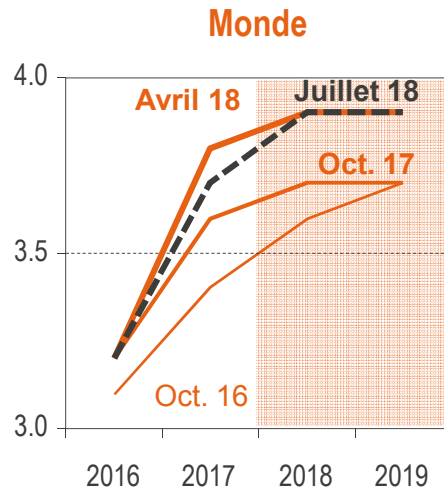
ÉCONOMIES ÉMERGENTES
Sous la pression des marchés...

ÉCONOMIE MONDIALE

Le FMI a cessé de réviser en hausse ses perspectives de croissance mondiale

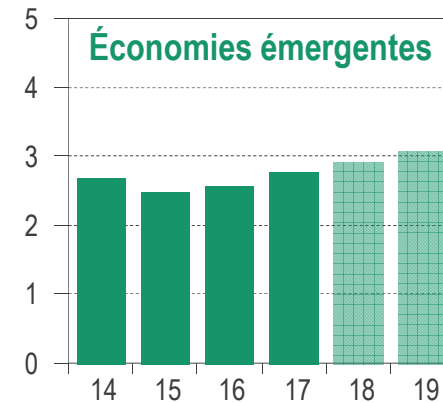
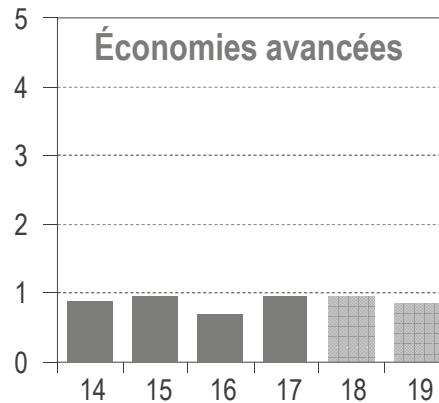
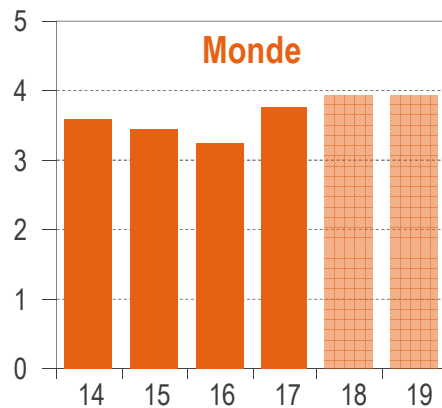
Prévisions de croissance du FMI

(%, en moyenne annuelle)



Contribution à la croissance mondiale

(%, en moyenne annuelle)

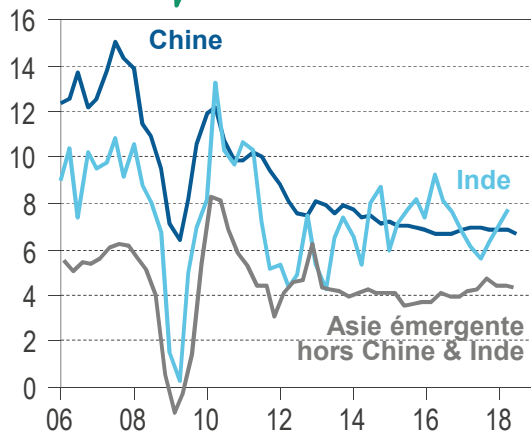
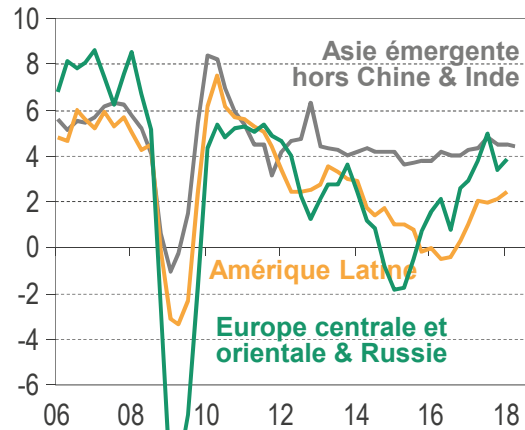


ÉCONOMIES ÉMERGENTES

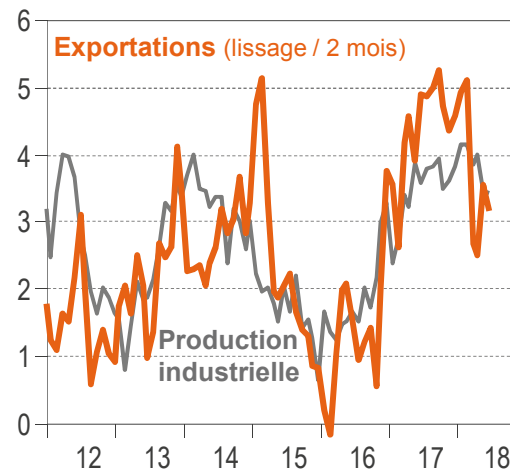
Dans la plupart des pays émergents, la croissance a cessé d'accélérer

Croissance des pays émergents et indices PMI manufacturiers

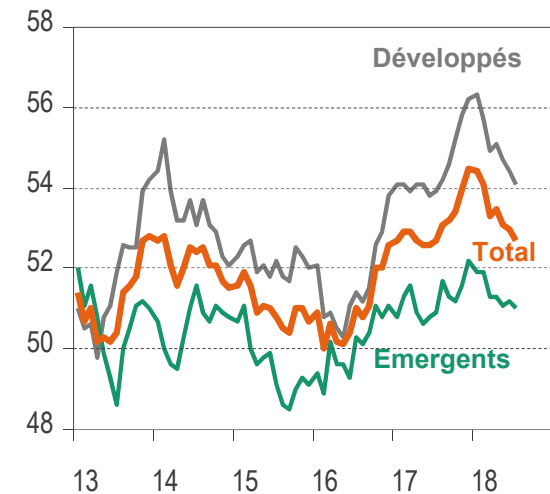
Croissance du PIB
(% glissement annuel)



Production industrielle et exportations mondiales
(% glissement annuel)



Indices PMI du secteur manufacturier

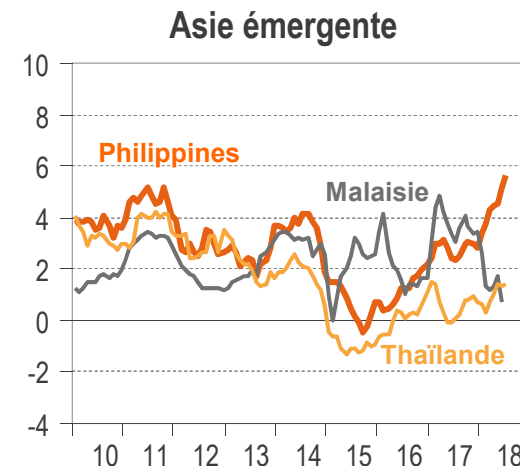
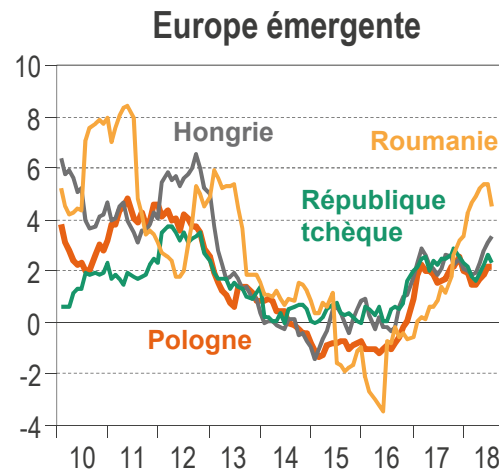
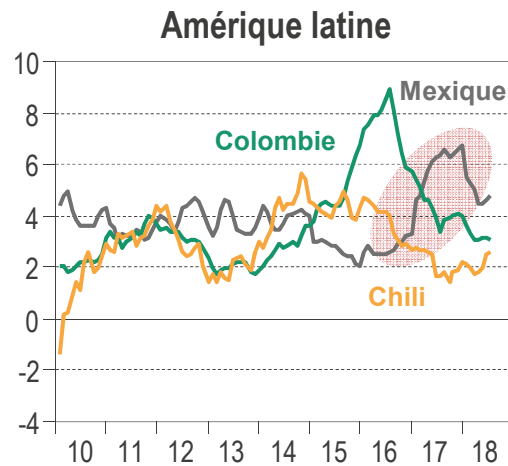
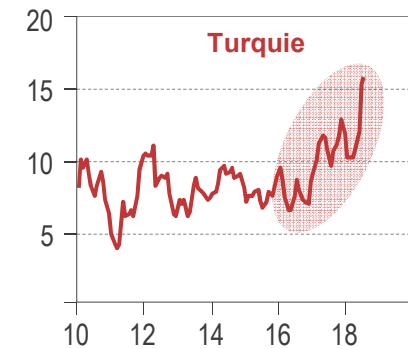
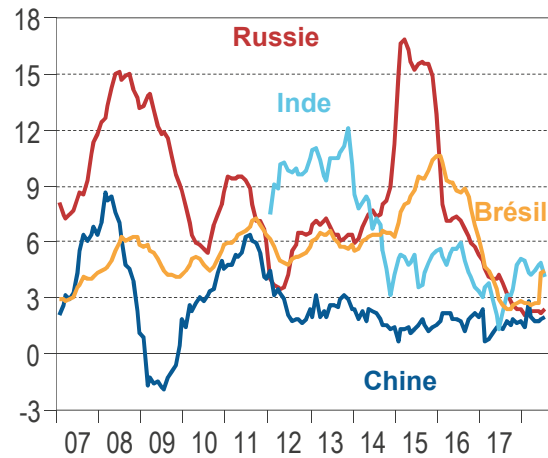


ÉCONOMIES ÉMERGENTES

L'inflation reste généralement maîtrisée

Inflation dans les économies émergentes

(% glissement annuel)



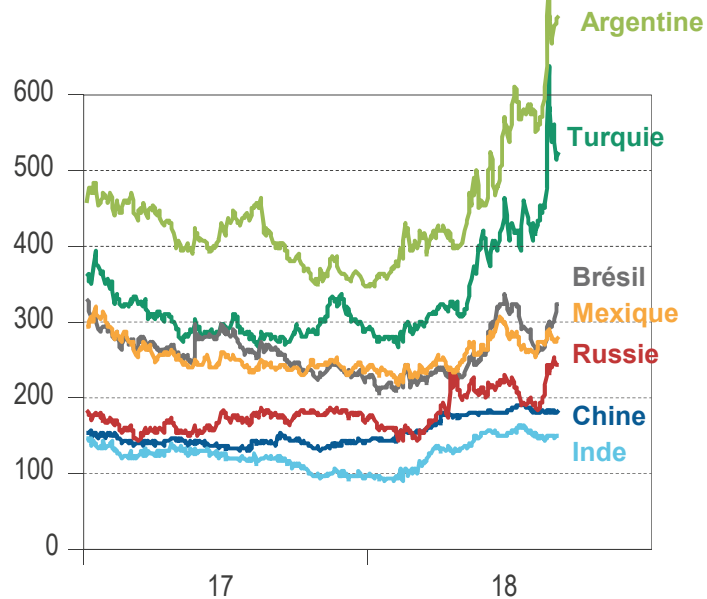
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Depuis plusieurs mois maintenant, les pays émergents subissent une pression croissante des marchés

Spread EMBI et taux de change

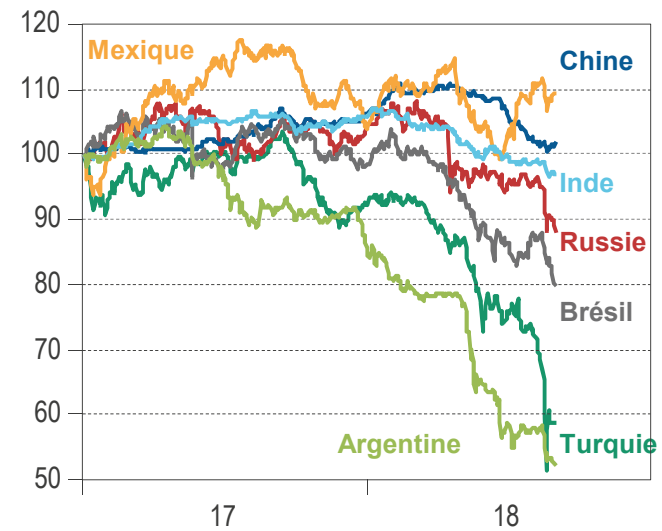
Spread EMBI global

(points de base)



Taux de change contre dollar

(Janvier 2017 = 100)

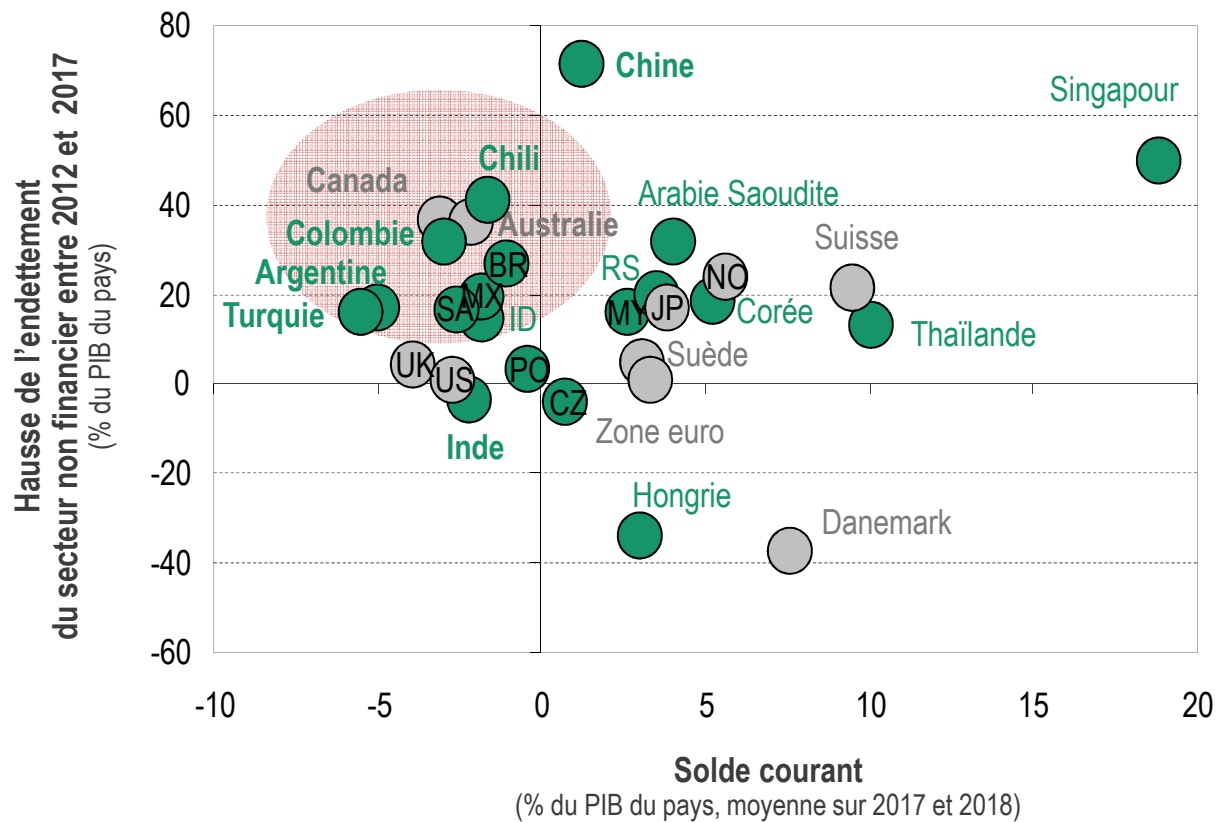


ÉCONOMIES ÉMERGENTES

C'est le cas en particulier de ceux qui dépendent de l'épargne du reste du monde...

Endettement domestique et soldes courants

Solde courant et hausse de l'endettement



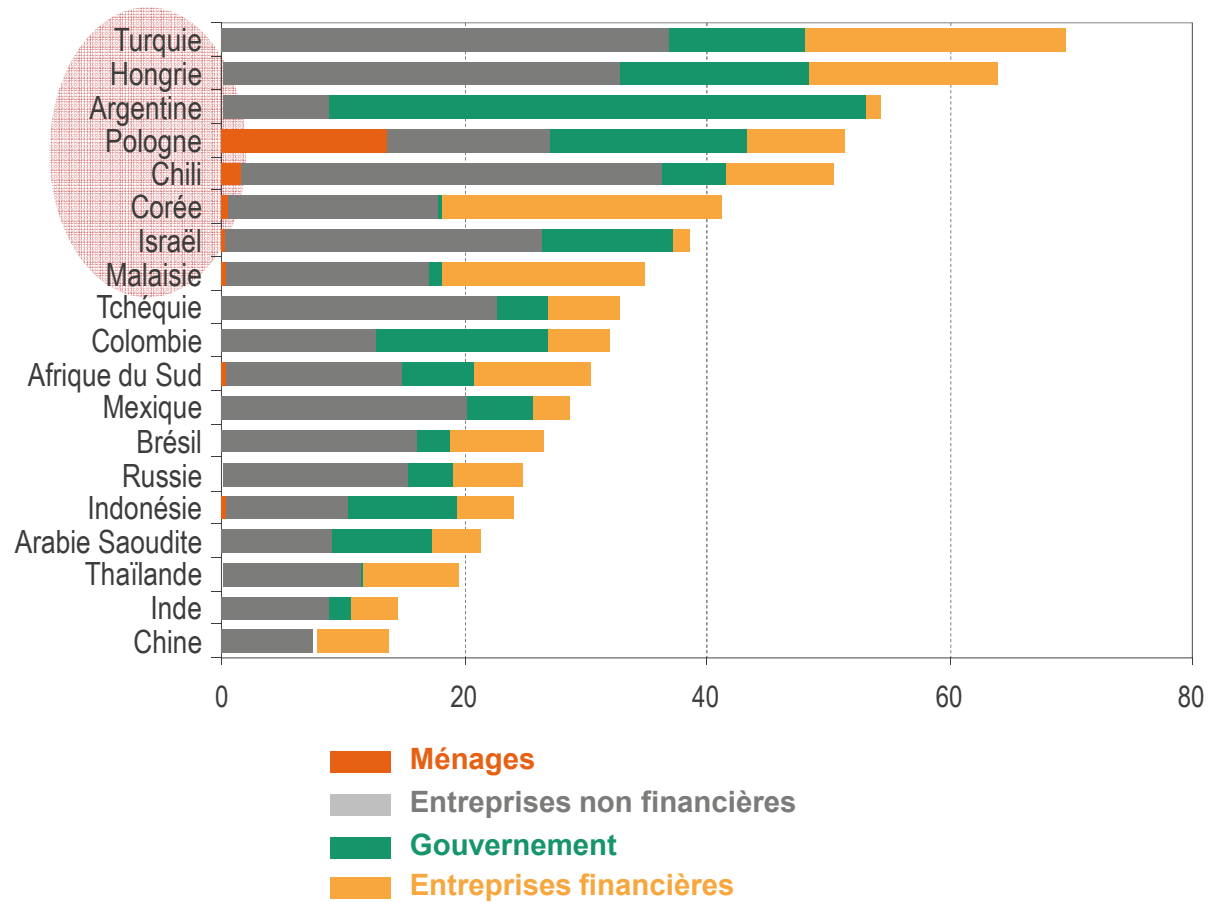
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

... et de ceux dont la dette en devises est importante

Endettement en devises

Endettement en devises par agent

(% du PIB du pays, 2018 T1)



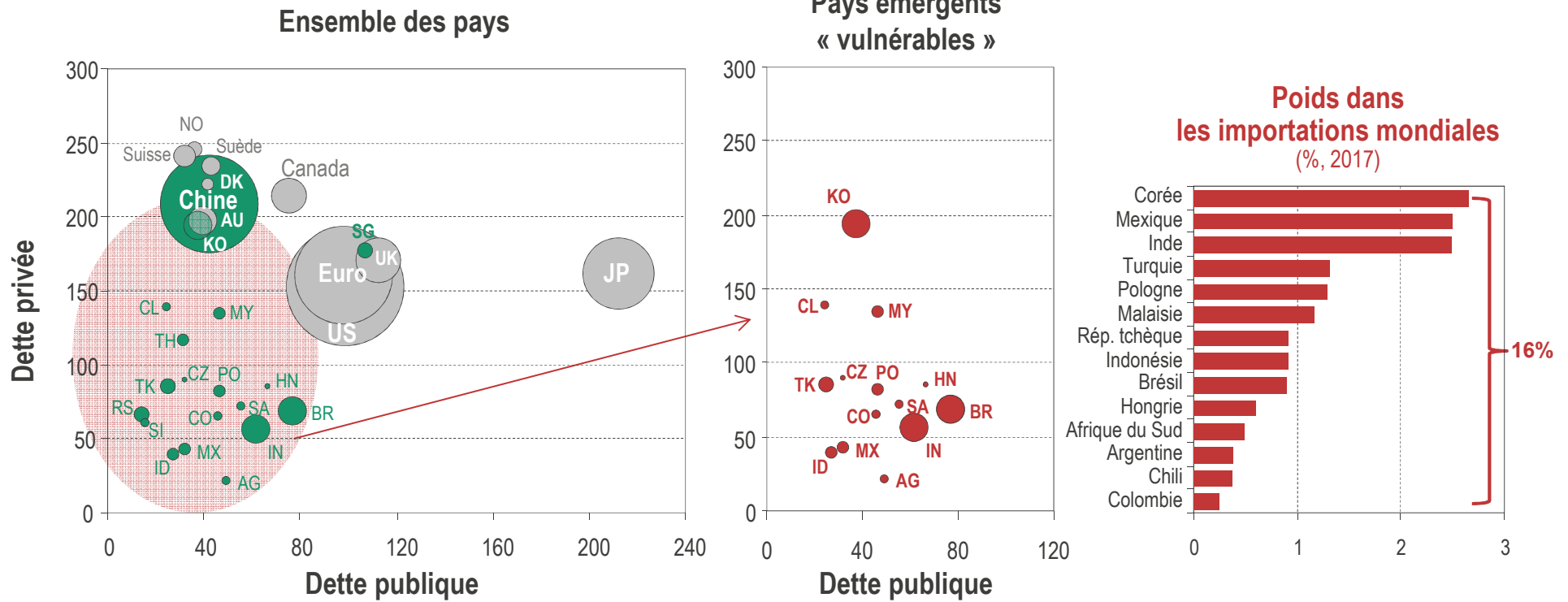
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

La taille des pays « vulnérables » reste toutefois relativement faible...

Pays émergents potentiellement vulnérables

Dettes publique et dette privée

(2018 T1, % du PIB)



N.B. La taille des ronds est proportionnelle au poids de la dette dans le PIB mondial

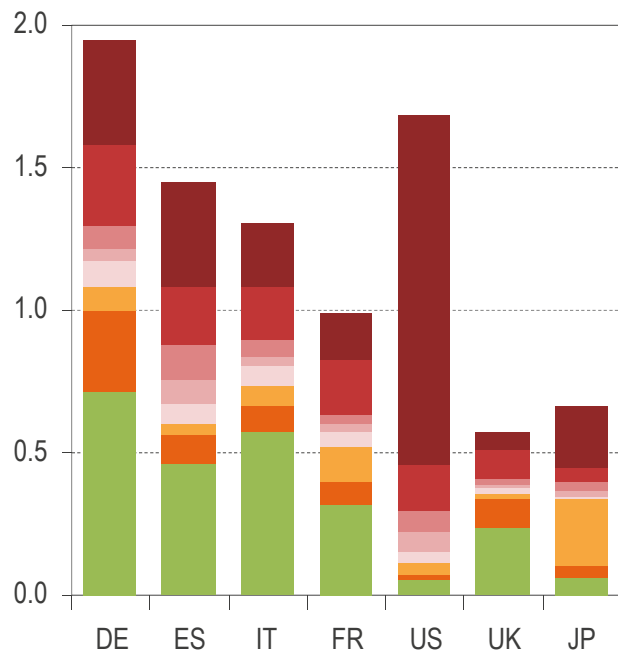
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

.... et l'exposition des pays développés aux pays les plus vulnérables n'est pas de nature systémique

Exposition des pays développés aux pays les plus vulnérables

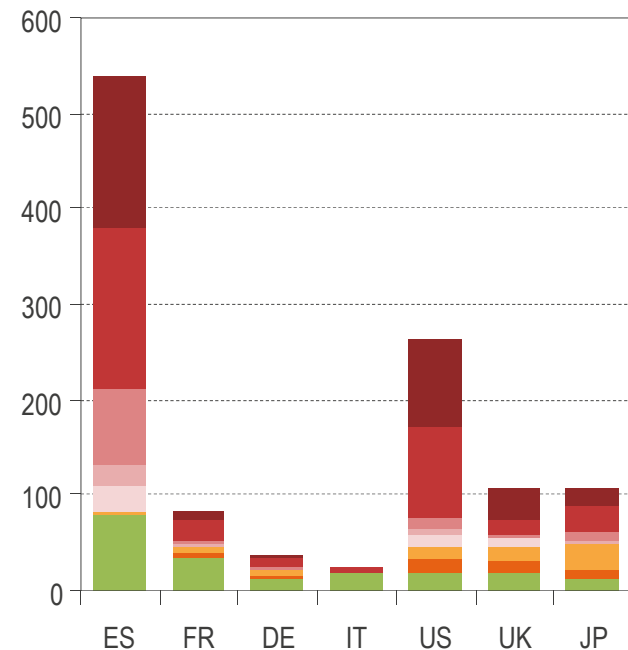
Exportations vers les pays vulnérables

(% du PIB du pays, 2017)



Créances bancaires sur les pays vulnérables

(milliards de dollars, 2018 T1)



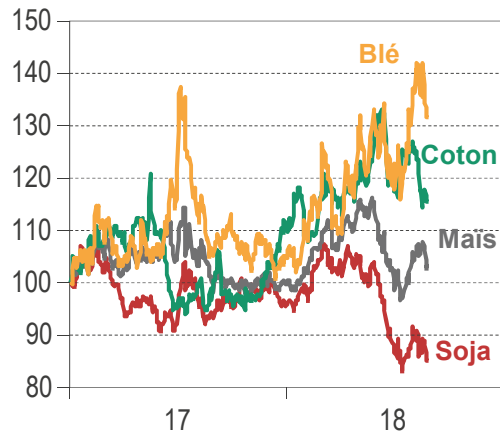
ÉCONOMIES ÉMERGENTES

Un ralentissement marqué de la croissance chinoise affecterait toutefois la demande mondiale de matières premières : la situation des pays exportateurs de matières premières s'en trouverait aggravée

Consommation mondiale de matières premières, prix des matières premières et pays exportateurs

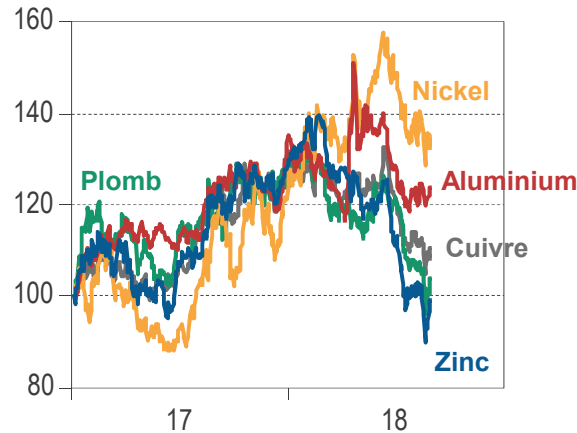
Prix des matières premières agricoles

(janvier 2017 = 100, indices GSCI)



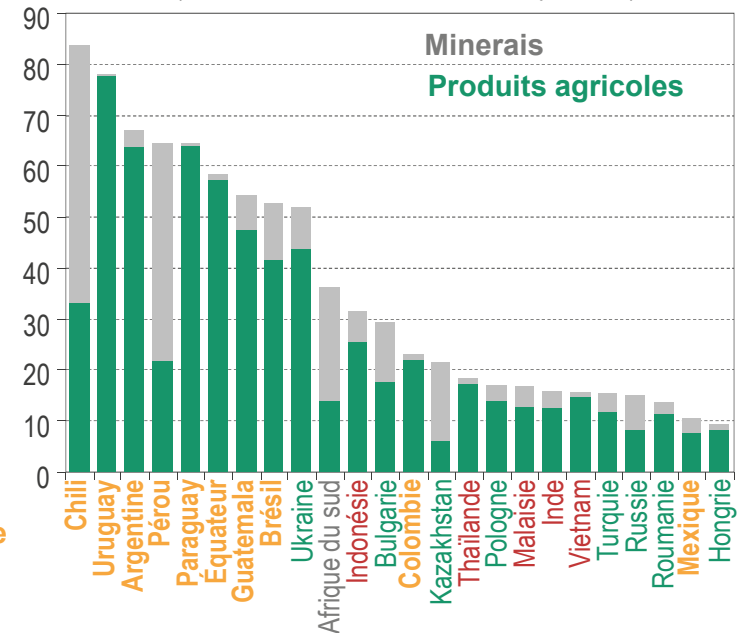
Prix des métaux

(janvier 2017 = 100, indices GSCI)



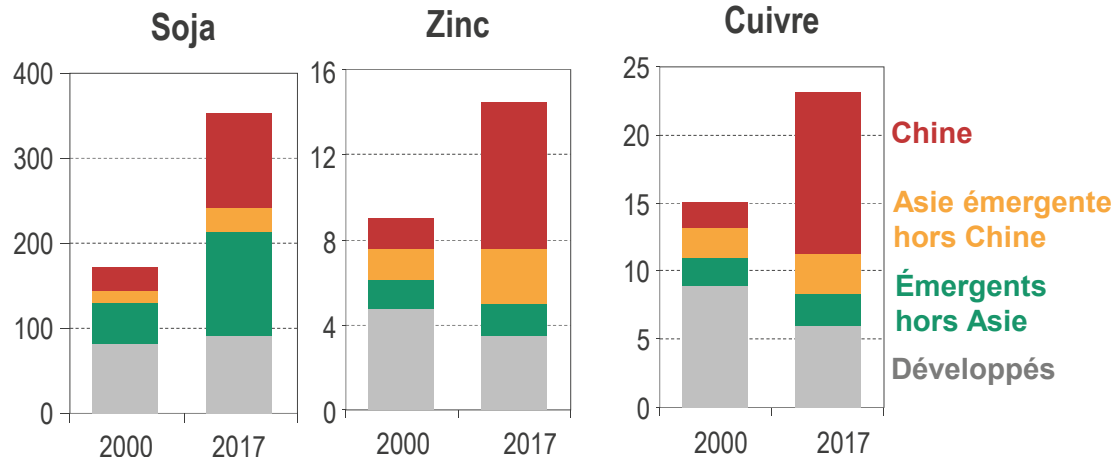
Part des exportations de produits agricoles et de minerais

(% du total des exportations du pays, 2017)



Consommation mondiale de matières premières

(millions de tonnes)





2

CHINE

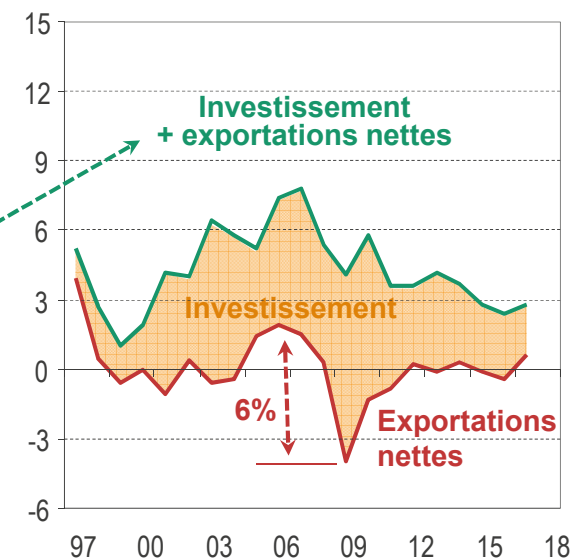
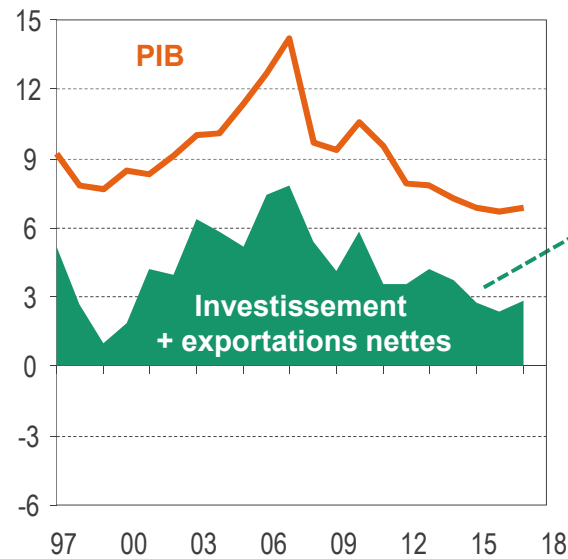
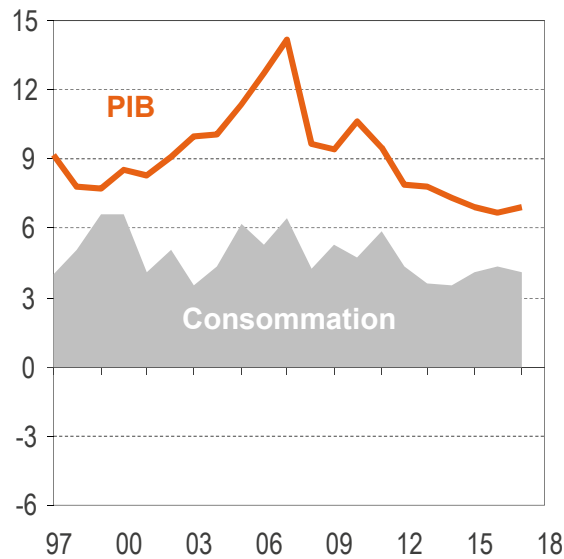
L'économie face aux risques de guerre commerciale...

CHINE

Depuis la crise de 2007, la Chine a montré qu'elle était capable de faire face à des chocs macro-économiques et à rééquilibrer la structure de son économie

Croissance

Contribution à la croissance du PIB (% rythme annuel)



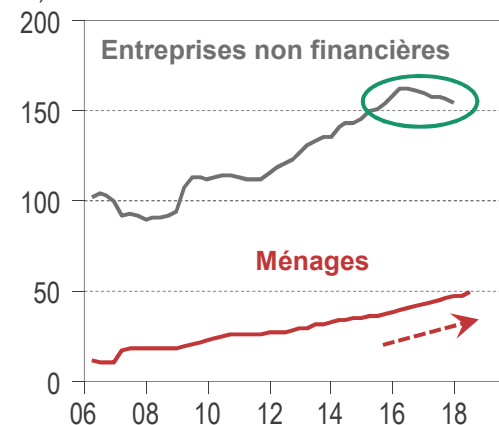
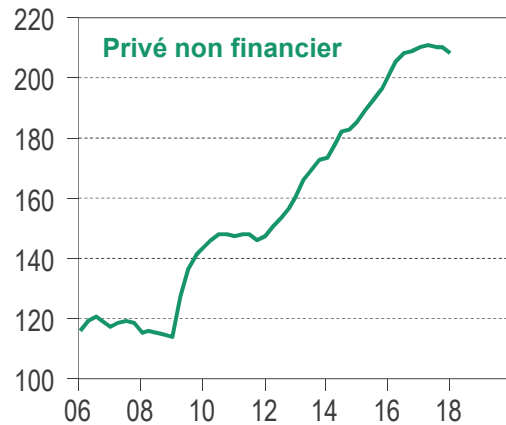
CHINE

La hausse de l'endettement privé qui avait suivi la crise de 2007 a pu finalement être enrayée

Endettement du secteur privé

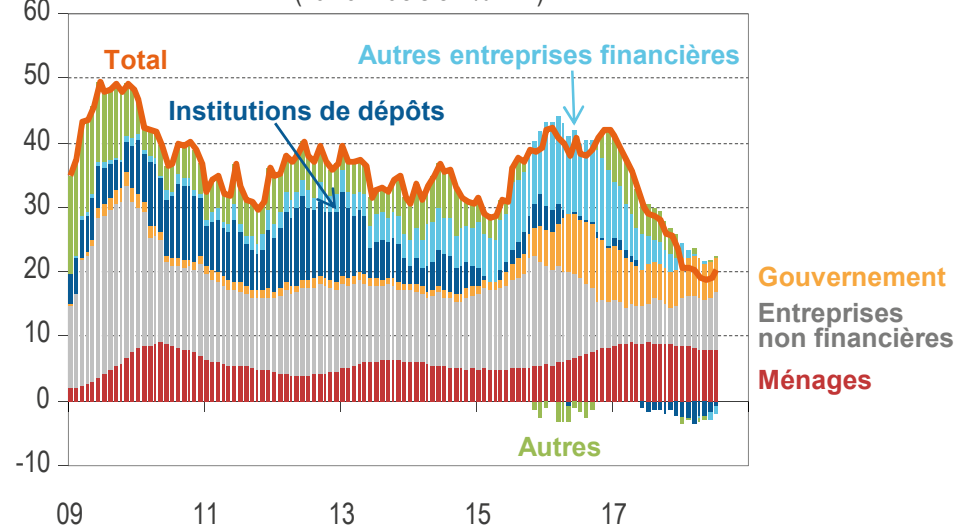
Dette du secteur non financier

(% du PIB)



Créances des institutions de dépôts sur...

(flux annuels en % PIB)

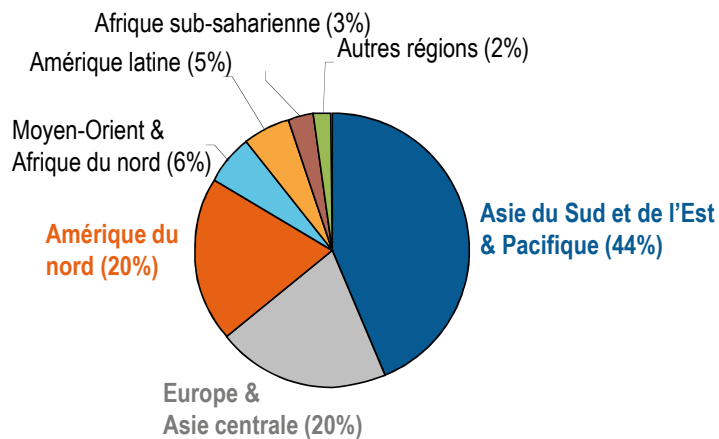
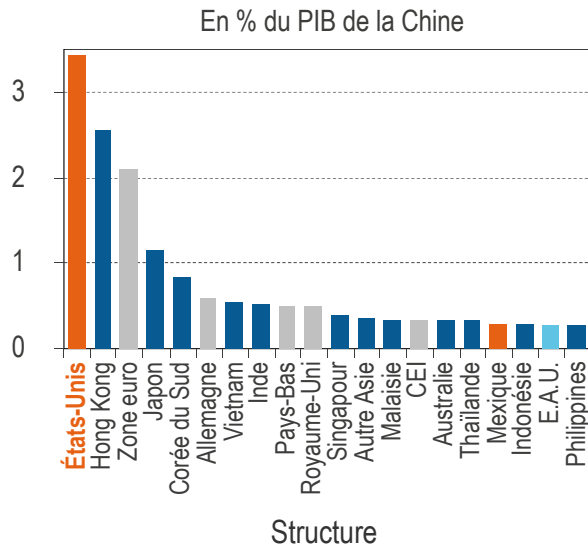


CHINE

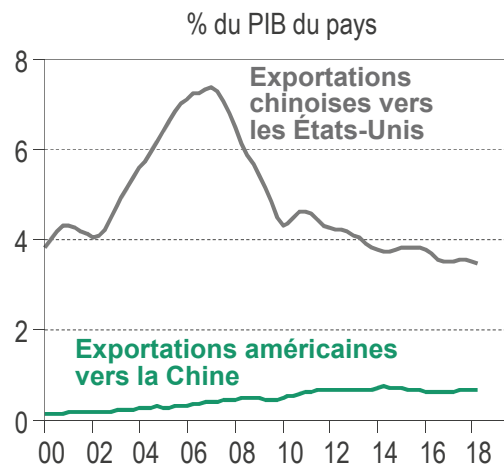
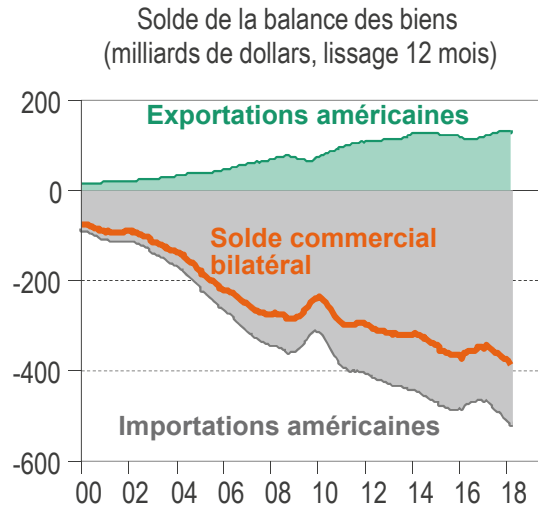
Face à la montée des tensions commerciales avec les États-Unis...

Commerce de la Chine

Exportations chinoises par destination



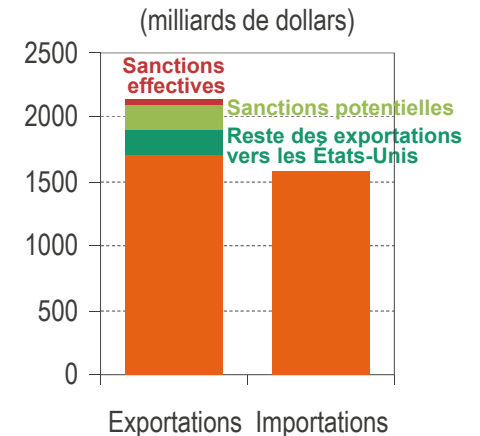
Relations commerciales des États-Unis avec la Chine



Tensions commerciales :

- **Hausse de 25% des droits de douane sur 34 milliards de dollars** d'importations chinoises (biens d'équipement électrique, matériel d'imagerie photo. et médicale). Riposte de la Chine pour un montant équivalent (véhicules, soja et autres produits agricoles).
- **Hausse des droits de douane sur 16 milliards de dollars** d'importations chinoises depuis le 23 août. Riposte de la Chine pour un montant équivalent.
- **Annonce d'une hausse de 25% des droits de douane sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises.**

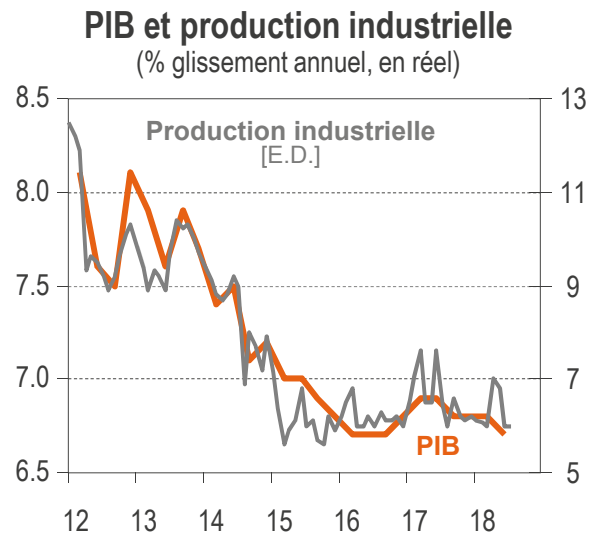
Commerce de la Chine



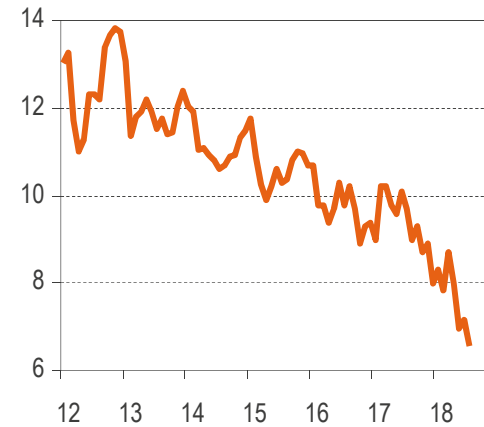
CHINE

... et aux signes récents de ralentissement de l'activité...

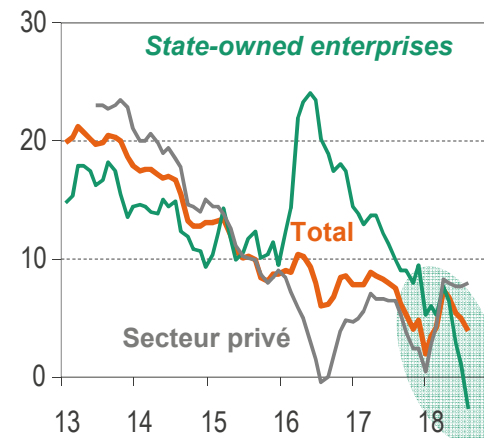
Activité



Ventes au détail (% glissement annuel, volumes)



Investissement* (% glissement annuel)

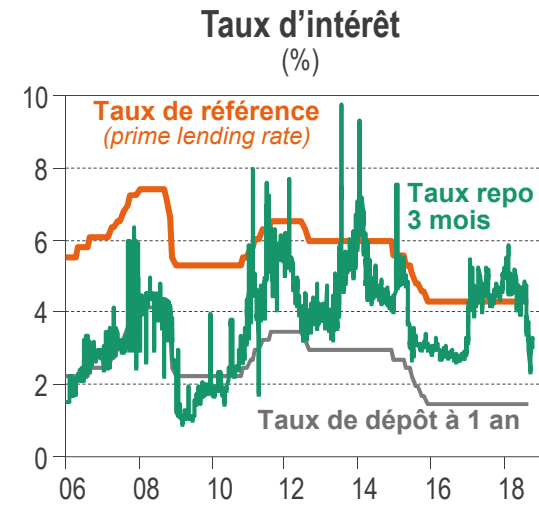
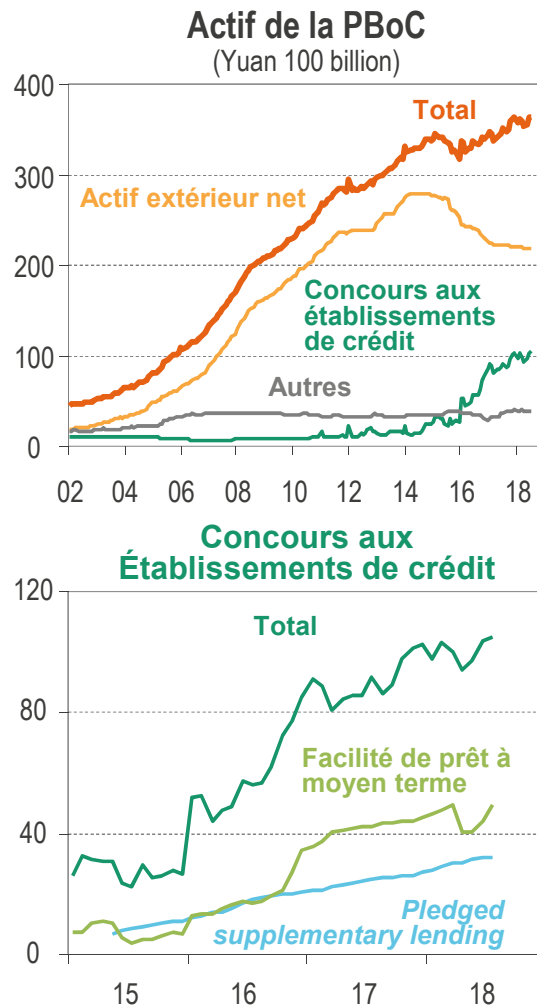


(*) L'investissement inclut ici, outre la FBCF, les achats de matériel d'occasion, de sites et de terrains existants ainsi que les fusions et acquisitions.

CHINE

... les autorités ont commencé à assouplir prudemment leur politique monétaire

Politique monétaire



La banque centrale a décidé d'injecter 502 milliards de yuan de liquidités (75 mds de dollars), via sa facilité de prêt à moyen terme (*one year Medium Term Lending Facility*), montant le plus élevé depuis l'introduction de cette facilité en 2014.

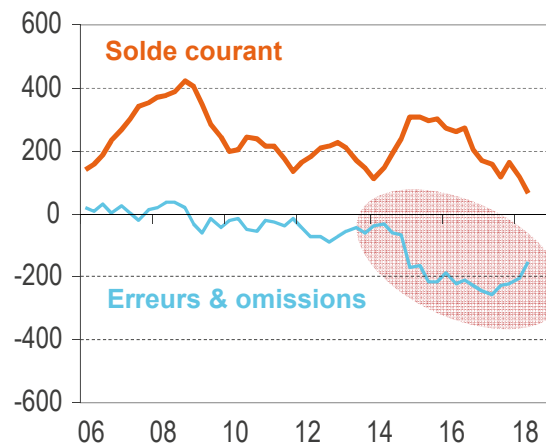
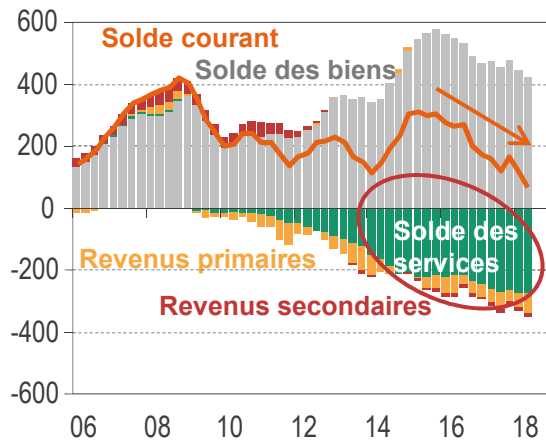
CHINE

Les marges de manœuvre de la banque centrale sont toutefois limitées : laisser le Yuan se déprécier fortement pourrait laisser penser que le change est devenu une arme de guerre commerciale

Cours du Yuan et balance des paiements

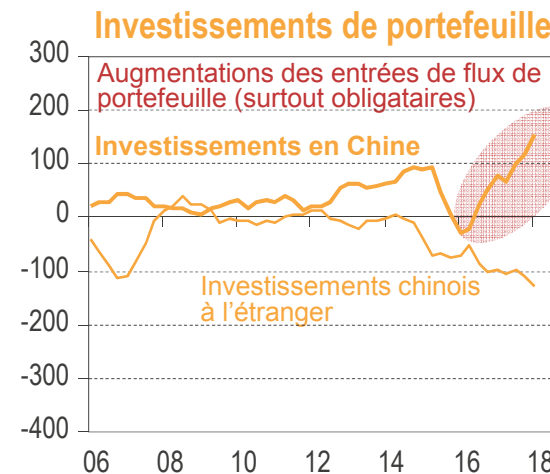
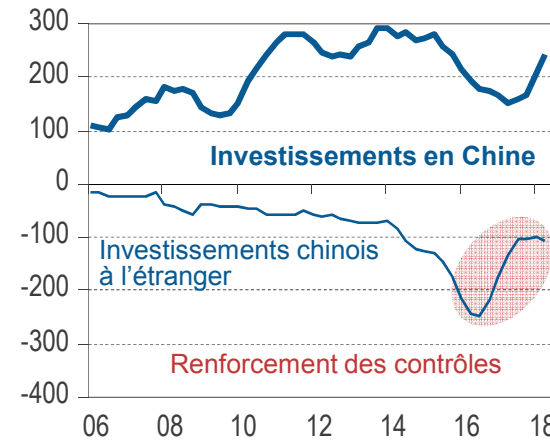
(milliards de dollars, lissé sur 4 trimestres, rythme annuel)

Solde courant et erreurs & omissions



La Chine a un déficit croissant de sa balance des services et des sorties de capitaux au titre des « erreurs et omissions » toujours importantes.

Investissements directs

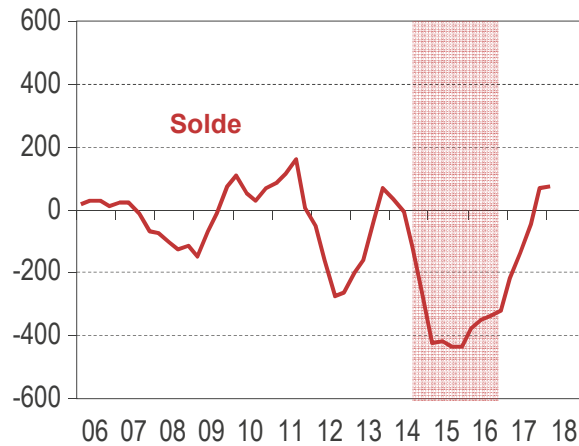


CHINE

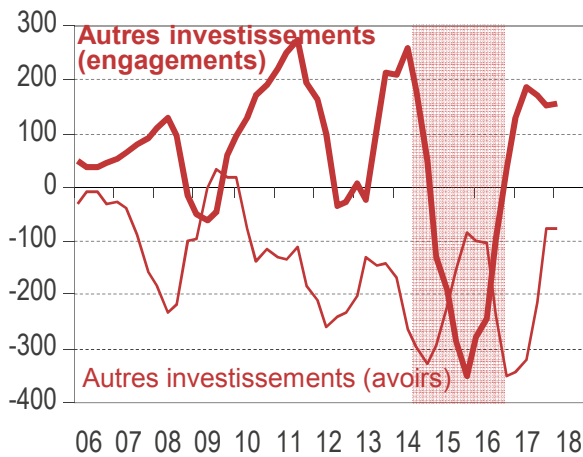
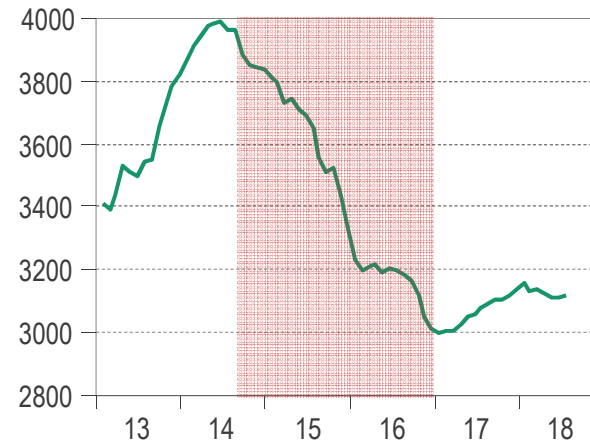
En même temps, les autorités prendraient le risque de voir les sorties de capitaux accélérer dangereusement

Balance des paiements et dette extérieure

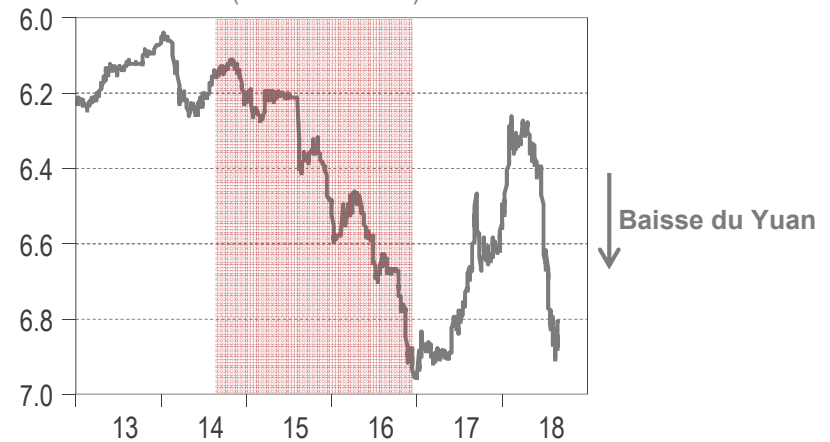
Autres investissements



Réserves de change (milliards de dollars)



Cours de change du Yuan contre le dollar (échelle inversée)



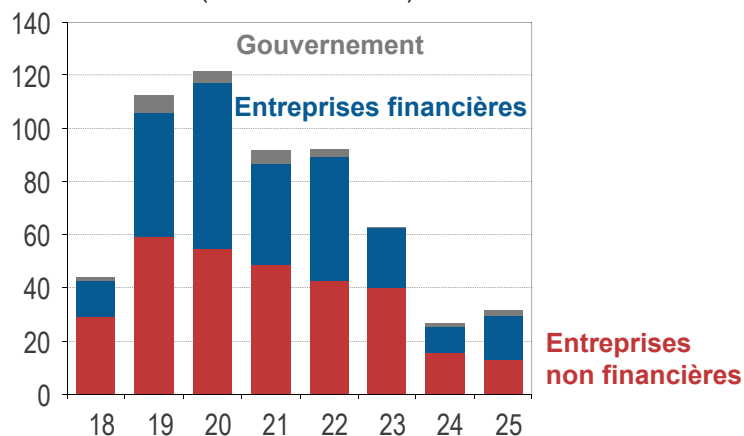
CHINE

N.B. Compte tenu du faible poids de la dette extérieure en devises, la dépréciation du Yuan n'affecte que marginalement la solvabilité externe de la Chine (I)

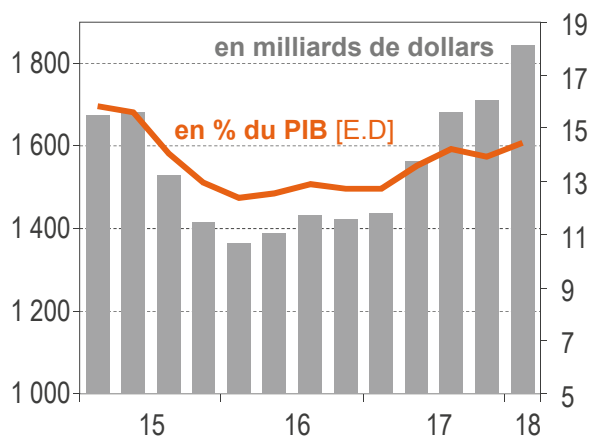
Dettes extérieures et réserves de change

Tombées d'obligations ou de prêts en dollars

(milliards de dollars)

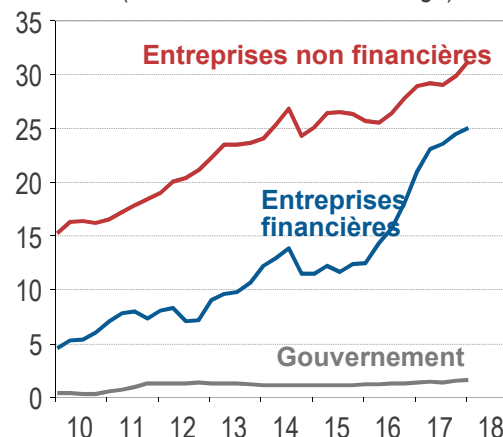


Dettes extérieures de la Chine



Dettes en devises étrangères

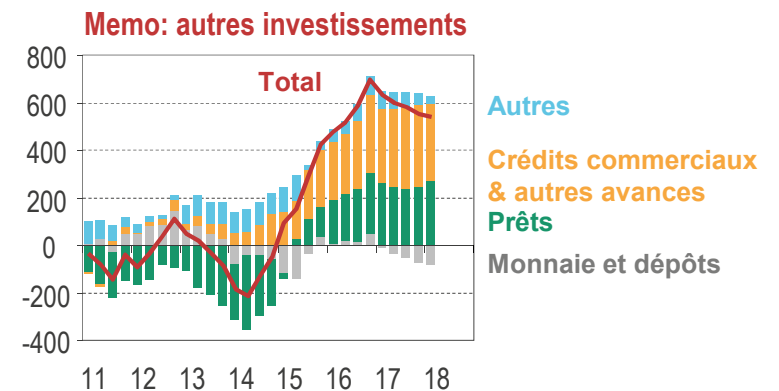
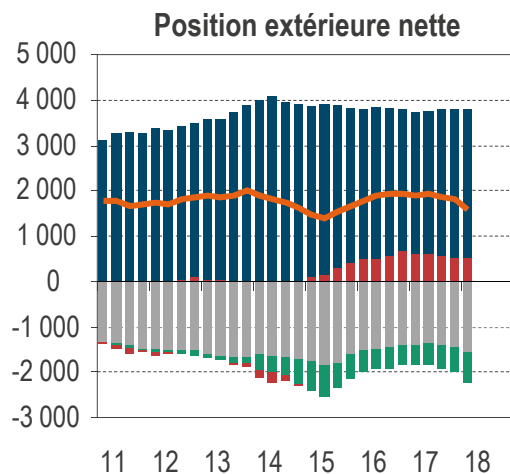
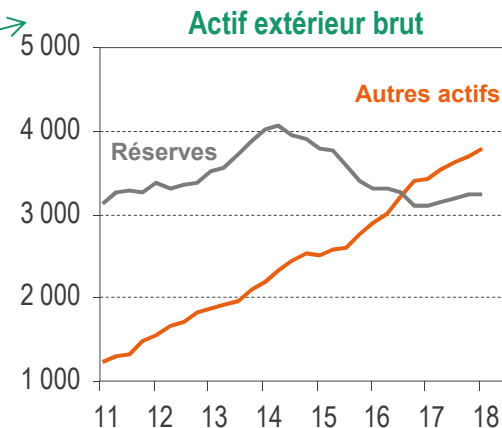
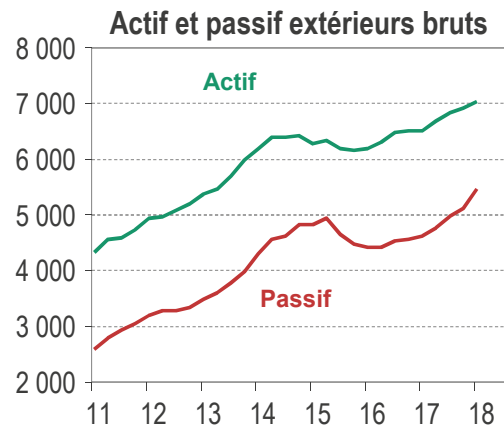
(en % des réserves de change)



CHINE

N.B. Compte tenu du faible poids de la dette extérieure en devises, la dépréciation du Yuan n'affecte que marginalement la solvabilité externe de la Chine (II)

Position extérieure (milliards de dollars)

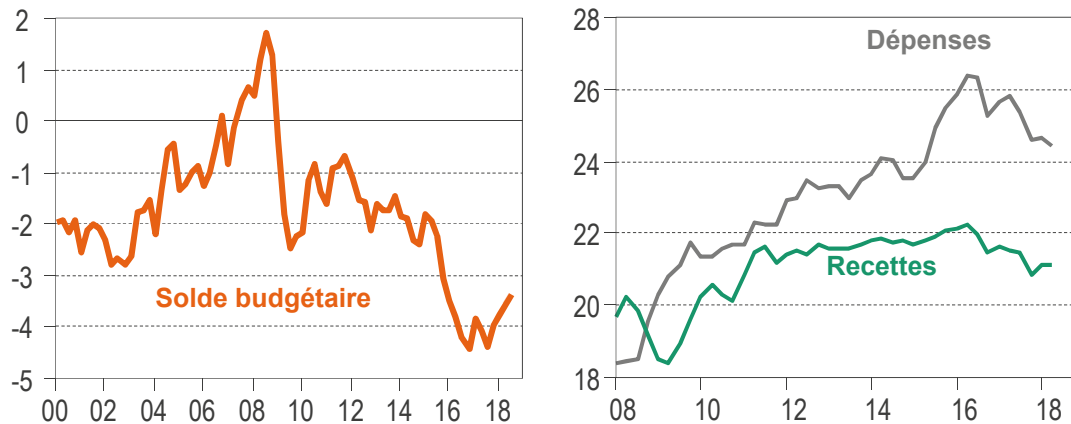


CHINE

Si la guerre commerciale devait s'amplifier, le rôle de la politique budgétaire dans le soutien de l'activité deviendrait central

Politique budgétaire

Budget du gouvernement
(% du PIB)



Principales mesures annoncées le 23 juillet

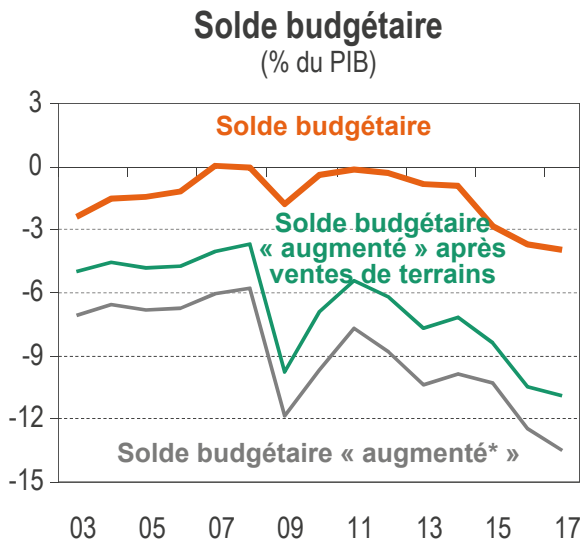
- Baisses d'impôts de 1 trillion de Yuan (1% du PIB);
- Baisses de certains taux d'impôts pour les entreprises des secteurs technologiques;
- Augmentation des émissions de titres de dette des collectivités locales pour financer des infrastructures.
- Le gouvernement augmentera les garanties d'Etat pour soutenir le crédit aux PME.

L'assouplissement budgétaire annoncé devrait permettre à l'investissement en infrastructures de se stabiliser d'ici 1 à 2 mois. Les effets des baisses d'impôts seront moins puissants et plus longs à se manifester.

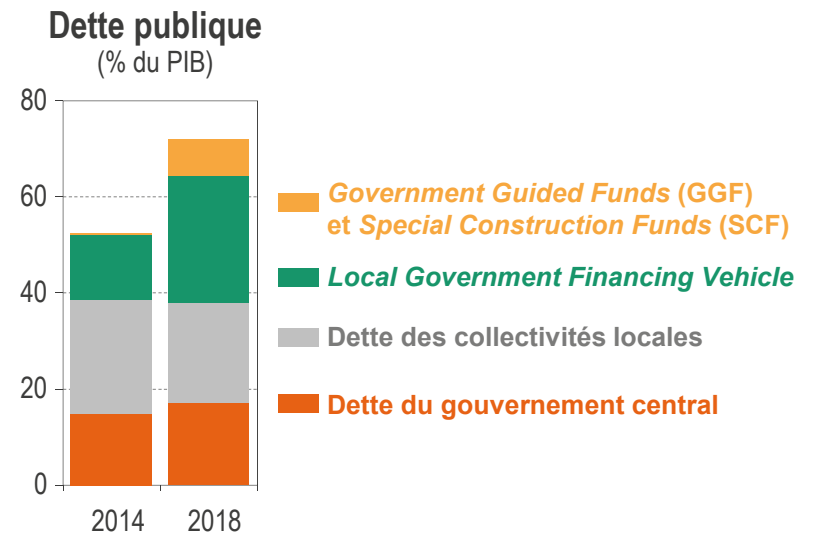
CHINE

Augmenter de quelques points de PIB le déficit budgétaire en 2018 et 2019 ne modifiera pas radicalement l'effort à faire pour mettre la dette publique sur une trajectoire soutenable

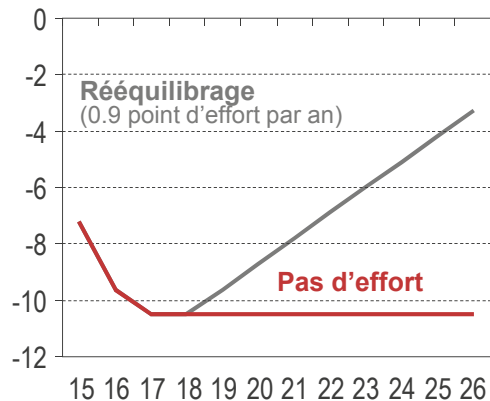
Solde budgétaire et dette publique



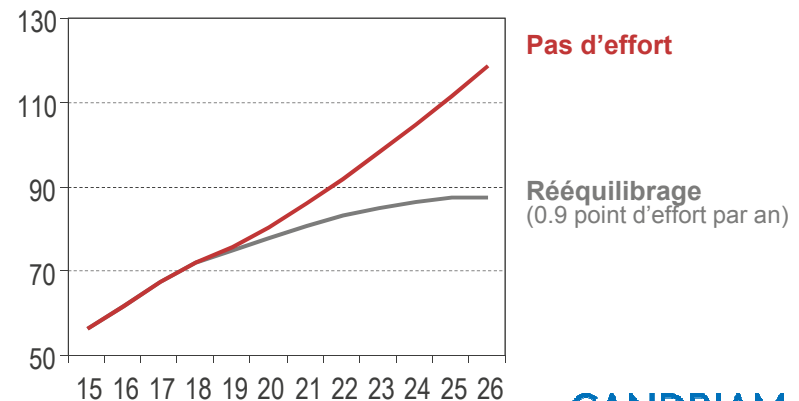
(*) Ce solde inclut l'endettement des véhicules de financement des collectivités locales et des fonds spéciaux (Government Guided Funds et Special Construction Funds).



Trajectoires du solde primaire (% du PIB, avant vente de terrains)



Trajectoires de la dette publique (% du PIB)





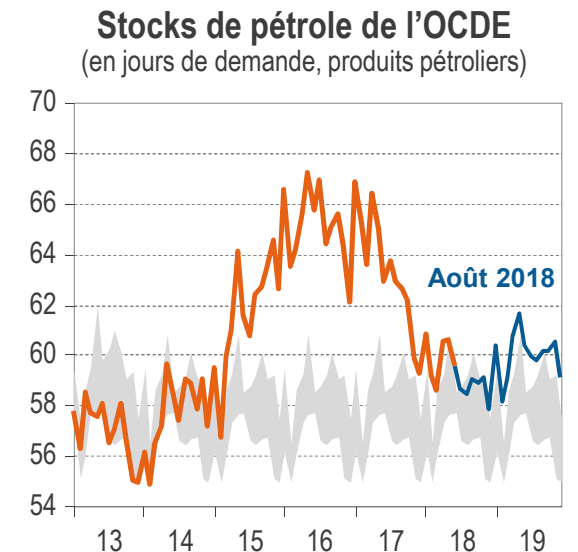
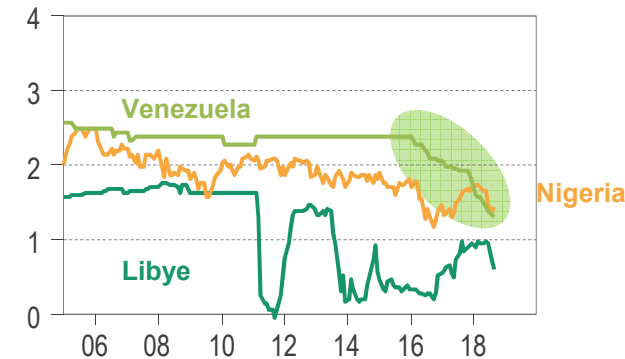
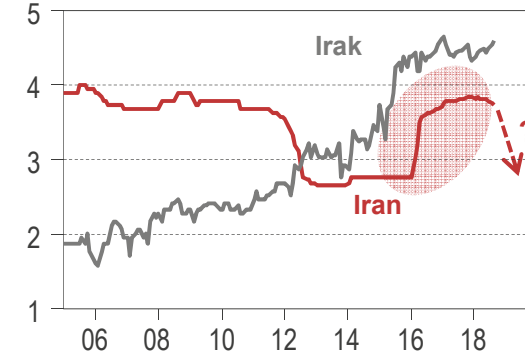
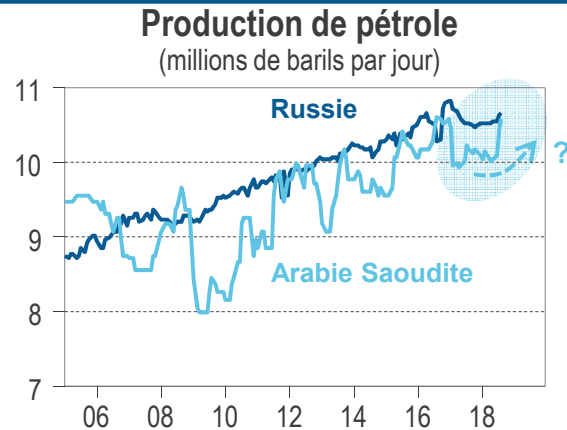
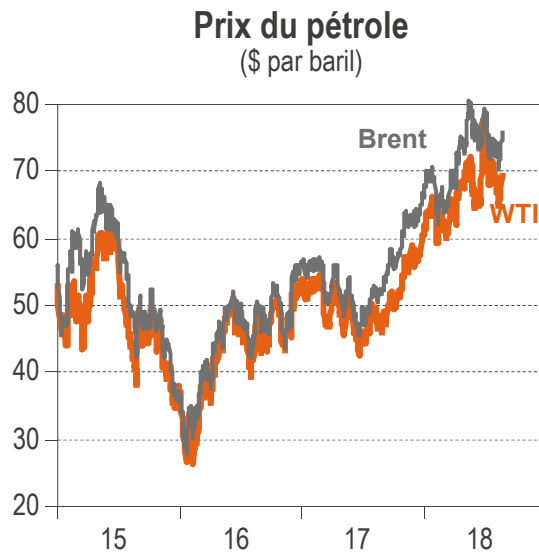
3

MARCHÉ PÉTROLIER
La hausse du prix enrayée ?

MARCHÉ PÉTROLIER

Depuis la fin de l'été 2017, le prix du pétrole est remonté...
en même temps que l'excès de stocks se réduisait

Prix du pétrole, production de l'OPEP et de la Russie et stocks de l'OCDE

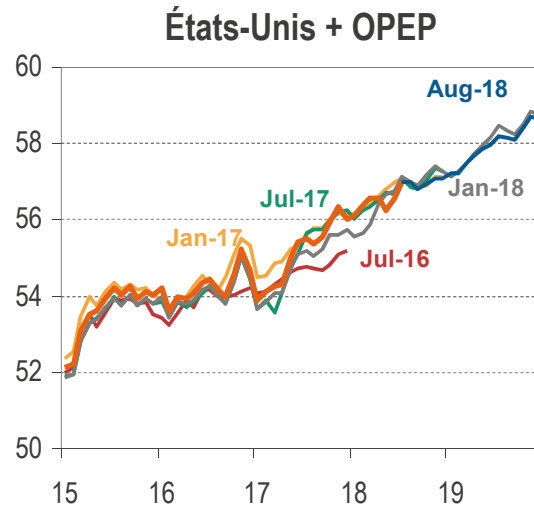
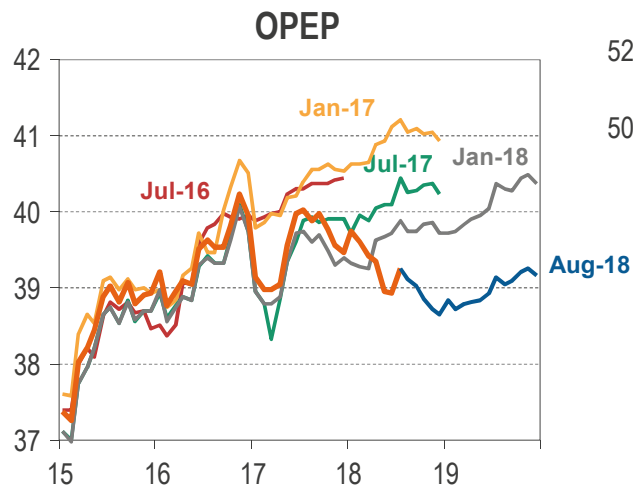
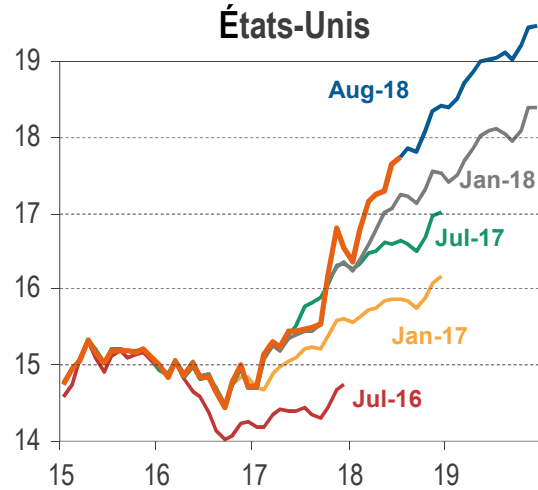


MARCHÉ PÉTROLIER

Les pays de l'OPEP et la Russie ont ajusté leur production pour « accommoder » celle des producteurs américains

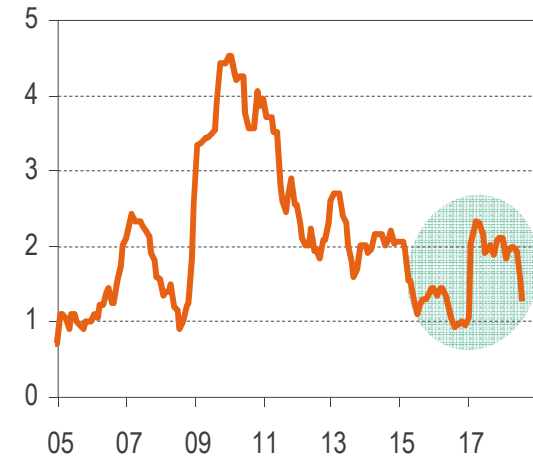
Révisions des prévisions de production par l'EIA

(millions de barils par jour)



Capacités de production excédentaires de l'OPEP

(millions de barils par jour)

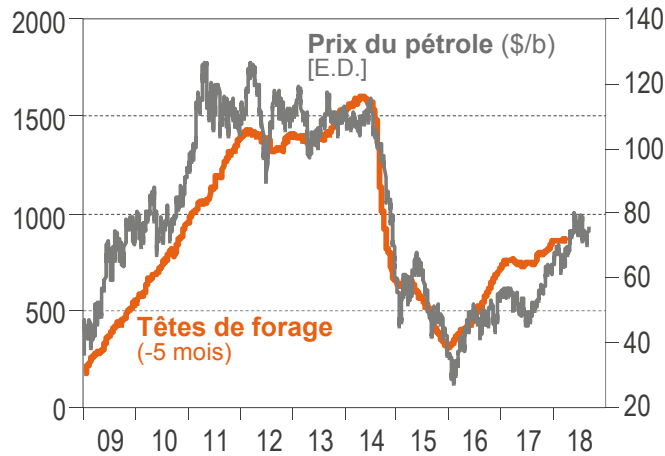


MARCHÉ PÉTROLIER

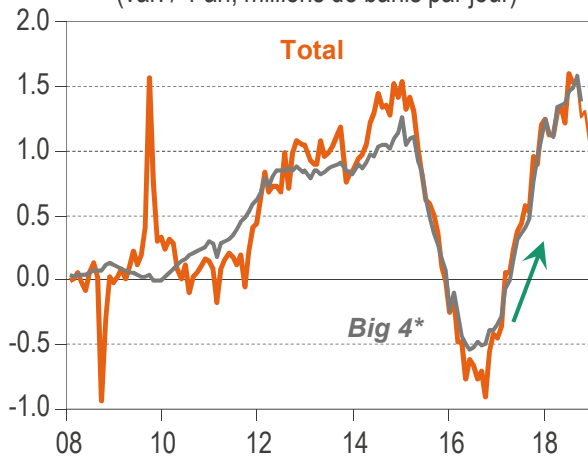
Si les exportations de l'Iran baissent sensiblement, les pays du Golfe et la Russie ont la capacité d'augmenter la leur pour stabiliser les prix

Marché pétrolier en 2018-19

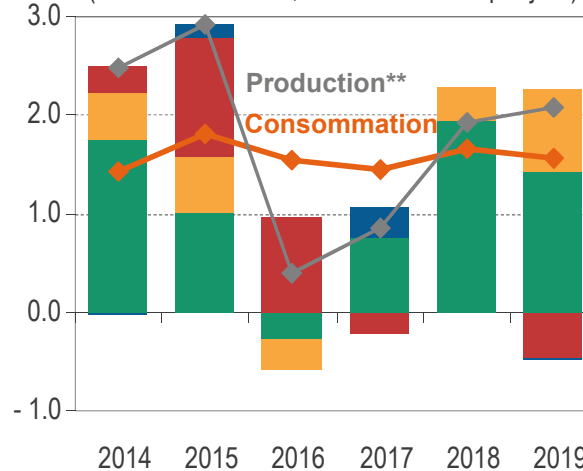
Têtes de forage et prix du pétrole



Production de pétrole brut (var. / 1 an, millions de barils par jour)



Production mondiale de pétrole (variations sur 1 an, millions de barils par jour)

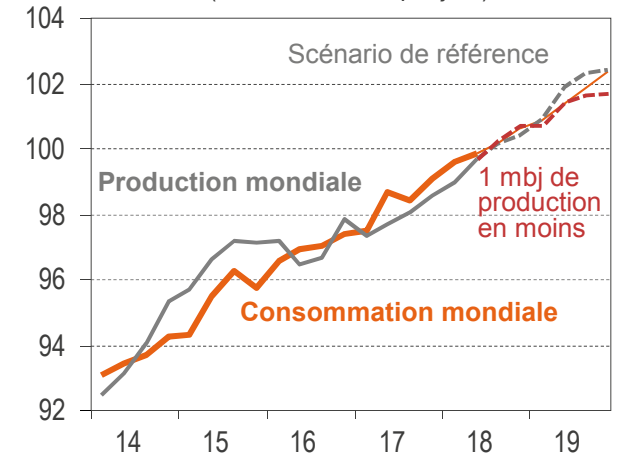


- États-Unis
- OPEP – pétrole brut
- OPEP – autre
- Autres

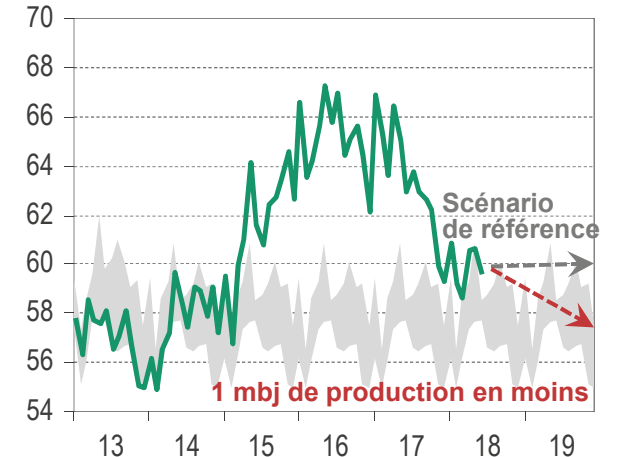
(*) Quatre principaux bassins d'extraction de pétrole de schiste

(**) Scénario de référence: l'OPEP (y compris l'Iran) et la Russie maintiennent leur production à leur niveau actuel

Production et consommation de pétrole (millions de barils par jour)



Stocks de pétrole de l'OCDE (en jours de demande, produits pétroliers)





4

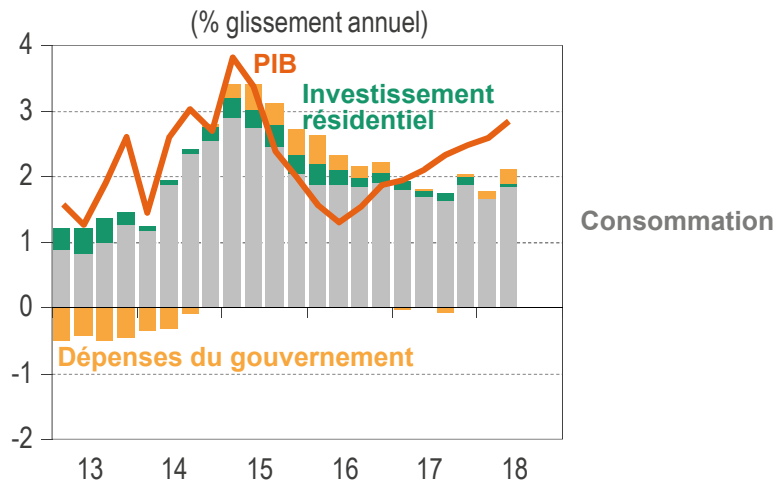
ÉTATS-UNIS

Une croissance dynamique malgré les incertitudes

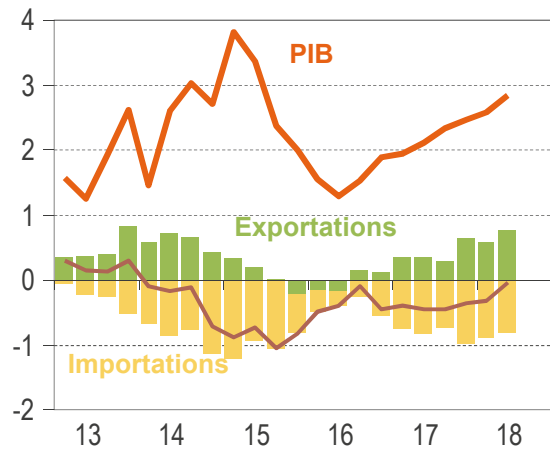
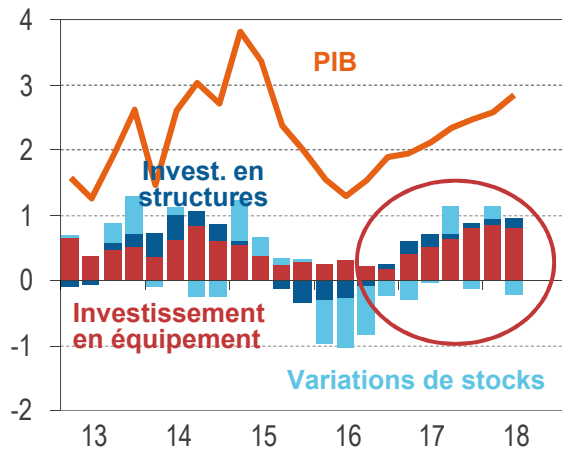
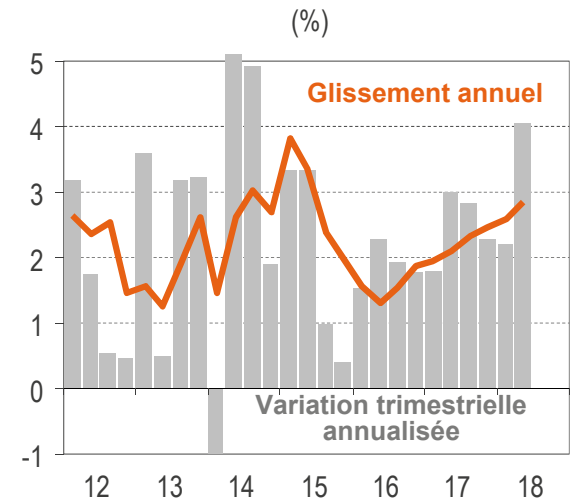
ÉTATS-UNIS

Les données du second trimestre ont confirmé l'accélération de la croissance engagée depuis deux ans

Contribution à la croissance du PIB



Croissance du PIB

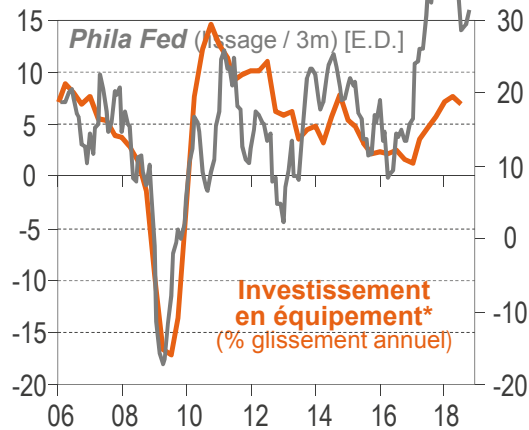


ÉTATS-UNIS

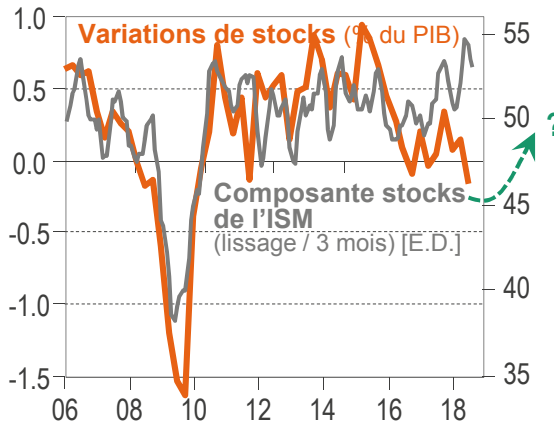
Les enquêtes de conjoncture laissent penser que cette accélération touche toutefois maintenant à son terme

Enquêtes et indicateurs mensuels

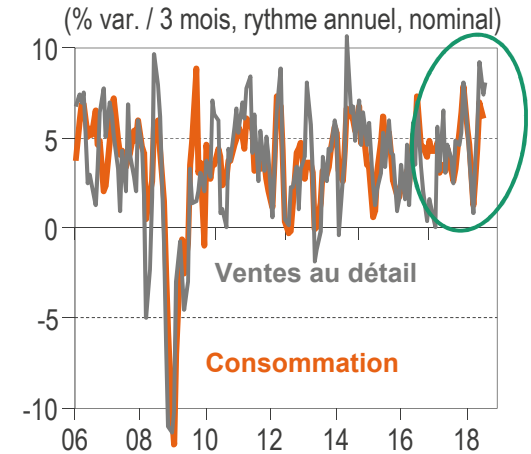
Enquête Phila Fed



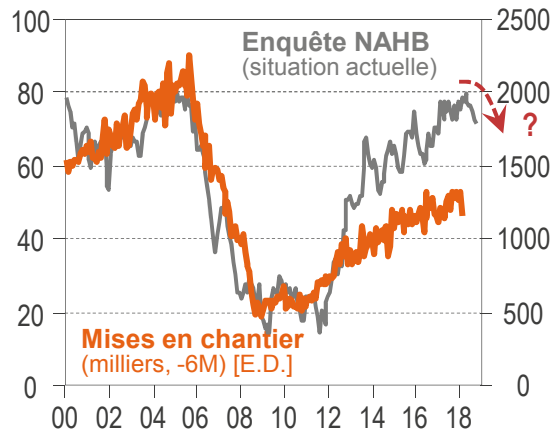
Variations de stocks



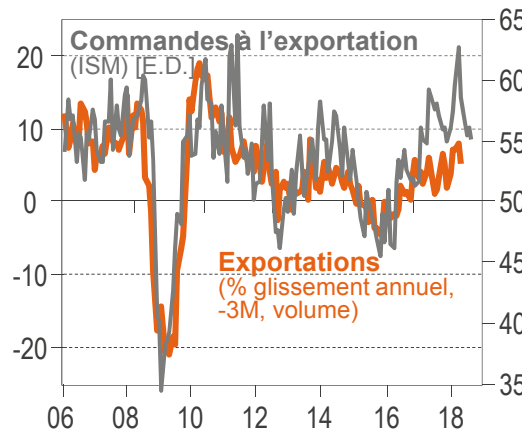
Consommation



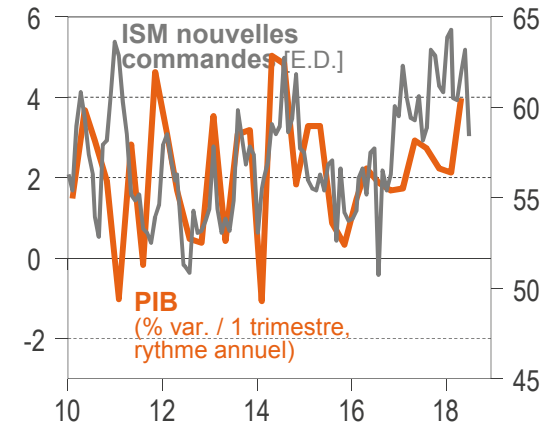
Mises en chantier de logements



Commandes à l'exportation



ISM composite & PIB



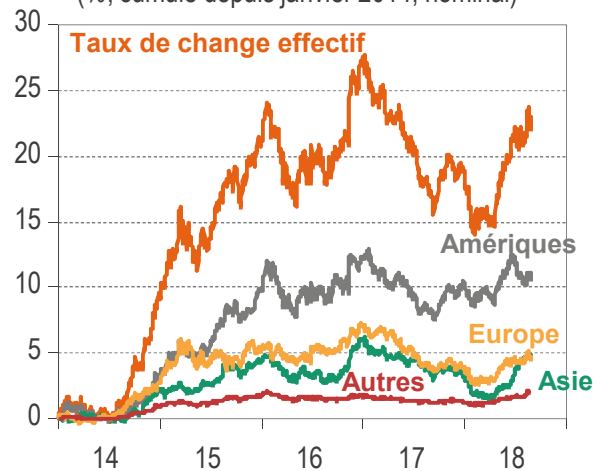
(*) y compris les droits de propriété intellectuelle.

ÉTATS-UNIS

L'appréciation du dollar va freiner la progression des exportations américaines

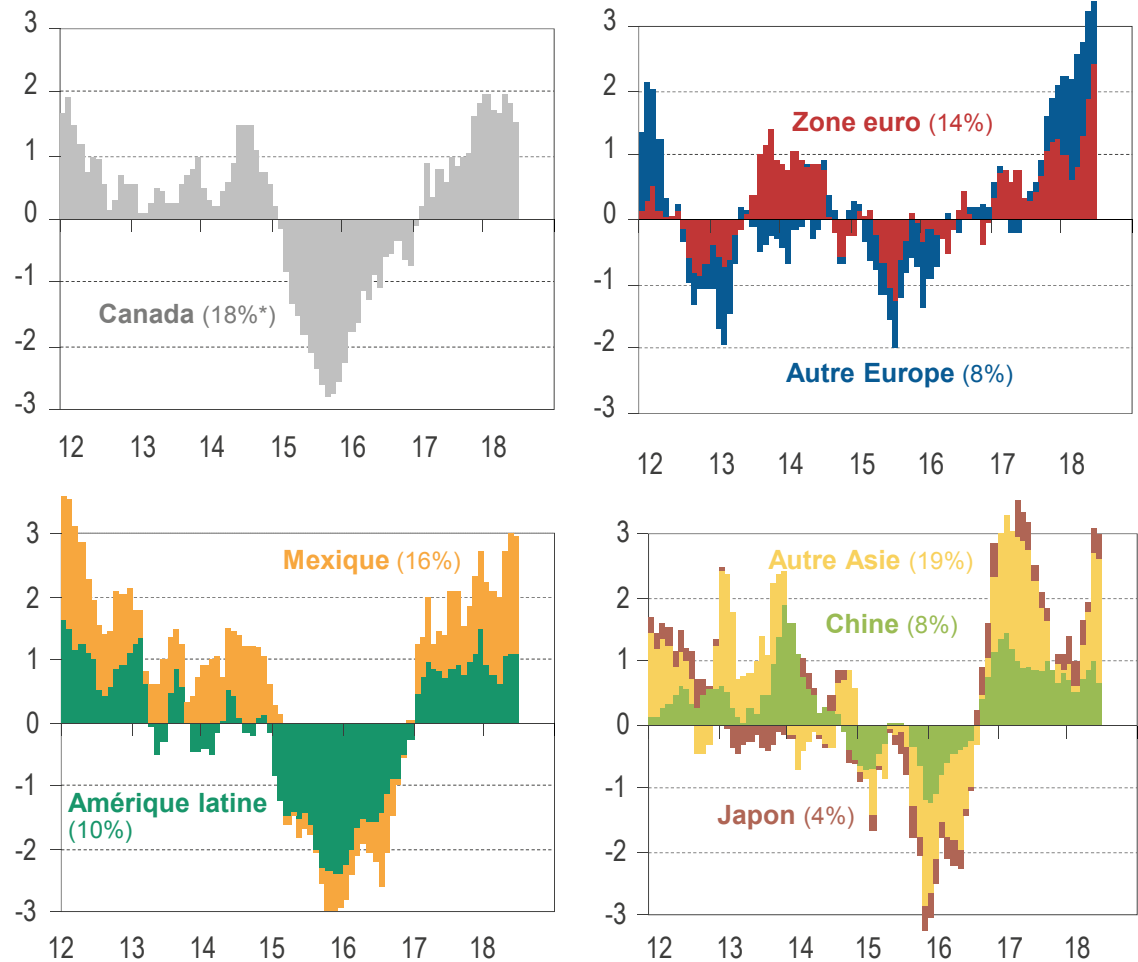
Cours de change du dollar et commerce extérieur

Contribution à la croissance du taux de change effectif du dollar
(%, cumulé depuis janvier 2014, nominal)



Contribution à la croissance des exportations

(% glissement annuel, nominal)



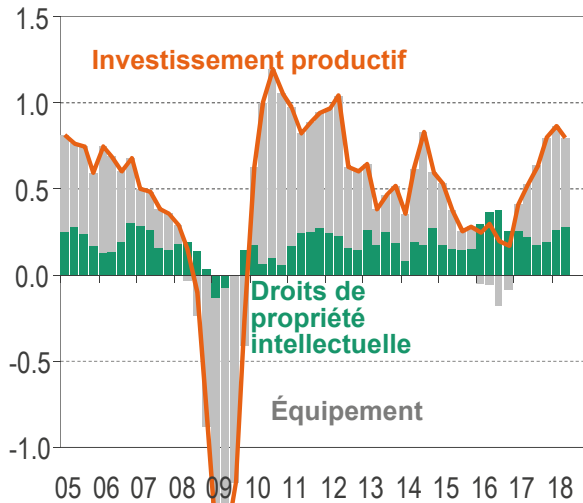
(*) Part dans les exportations américaines

ÉTATS-UNIS

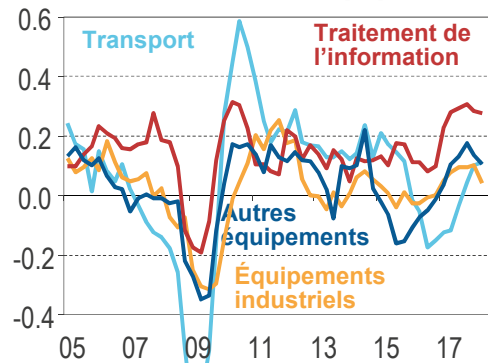
L'investissement productif reste soutenu, mais a cessé d'accélérer

Investissement en équipement

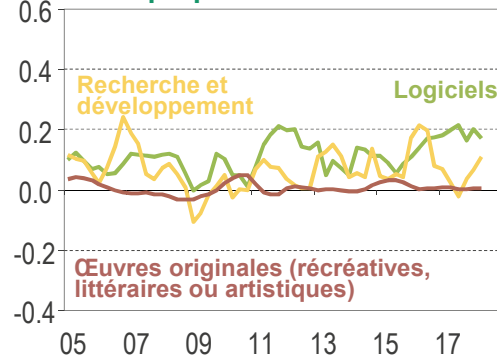
Contribution de l'investissement productif à la croissance du PIB
(% glissement annuel)



Investissement en équipement



Investissement en droits de propriété intellectuelle

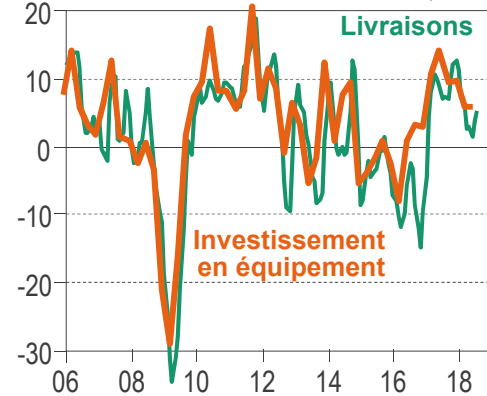


Nouvelles commandes, livraisons et investissement en équipement

(milliards de dollars, hors défense et aéronautique)



(% var. trimestrielle, rythme annuel, hors défense et aéronautique)



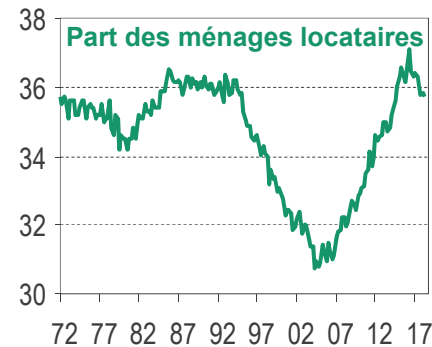
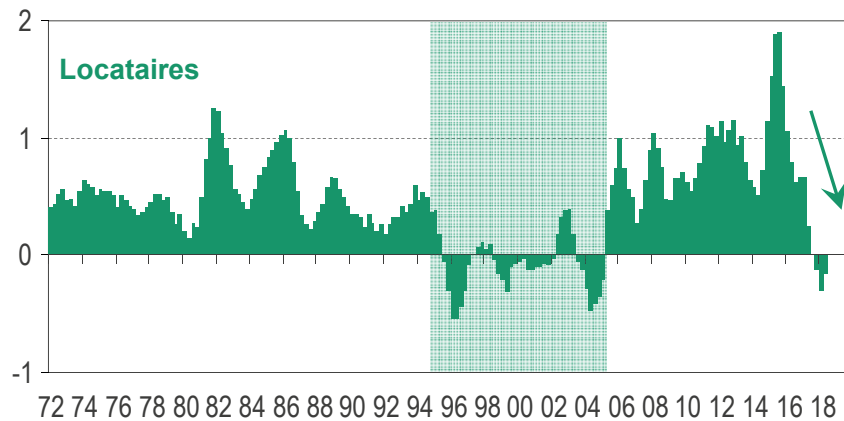
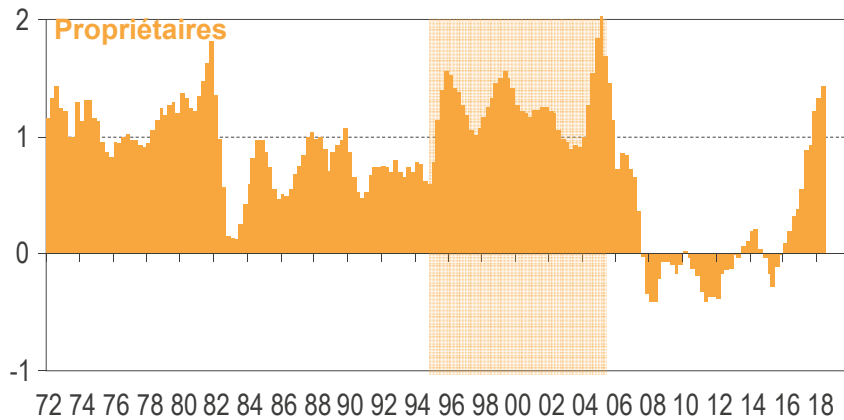
ÉTATS-UNIS

Le marché immobilier résidentiel semble avoir retrouvé son équilibre

Propriétaires et locataires

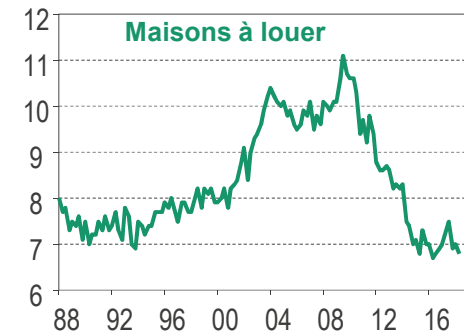
Nombre de ménages propriétaires ou locataires

(millions, variation sur 1 an, lissage sur 4 trimestres)



Taux d'occupation (%)

(%)

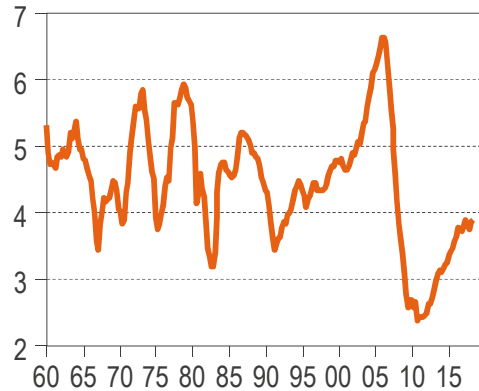


ÉTATS-UNIS

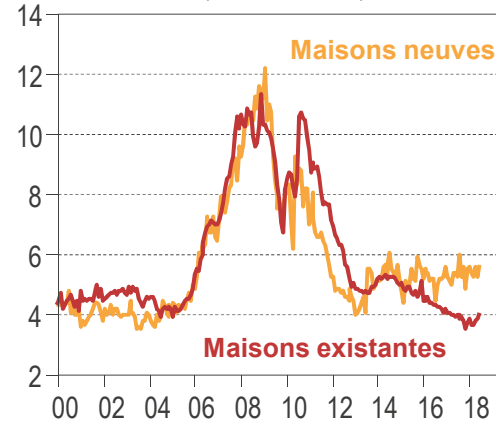
L'investissement résidentiel devrait maintenant être affecté par la remontée des taux à long terme

Investissement résidentiel et conditions d'achats

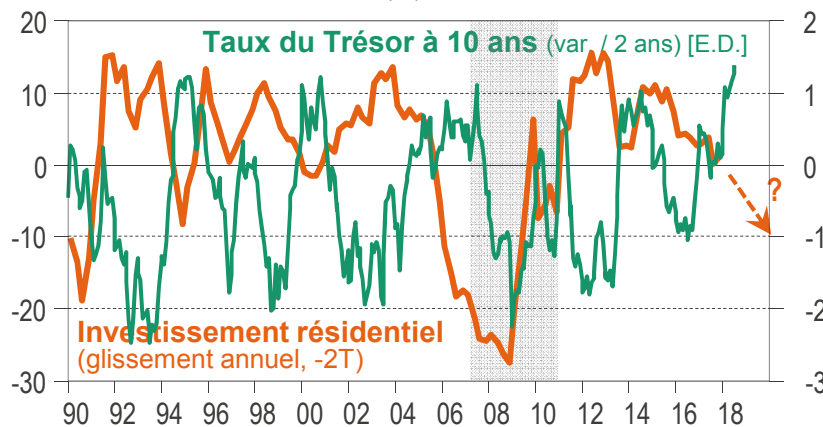
Investissement résidentiel (% du PIB)



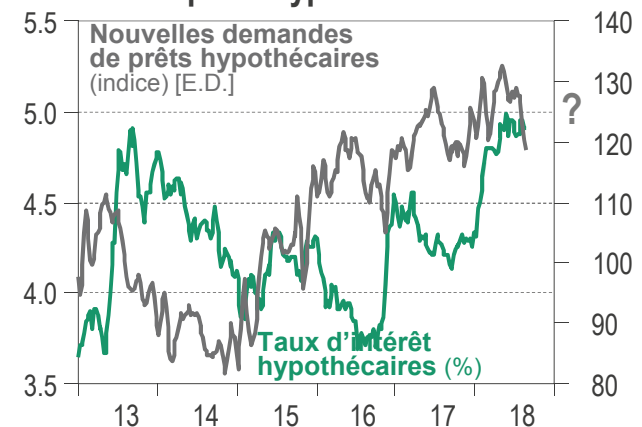
Stocks de maison (mois de vente)



Investissement résidentiel et taux longs (%)



Nouvelles demandes de prêts hypothécaires

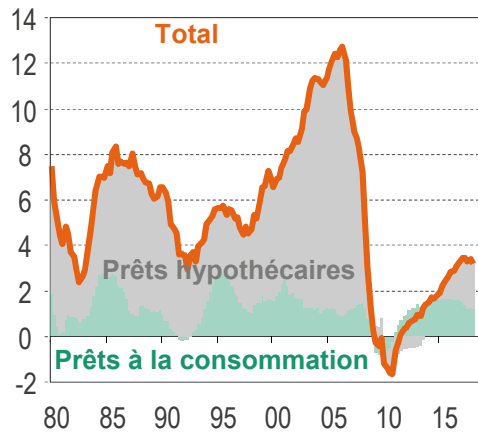


ÉTATS-UNIS

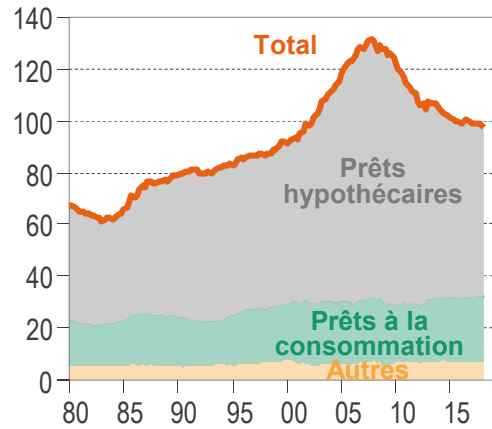
Avec la remontée des taux d'intérêt,
la charge de la dette des ménages devrait s'élever... mais rester « gérable »

Endettement des ménages et service de la dette

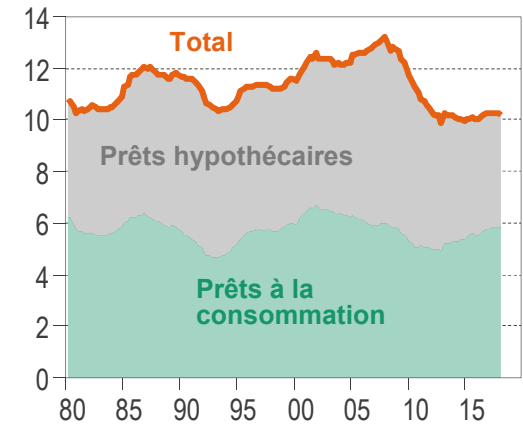
Flux d'endettement
(% du revenu disponible)



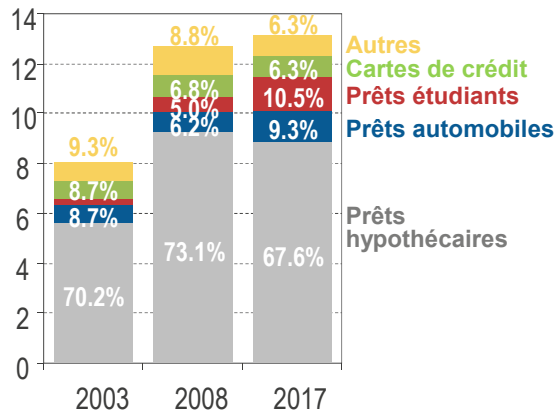
Dette des ménages
(% du revenu disponible)



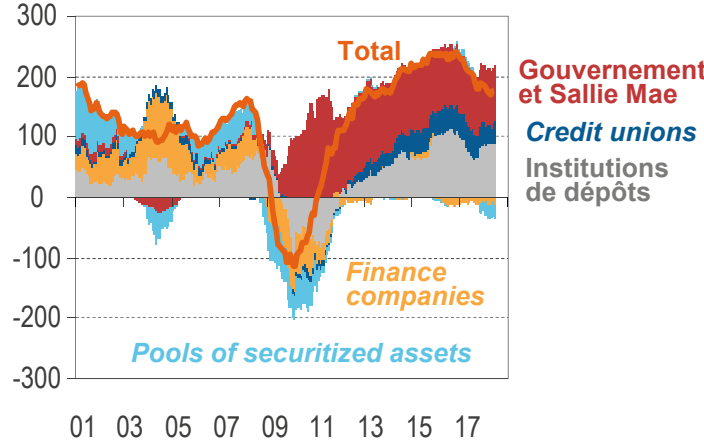
Service de la dette
(% du revenu disponible)



Memo : dette des ménages par type
(mille milliards de dollars)

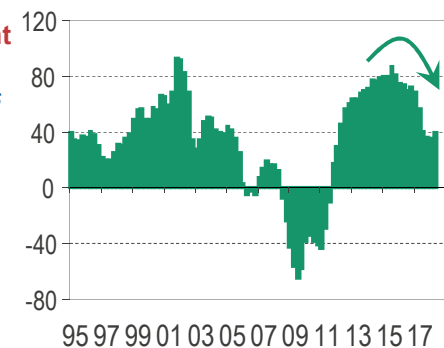


Crédits à la consommation
(flux annuels, milliards de dollars)



Crédit automobile

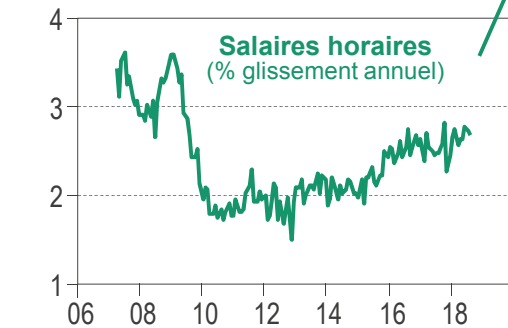
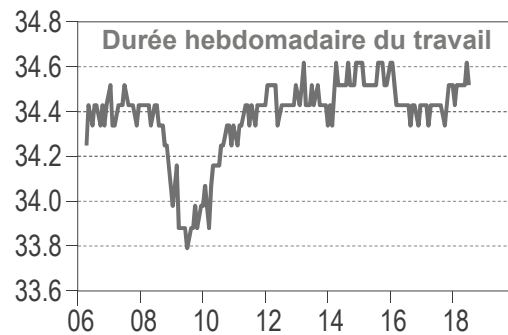
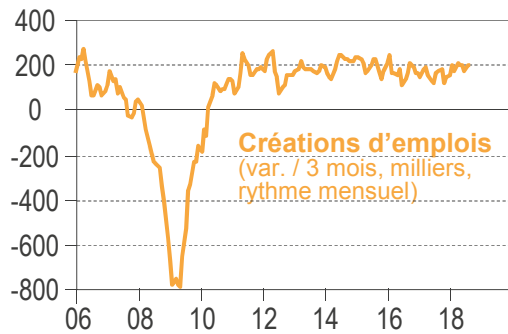
(flux annuels, milliards de dollars)



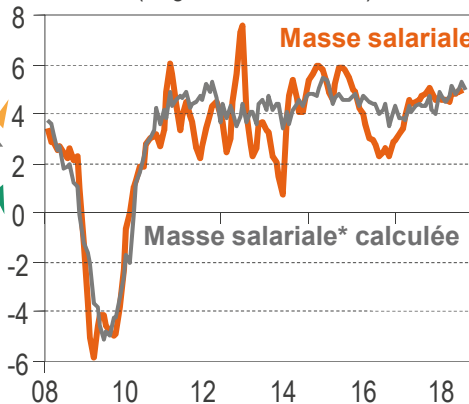
ÉTATS-UNIS

La progression des revenus étant rapide,
la consommation devrait continuer de soutenir la croissance...

Emploi, heures ouvrées, salaires et croissance du revenu



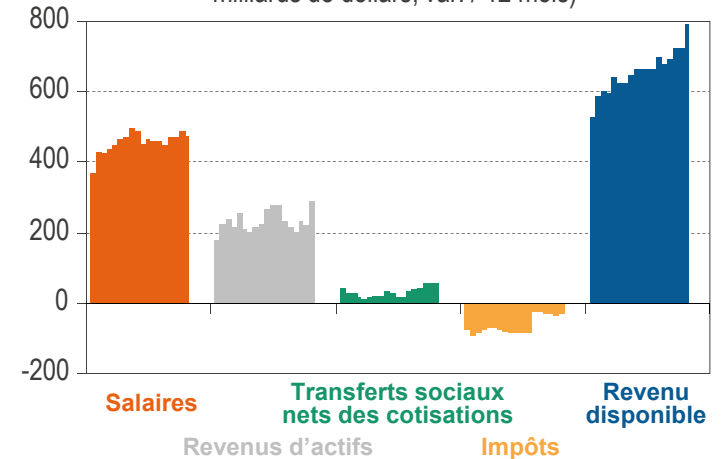
Masse salariale calculée (% glissement annuel)



(*) salaires horaires x heures ouvrées x emplois

Contribution au revenu disponible

(janvier 2017 – avril 2018,
milliards de dollars, var. / 12 mois)

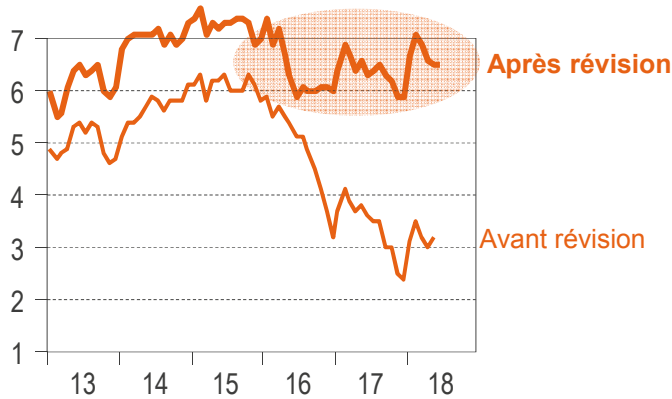


ÉTATS-UNIS

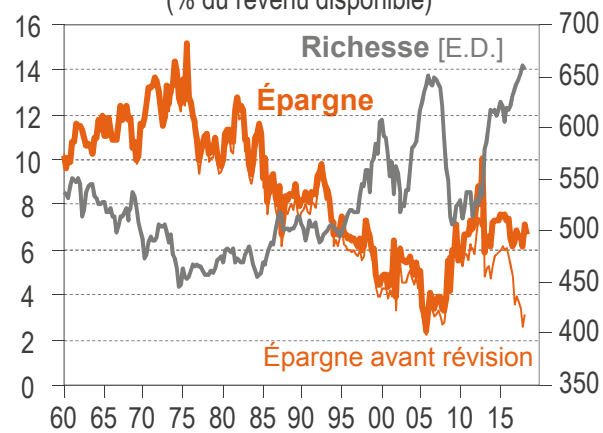
... et ce d'autant plus que le taux d'épargne des ménages est plus élevé qu'on ne le pensait !

Richesse et épargne des ménages

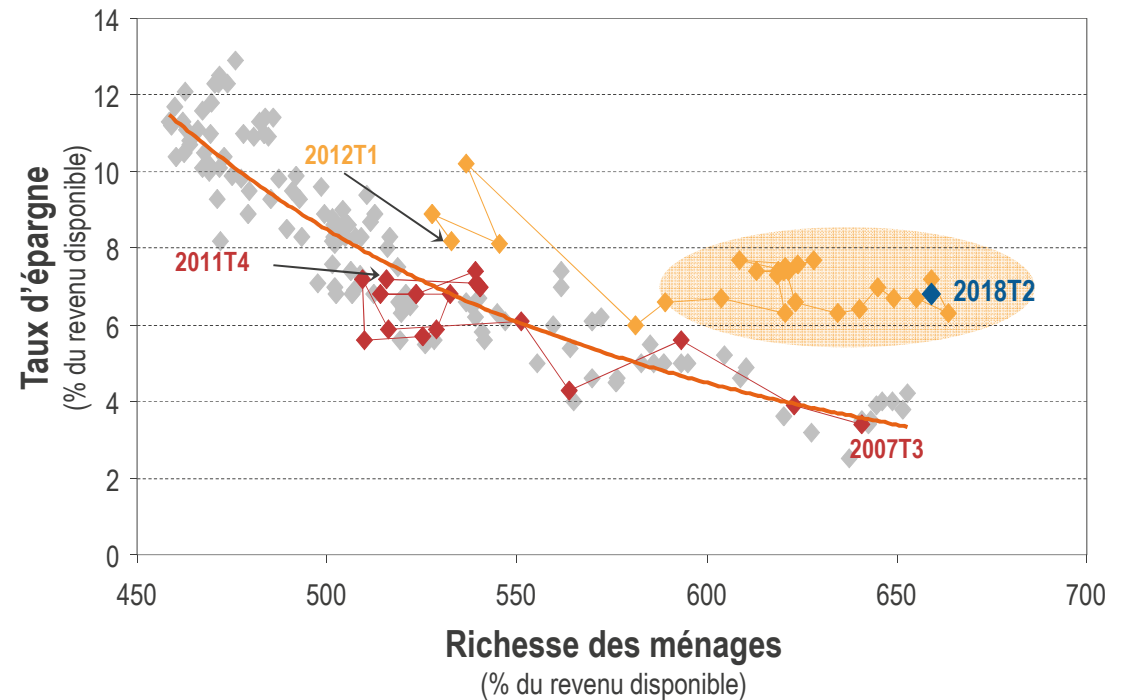
Taux d'épargne (% du revenu disponible)



Richesse et épargne (% du revenu disponible)



Richesse et épargne (1976-2018)

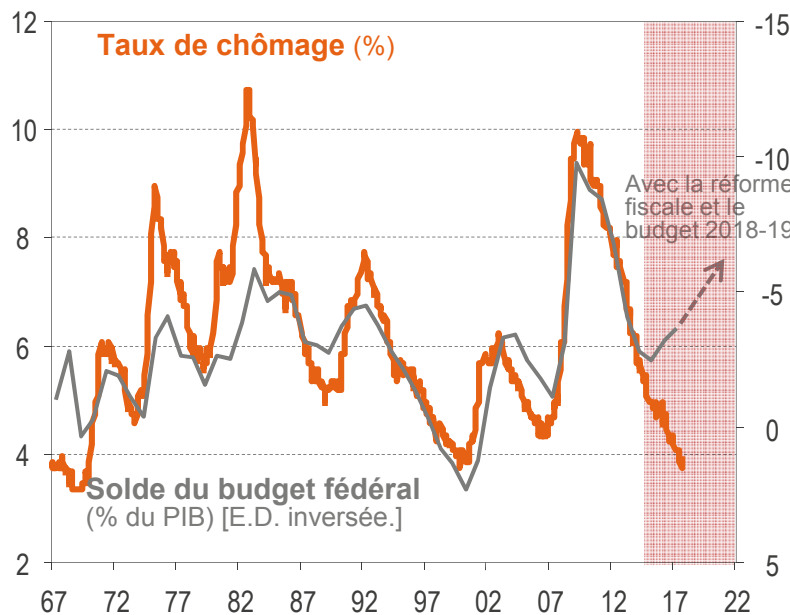


ÉTATS-UNIS

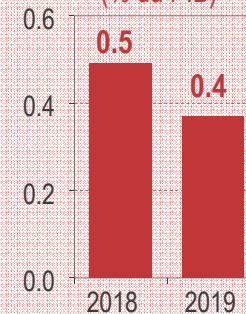
Les marges de dépenses budgétaires disponibles pour l'année fiscale 2018 sont loin d'avoir été pleinement utilisées

Politique budgétaire

Solde budgétaire et taux de chômage



Mémo : impulsion budgétaire retenue en juin 2018 (% du PIB)



Hypothèses :

- 30% des baisses d'impôts se traduisent par des dépenses supplémentaires.
- Une partie des dépenses discrétionnaires du Budget 2018-19 sont retardées.

ÉTATS-UNIS

Sauf choc de confiance important,

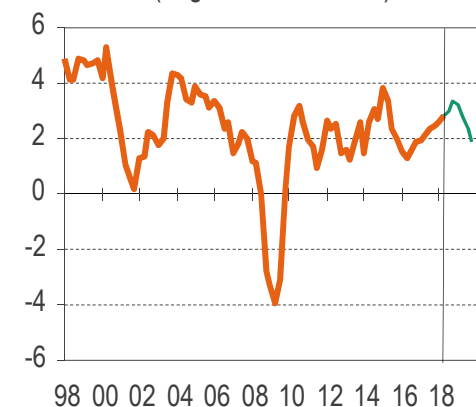
la croissance devrait être proche de 3% en 2018 et décélérer en 2019

Prévisions pour 2018-2019

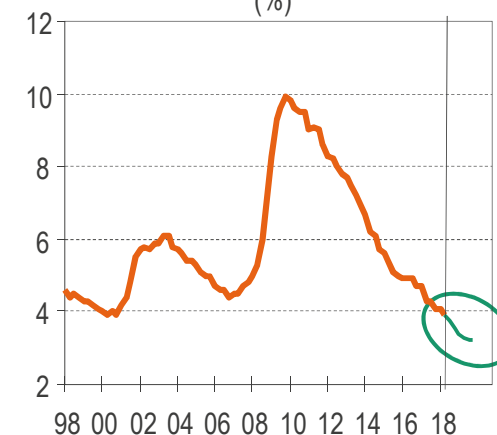
PIB et ses composantes

(% rythme annuel)	T3 17	T4 17	T1 18	T2 18	2016	2017	2018	2019
Consommation	2.2	3.9	0.5	4.0	2.7	2.5	2.6	2.6
Investissement	2.9	6.2	8.4	5.5	1.7	4.9	5.7	3.2
- Résidentiel	-0.5	11.1	-3.4	-1.1	6.5	3.3	0.4	-2.9
- Équipement et droits de propr. intellectuelle	6.3	6.0	10.8	5.6	2.1	5.5	7.1	4.3
- Structures	-5.7	1.3	13.9	13.3	-5.0	4.6	6.4	5.7
Variation de stocks (contribution)	1.2	-1.1	0.3	-1.3	-0.6	0.0	0.1	0.0
Gouvernement	-1.0	2.4	1.5	2.1	1.4	-0.1	1.8	3.2
Commerce extérieur (contribution)	0.0	-1.2	-0.1	1.1	-0.4	-0.4	-0.2	-0.4
- Exportations	3.5	6.6	3.6	9.3	-0.1	3.0	5.4	4.2
- Importations	2.8	11.8	3.0	0.5	1.9	4.6	5.2	5.4
PIB	2.8	2.3	2.2	4.1	1.6	2.2	2.9	2.6

PIB
(% glissement annuel)



Taux de chômage
(%)



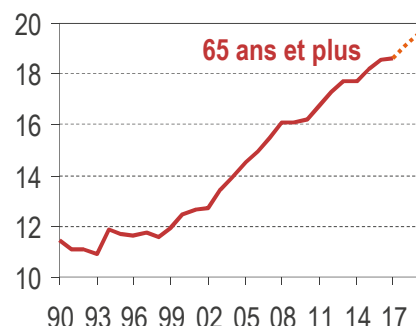
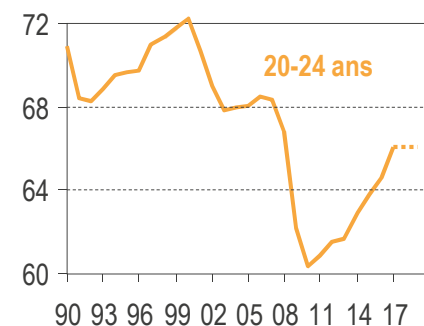
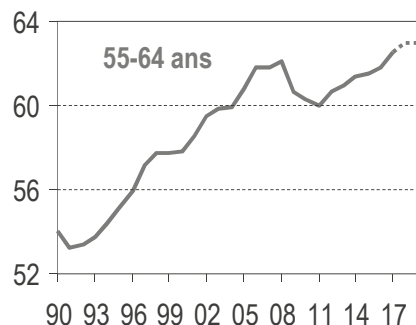
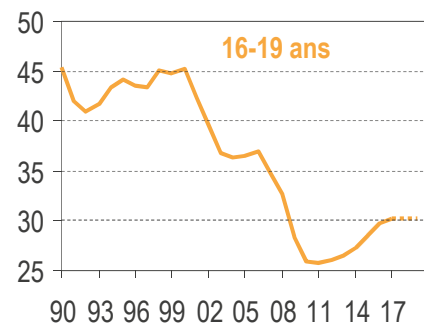
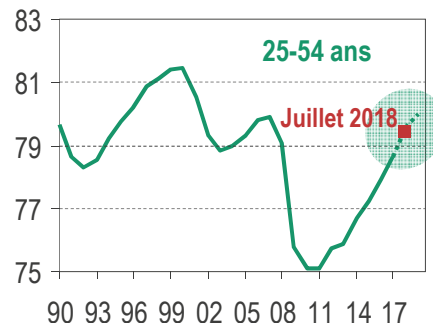
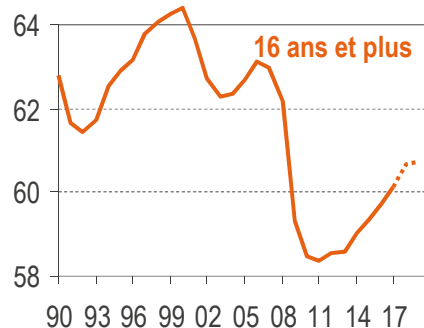
ÉTATS-UNIS

Les besoins de main d'œuvre associés à cette croissance peuvent être satisfaits par la poursuite de la hausse du taux d'emploi des plus de 25 ans

Taux d'emploi et besoins de main d'œuvre

Taux d'emploi par âge

(%)



La croissance attendue pour 2018 et 2019 implique un rythme mensuel de créations d'emplois d'environ 220 000 en 2018 puis de 180 000 en 2019.

La croissance de la population en âge de travailler est d'environ 1%, mais à taux d'emploi par classe d'âge inchangés, elle permet une progression de l'emploi de seulement 0.7%, soit **un rythme mensuel de 80 000 emplois**.

Les 25-54 ans représentent à peu près la moitié de la population en âge de travailler (125 millions). Une remontée de leur taux d'emploi à 80% d'ici fin 2019 amène **respectivement en 2018 et 2019, 110 000 et 50 000** personnes par mois sur le marché du travail.

Une poursuite de la hausse des taux d'emplois **des plus de 55 ans** amène quant à elle **40 000 personnes en 2018 et 30 000 en 2019**.

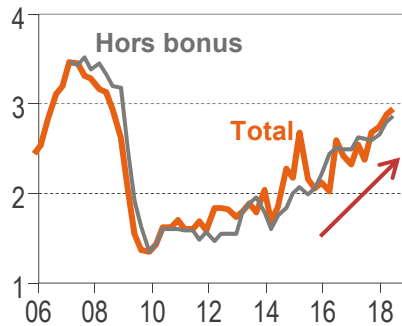
Au total cela permettrait pratiquement de satisfaire les besoins de main d'œuvre de 2018 et 2019.

ÉTATS-UNIS

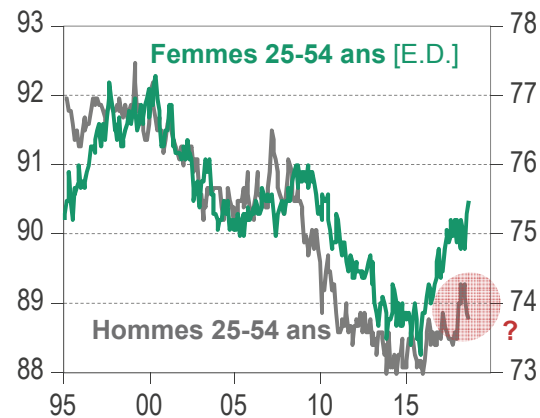
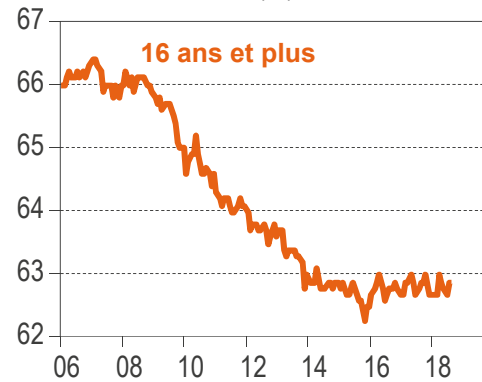
Si cette hausse des taux d'emploi a lieu, la hausse des salaires devrait rester graduelle

Taux de participation, chômage et salaires

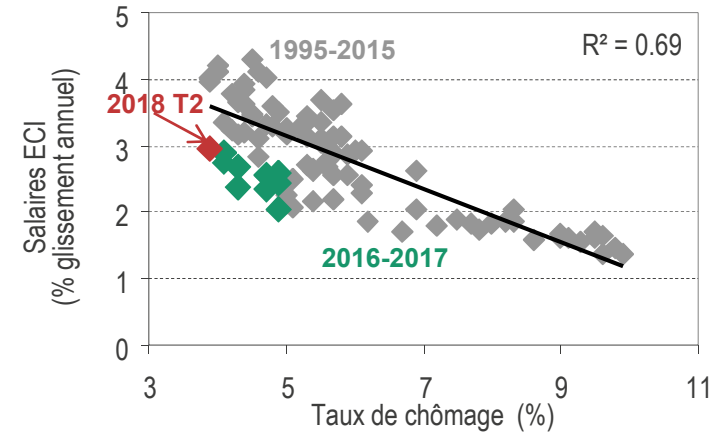
Composante salaire de l'ECI
(%, secteur privé, glissement annuel)



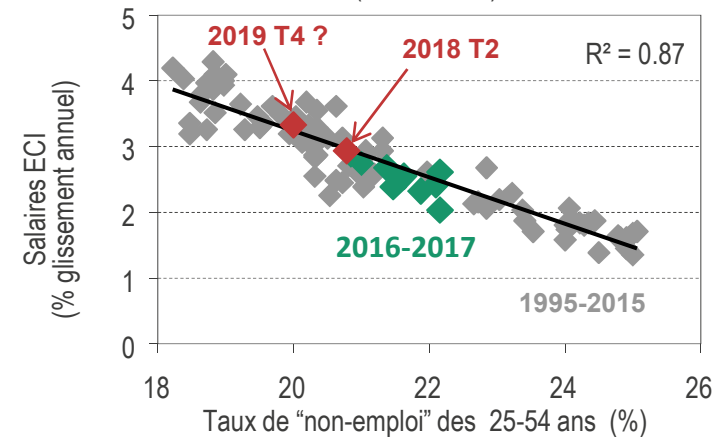
Taux de participation
(%)



Taux de chômage et salaires
(1995 - 2017)



Taux de non-emploi et salaires
(1995 - 2017)

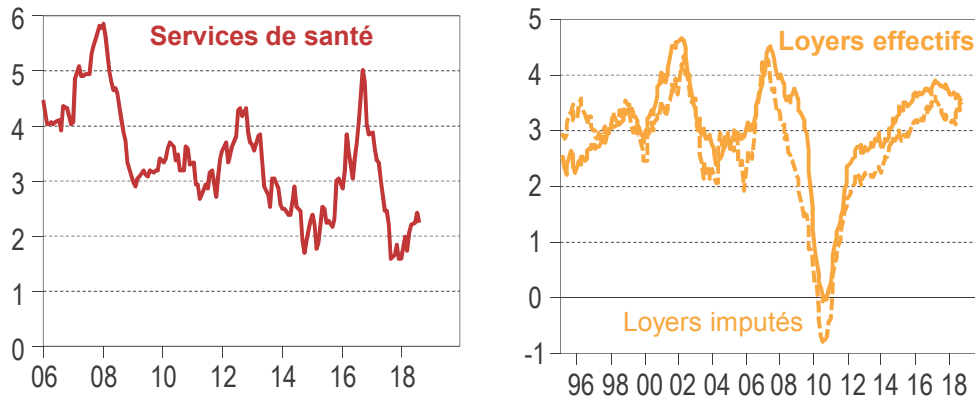


ÉTATS-UNIS

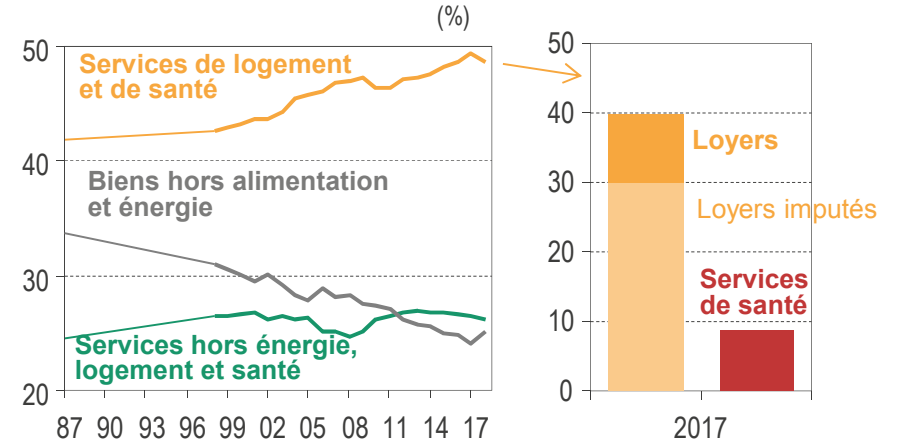
L'inflation sous-jacente devrait rester contenue, plus de la moitié des composantes de l'indice étant peu sensible à l'évolution des coûts salariaux

Loyers et prix de la santé

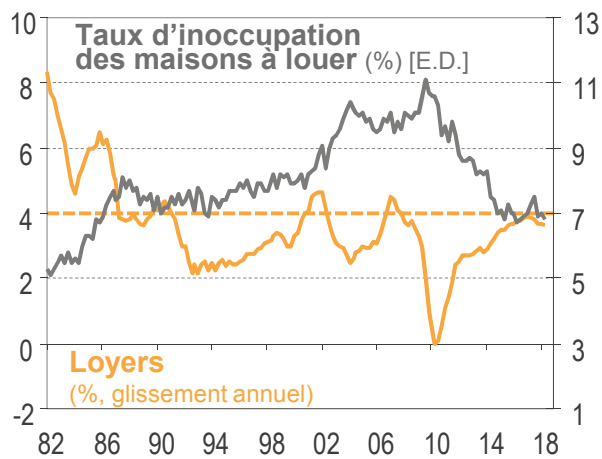
Évolution des loyers et des prix de la santé
(% glissement annuel)



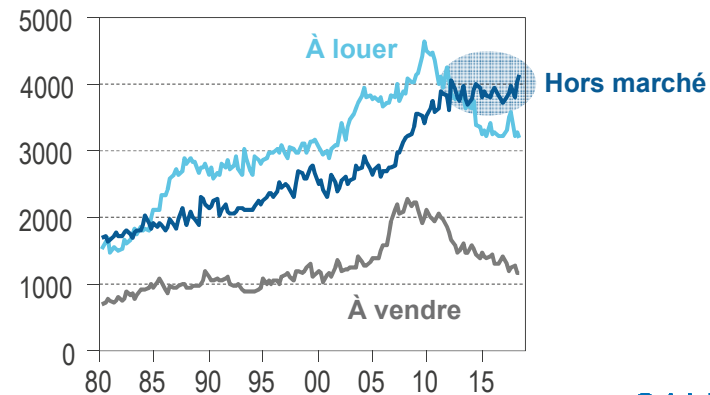
Poids dans l'inflation sous-jacente (%)



Loyers et taux d'inoccupation



Logements inoccupés
(nombre de maisons en milliers)



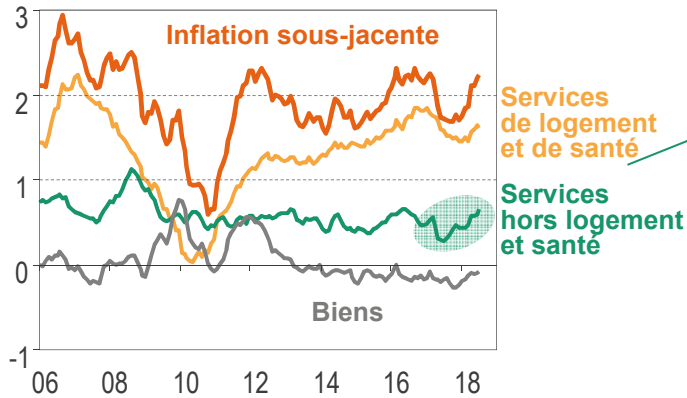
ÉTATS-UNIS

La remontée récente de l'inflation sous-jacente est due pour une part à des effets « idiosyncratiques »

Prix à la consommation des services hors énergie

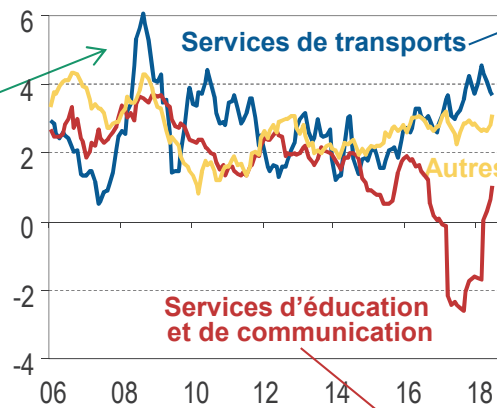
Prix à la consommation

(contributions, glissement annuel)

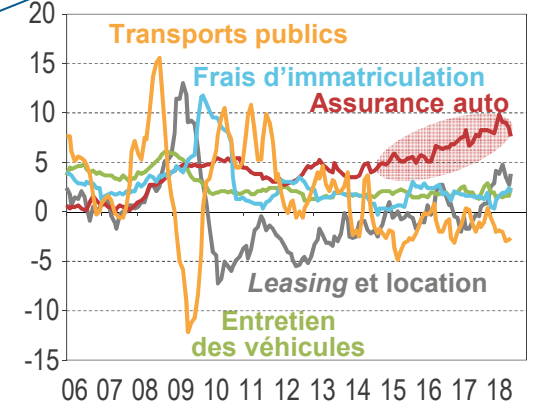


(% glissement annuel)

Services hors logement et santé

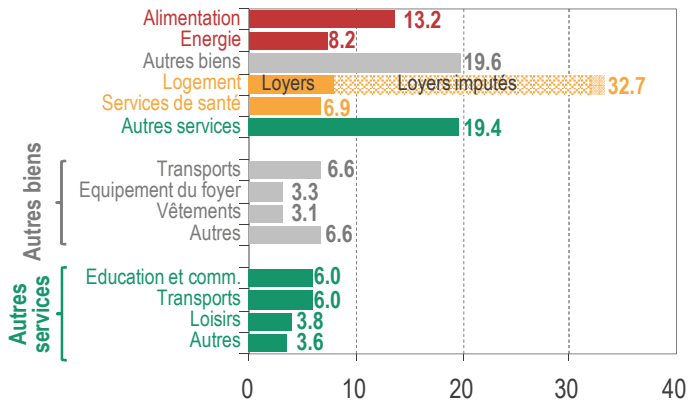


Services de transports

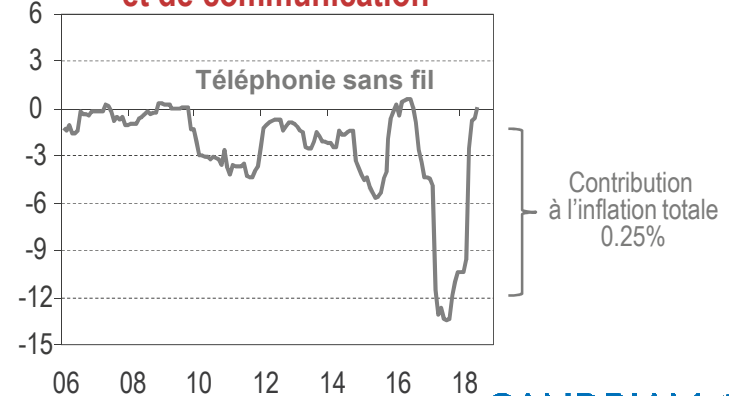


Poids dans le total de l'inflation

(%)



Services d'éducation et de communication

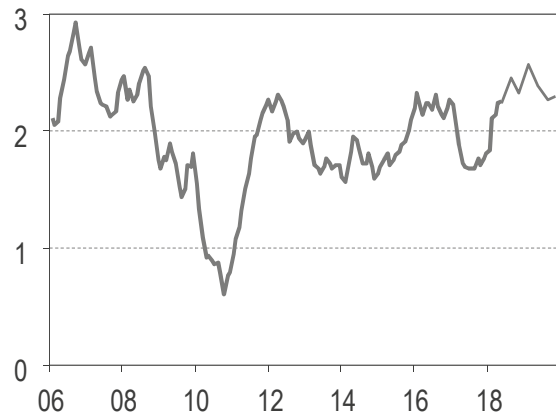


ÉTATS-UNIS

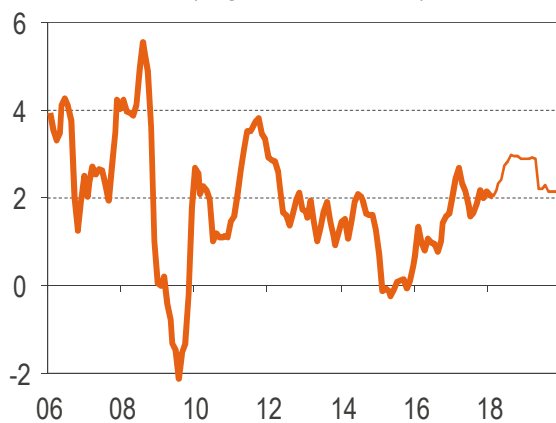
Si le prix du pétrole ne dérape pas, l'inflation sera voisine de 2,5% en 2018-19

Prévisions d'inflation (IPC)

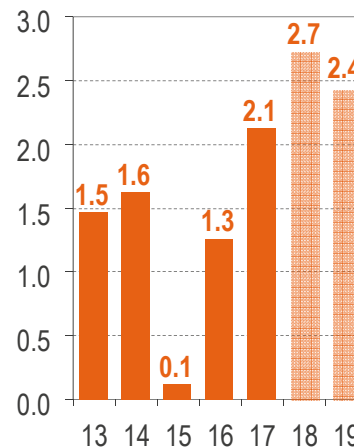
Inflation sous-jacente
(% glissement annuel)



Inflation totale
(% glissement annuel)



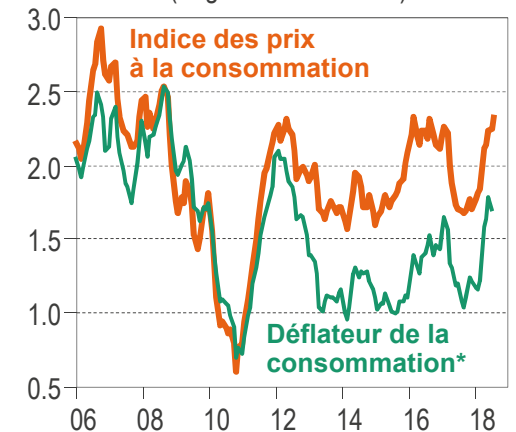
Inflation totale*
(%, moyenne annuelle)



(*) Projection pour 2018 et 19 avec un prix du pétrole WTI à 70\$

Deux mesures de l'inflation sous-jacente

(% glissement annuel)



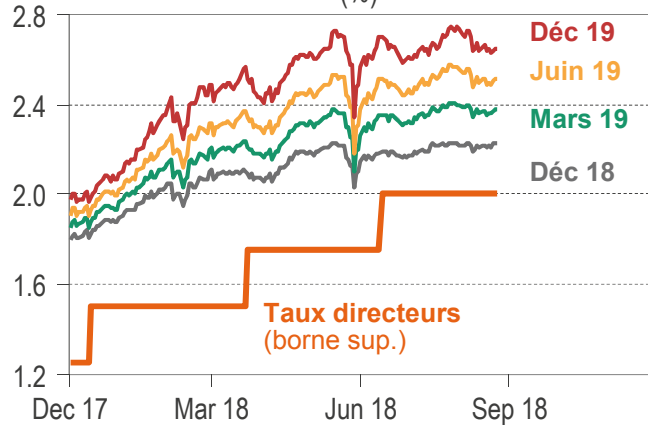
(*) Le déflateur de la consommation est l'indicateur privilégié par la Réserve fédérale

ÉTATS-UNIS

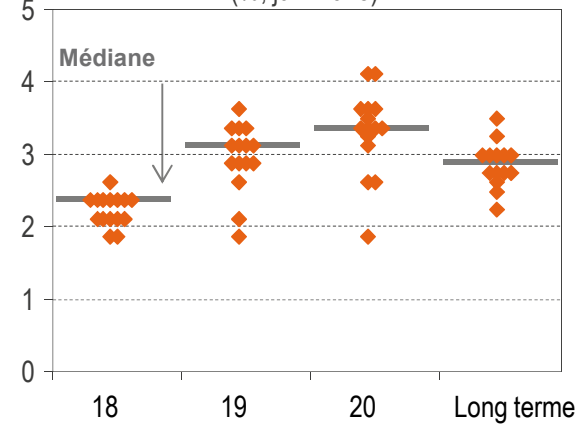
La vigueur de l'activité et l'état du marché du travail commandent toutefois à la Fed de poursuivre la normalisation de sa politique... un peu plus sans doute que les marchés ne l'attendent !

Politique monétaire de la Réserve fédérale

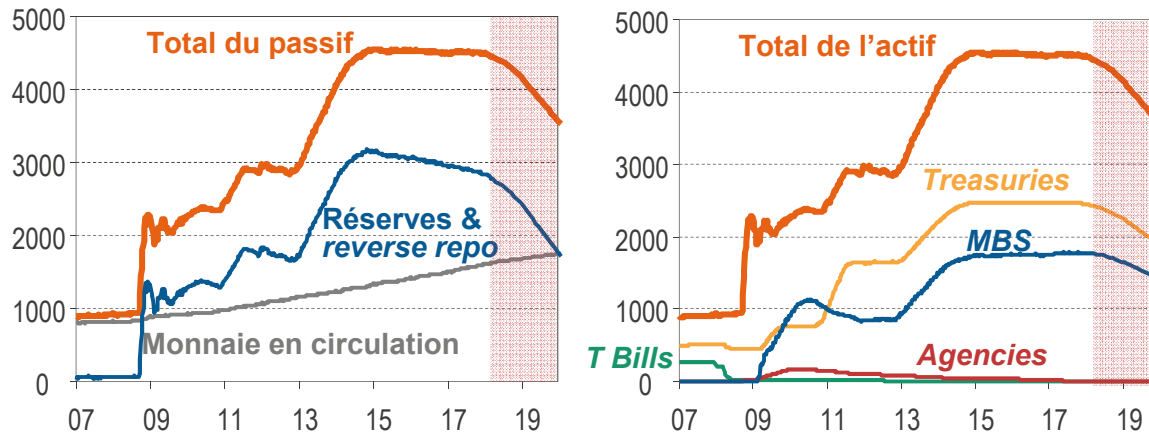
Taux des fonds fédéraux et taux anticipés par les marchés (%)



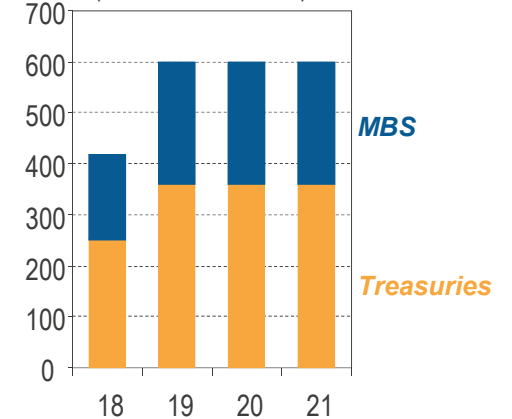
Taux des fonds fédéraux attendus par les membres du FOMC (% , juin 2018)



Bilan de la Réserve fédérale (milliards de dollars)



Réduction du portefeuille obligataire de la Réserve fédérale (milliards de dollars)

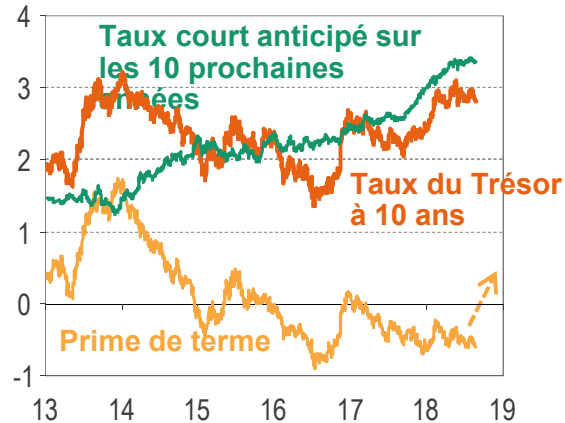


ÉTATS-UNIS

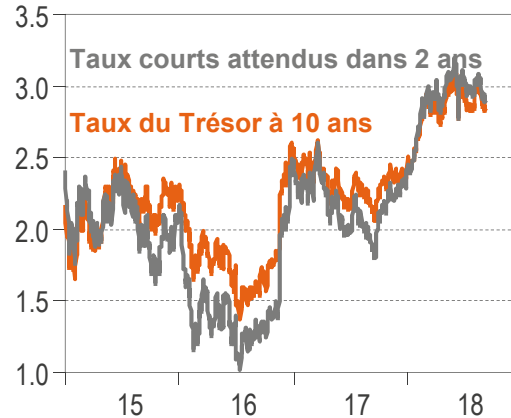
Au total, les taux d'intérêt à long terme devraient continuer de monter un peu...

Déterminants des taux d'intérêt à long terme

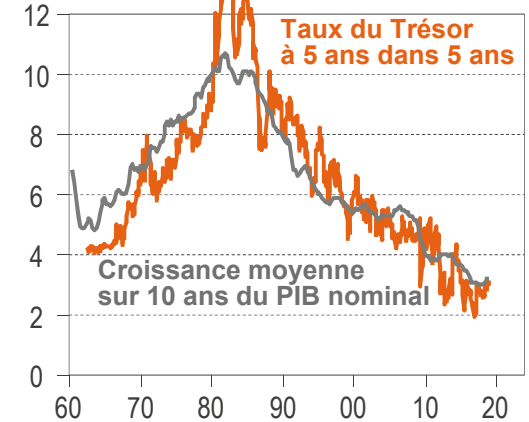
Taux d'intérêt du Trésor à 10 ans (%)



Taux à 10 ans et anticipations de taux courts (%)



Taux à 5 ans dans 5 ans et croissance nominale (%)



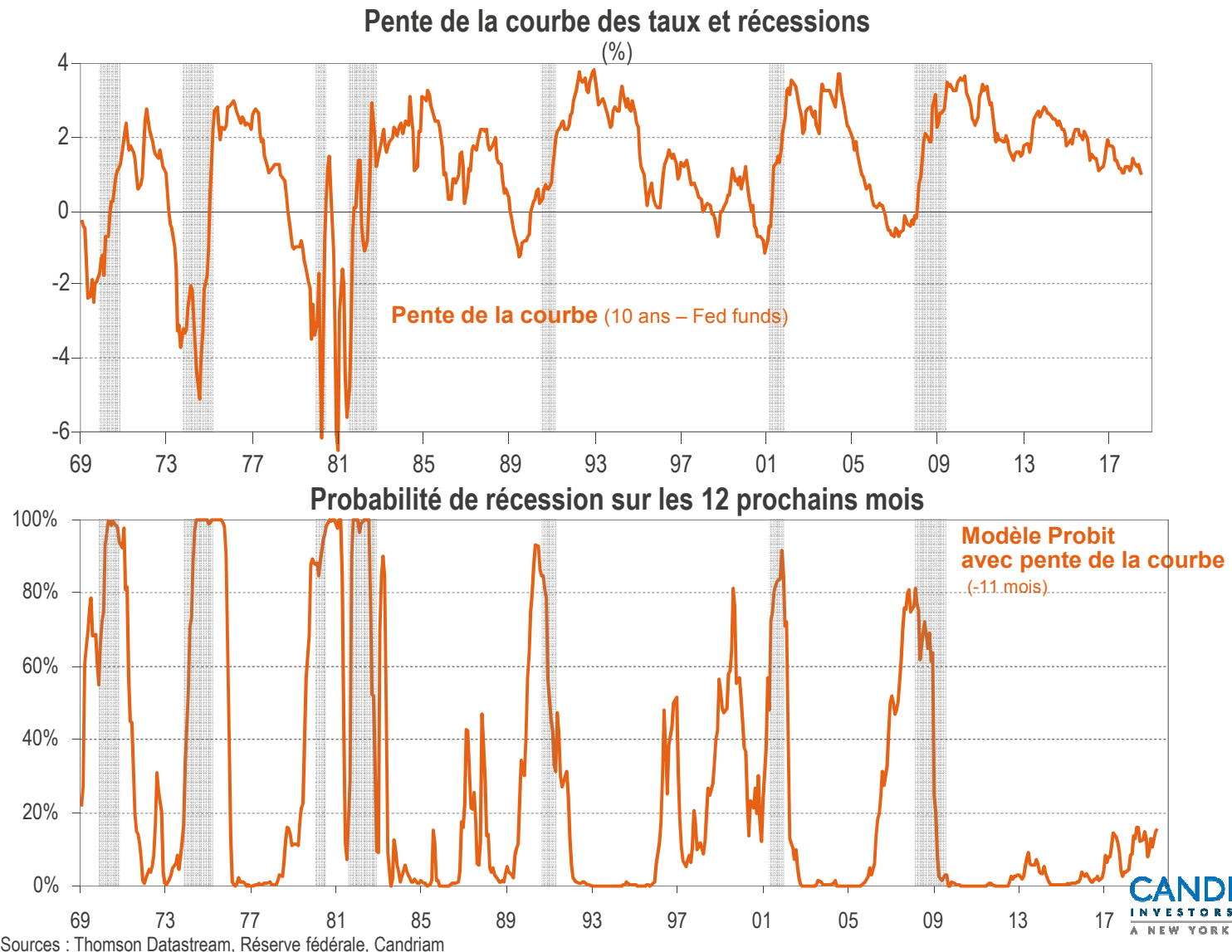
Prévisions de taux d'intérêt à 10 ans (Treasuries)

	24 août 2018	Fin 2018
(I) Taux d'intérêt à 2 ans	2.6%	2.9%
(II) Taux d'intérêt à 3 ans dans 2 ans	2.8%	3.2%
(III) Taux d'intérêt à 5 ans dans 5 ans	2.9%	3.4%
Taux d'intérêt à 10 ans	2.8%	3.2%

ÉTATS-UNIS

... et la courbe des taux devrait rester relativement plate

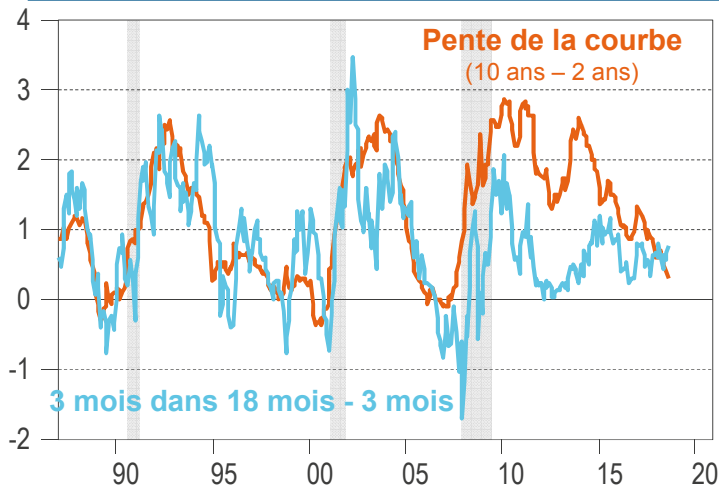
Pente de la courbe et récessions



ÉTATS-UNIS

Addenda: deux explications alternatives du pouvoir prédictif de la pente de la courbe

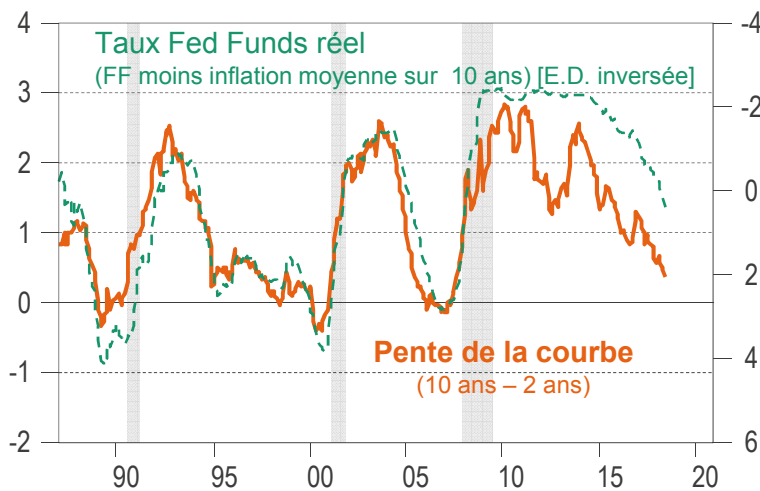
Modèle de la Fed



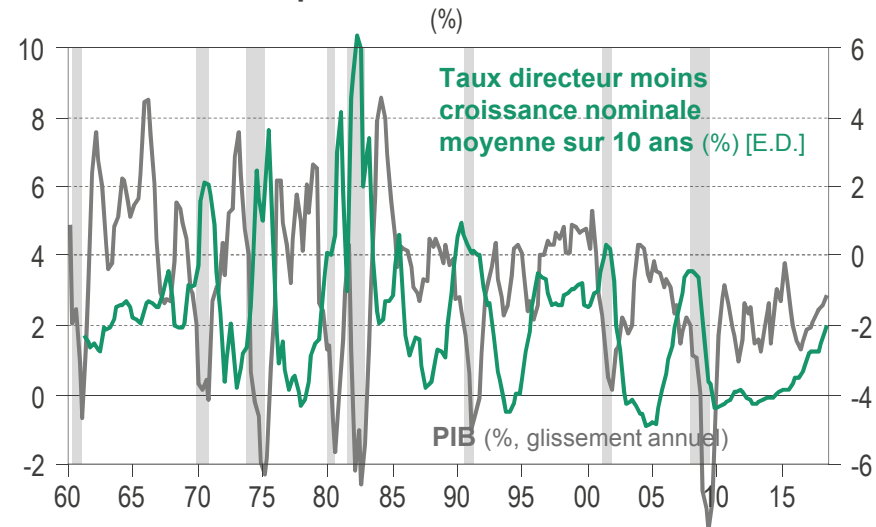
“When the near-term forward spread is negative, it signals that investors expect the Federal Reserve to ease monetary policy in the near term. When do investors expect monetary policy easing? Presumably, when they anticipate a substantial slowing or decline in economic activity. Consequently, it is not all that surprising that negative readings for the near-term spread tend to precede (and thus can be used statistically to forecast) recessions. This does not mean that inversions of the near-term spread cause recessions. Rather, the near-term spread merely reflects something that market analysts already track closely--investors' expectations for monetary policy over the next several quarters and, by extension, the economic conditions driving those expectations.”

Federal Reserve

Explication alternative



Politique monétaire et récession

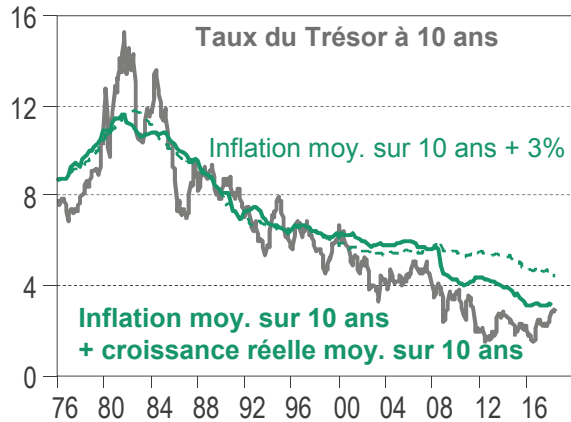


ÉTATS-UNIS

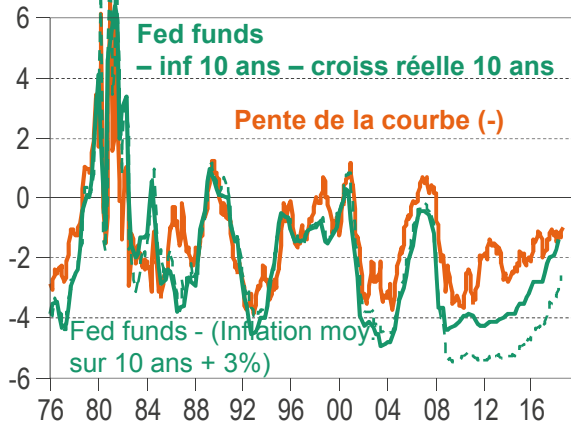
Addenda: courbe des taux et probabilité de récessions

Probabilité de récession

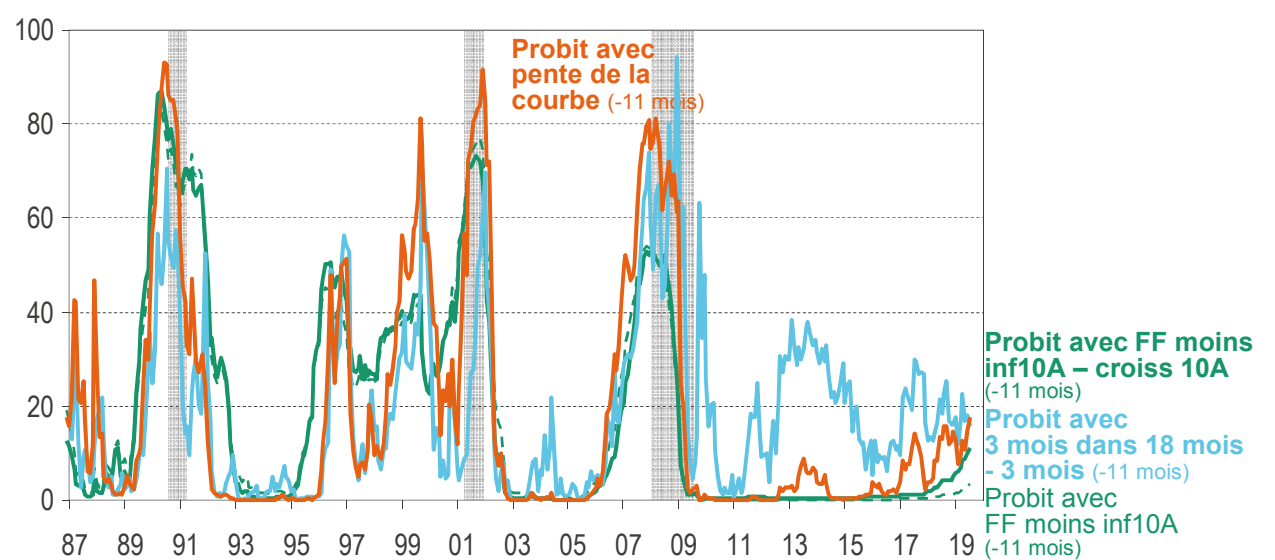
Taux du Trésor à 10 ans (%)



Pente de la courbe et taux court réel (%)



Probabilité de récession sur les 12 prochains mois (%)

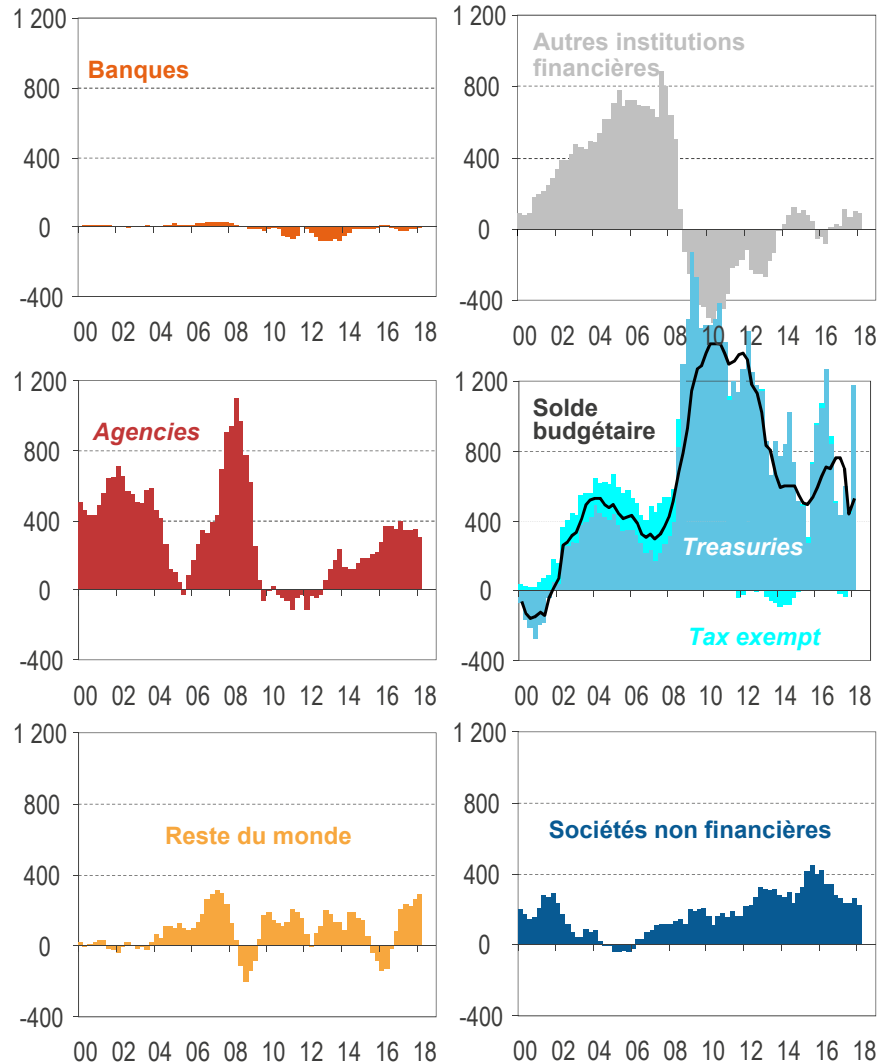


ÉTATS-UNIS

Memo : émetteurs et acheteurs nets de titres de dette

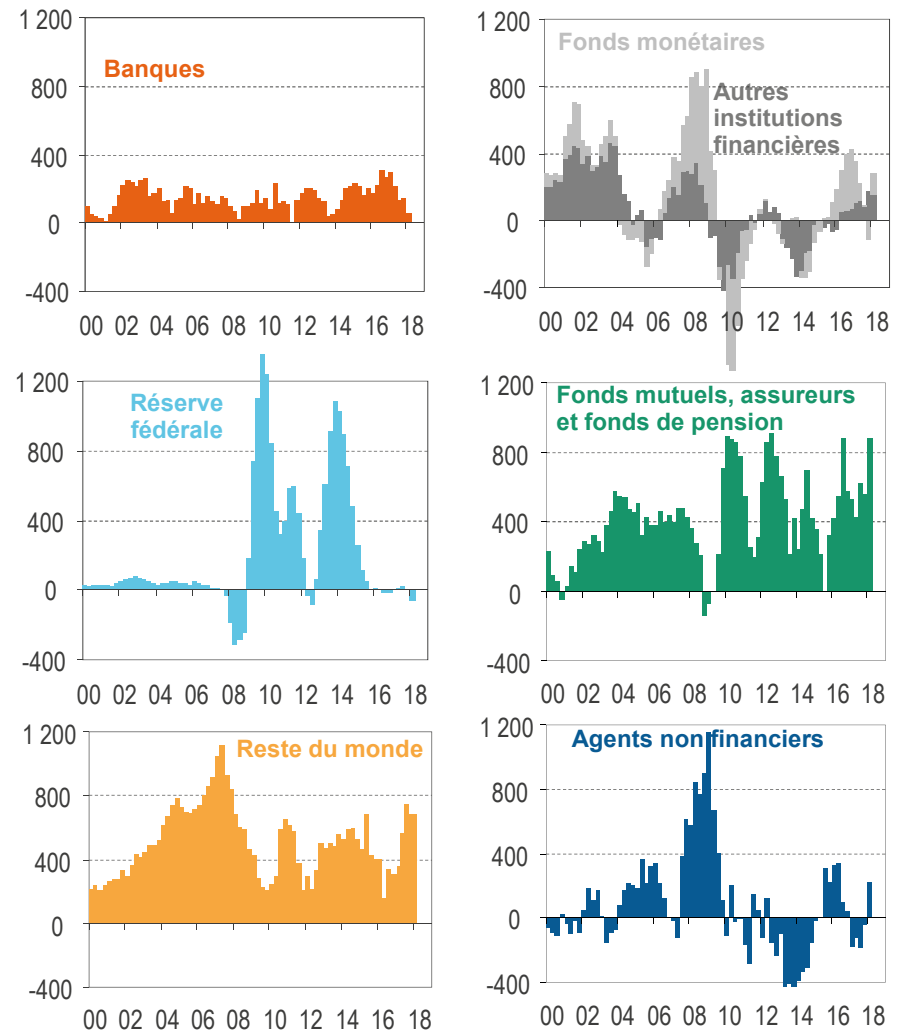
Émetteurs de titres de dette

(milliards de dollars, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)



Acheteurs de titres de dette

(milliards de dollars, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)





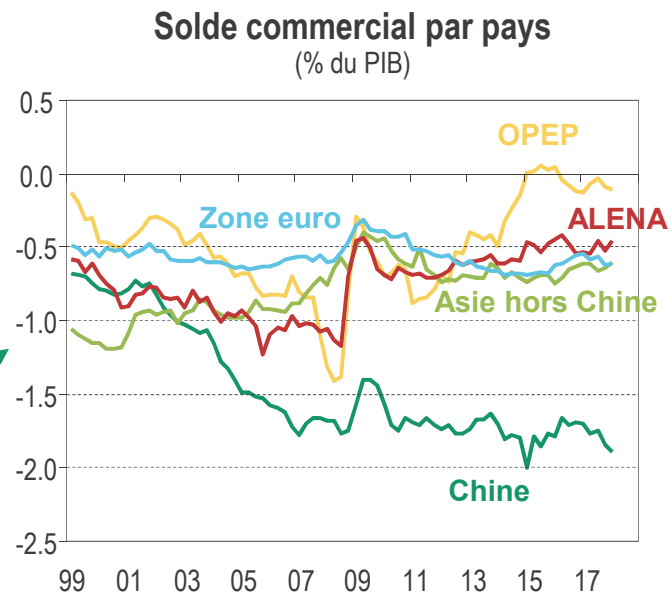
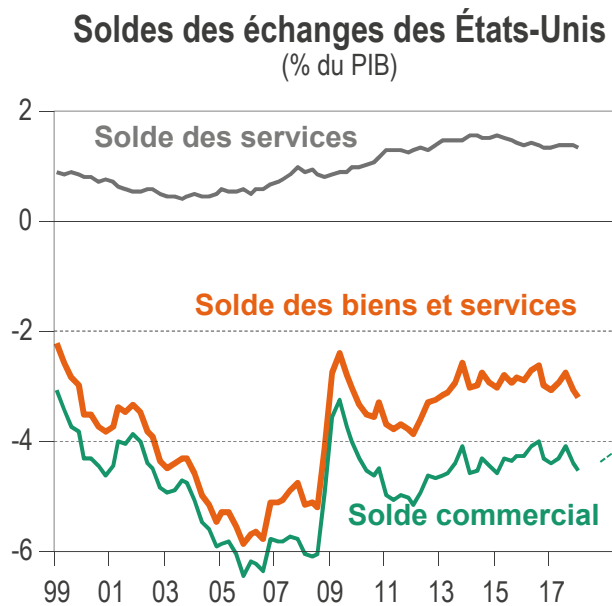
4b

GUERRE COMMERCIALE AVEC LA CHINE
Un risque pour la croissance américaine ?

ÉTATS-UNIS

Le solde des échanges de biens et services des États-Unis s'est stabilisé...
mais pas leur solde commercial avec la Chine

Balance commerciale des États-Unis par pays

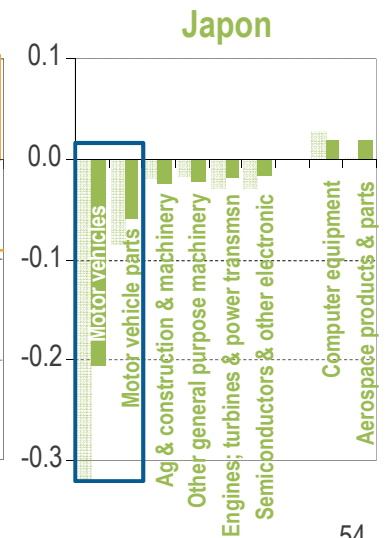
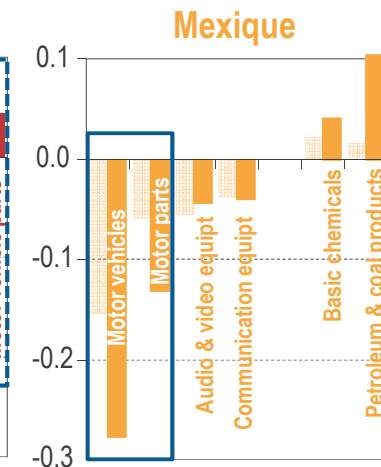
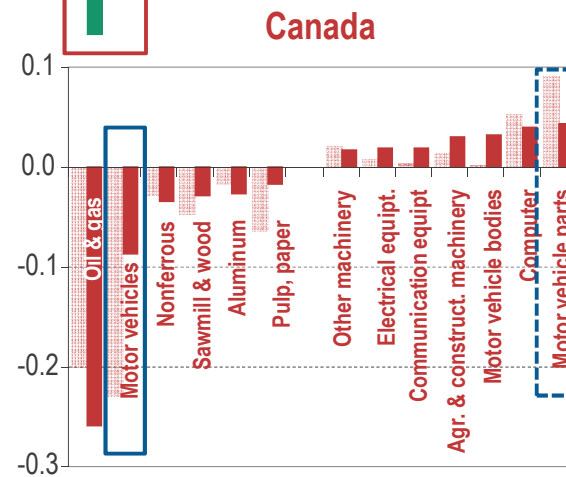
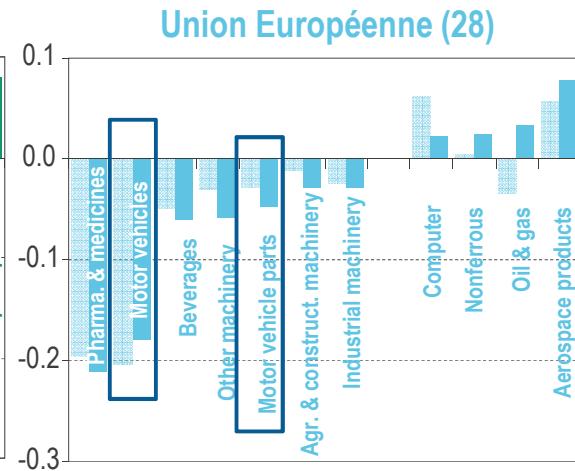
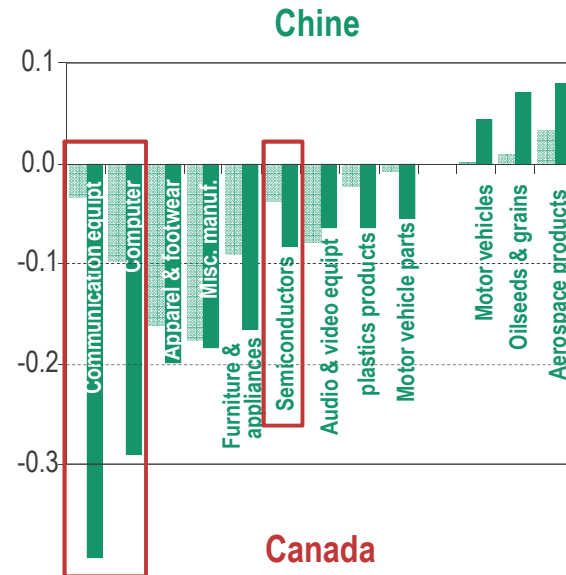
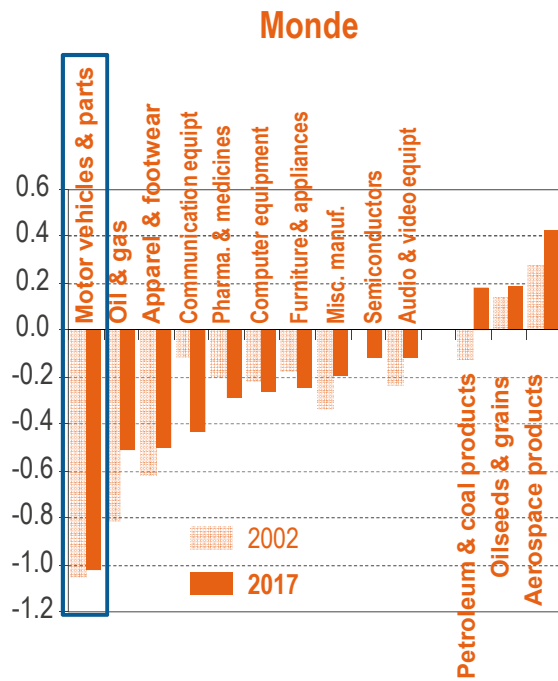


ÉTATS-UNIS

L'attention des autorités américaines semble maintenant se concentrer sur le commerce avec la Chine

Balance commerciale des États-Unis par secteur et par pays

(% du PIB des États-Unis)

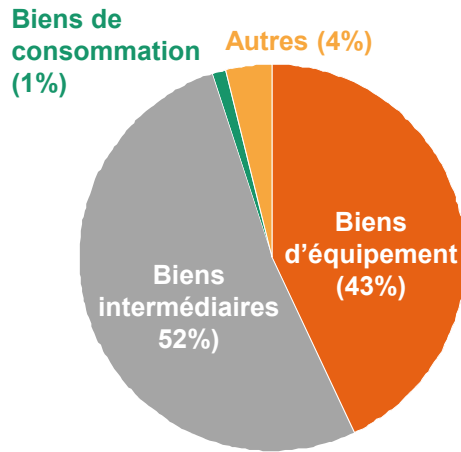


ÉTATS-UNIS

L'effet direct de la guerre commerciale engagée avec la Chine est modeste et l'économie américaine risque de souffrir plus des mesures protectionnistes voulues par D. Trump que des représailles chinoises ! (I)

Données sur les échanges commerciaux entre la Chine et les États-Unis

Exportations chinoises soumises à des droits de douane
(liste du 15 juin, section 301)

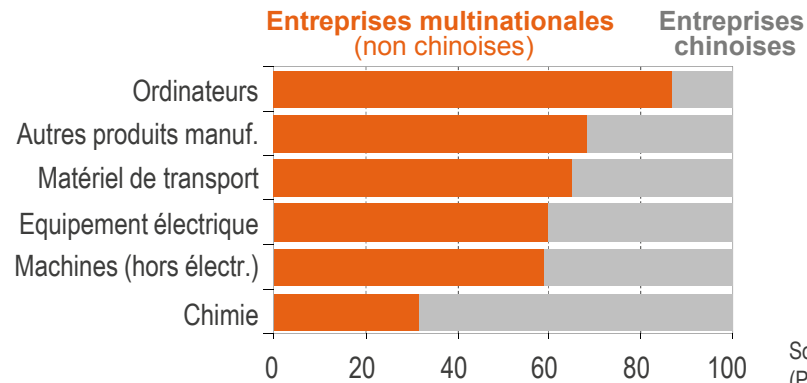


Source : Peterson IIE

"Husco International, a Wisconsin-based manufacturing company that makes parts for companies like Ford, General Motors, Caterpillar and John Deere, now faces a **25 percent increase on a variety of parts imported from China**. "The people it helps most of all are my competitors in Germany and Japan, who also have large parts of their supply chain in Asia but don't have these tariffs".

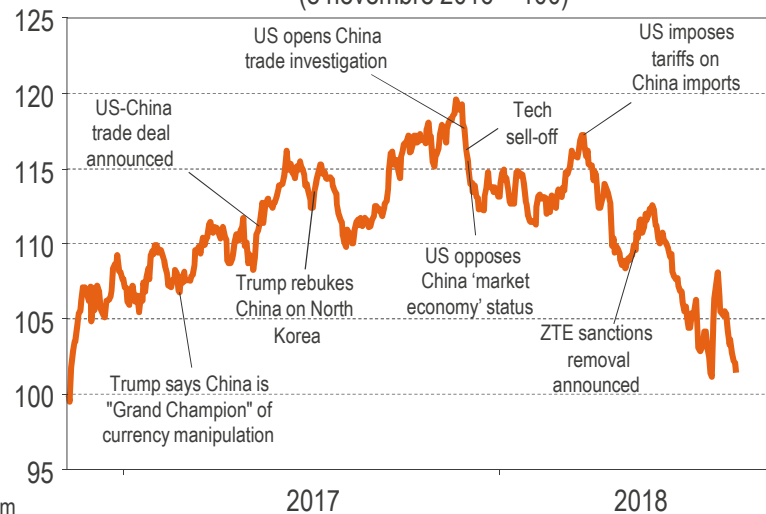
Source: NYT

Part des entreprises multinationales dans la fabrication des produits chinois visés par les tarifs douaniers américains



Source : Lovely et Liang (Peterson IIE)

Évolution relative du cours des entreprises américaines les plus engagées en Chine*
(8 novembre 2016 = 100)





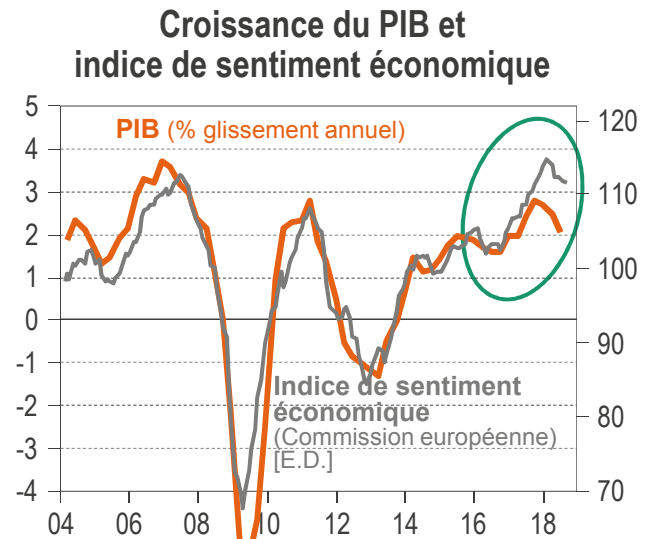
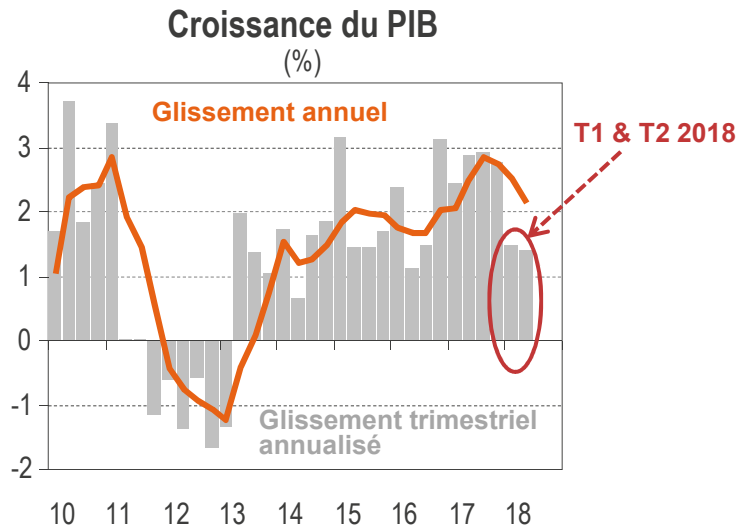
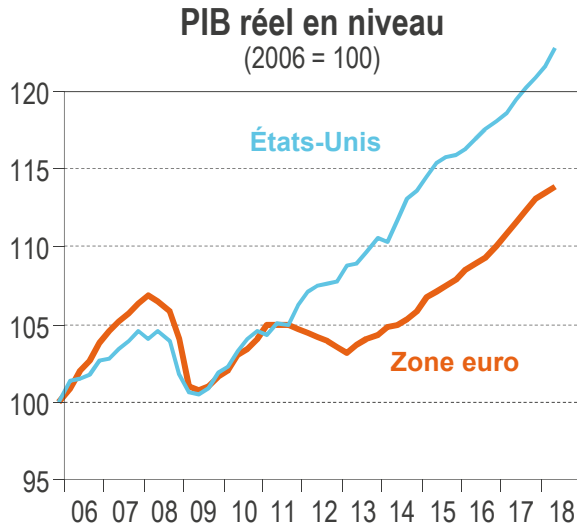
5

ZONE EURO
La croissance tient...

ZONE EURO

Malgré un premier semestre faible, l'expansion se poursuit

Activité dans la zone euro

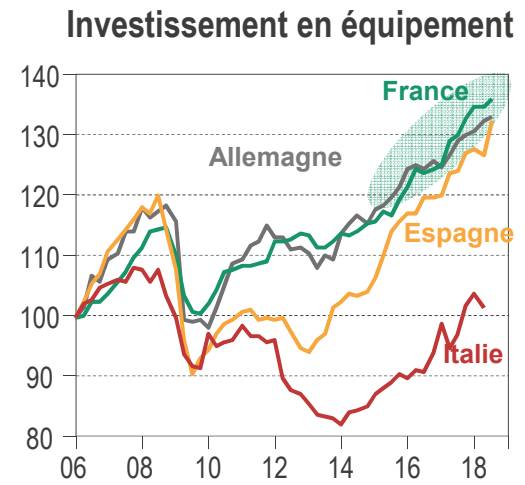
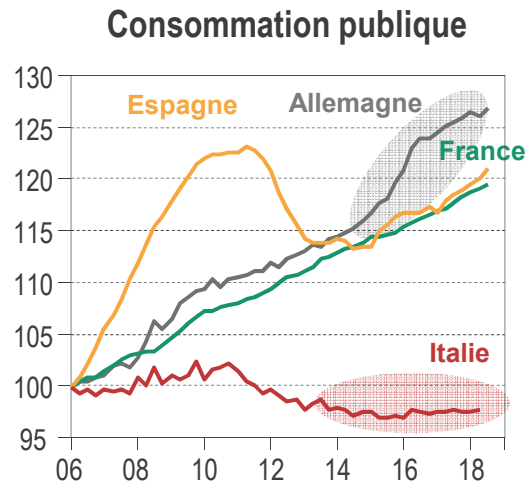
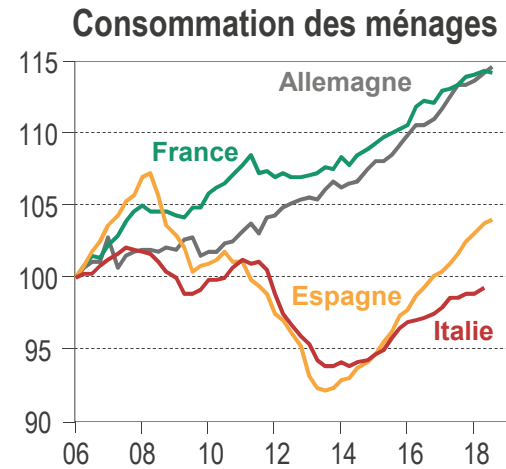
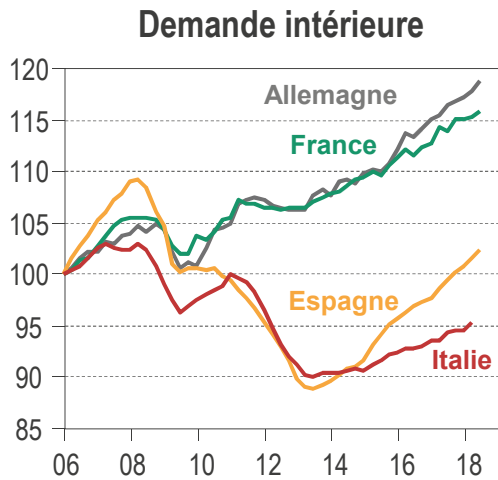


ZONE EURO

La croissance a été tirée par la demande intérieure

Demande intérieure et ses composantes

(2006 = 100, volume)

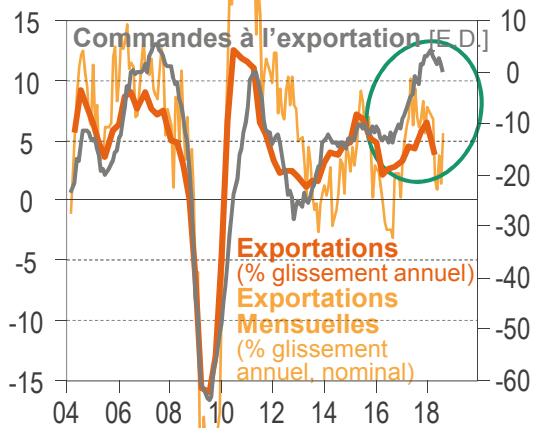


ZONE EURO

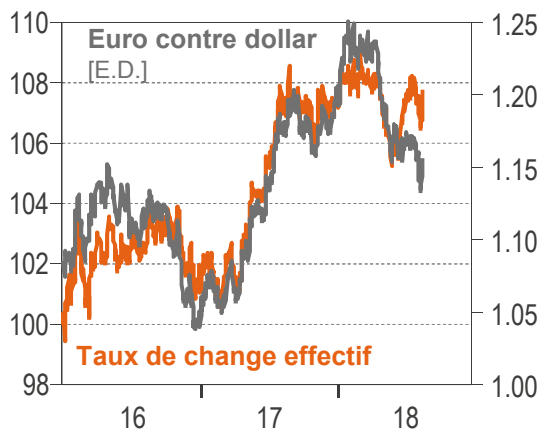
Les commandes à l'exportation sont toujours bien orientées

Exportations

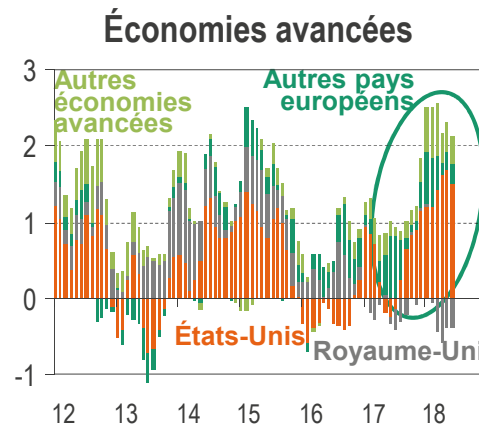
Commandes à l'exportation



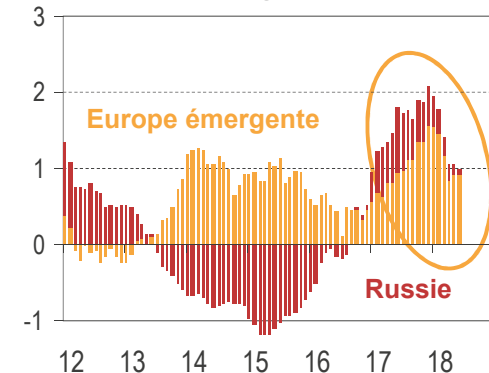
Taux de change de l'euro



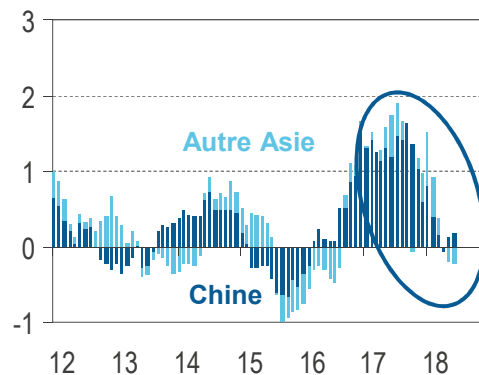
Exportations hors zone euro (% glissement annuel, contribution, volume)



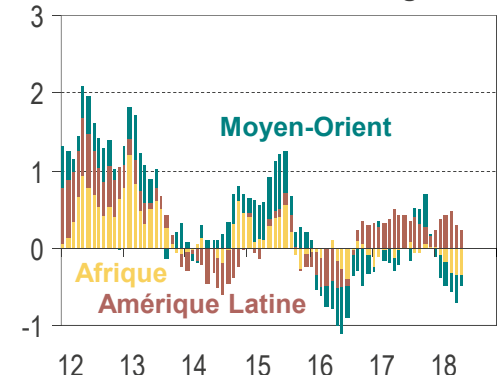
Europe émergente et Russie



Économies émergentes d'Asie



Autres économies émergentes

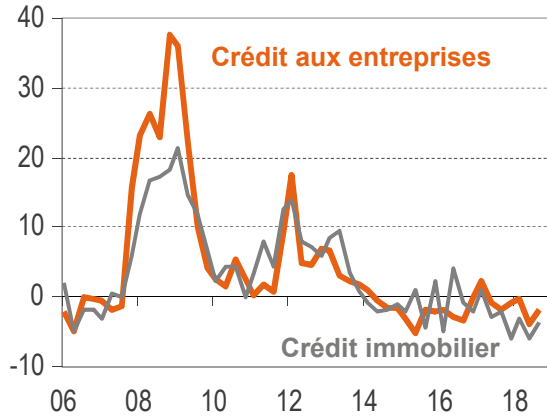


ZONE EURO

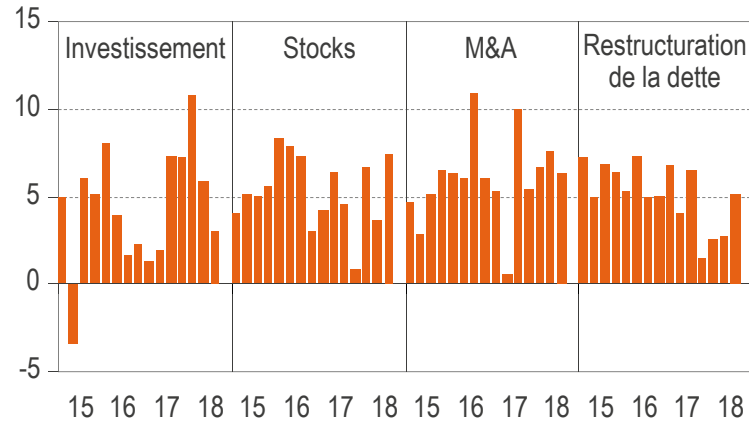
Les conditions de crédit demeurent favorables

Enquête de la BCE sur les conditions de crédit

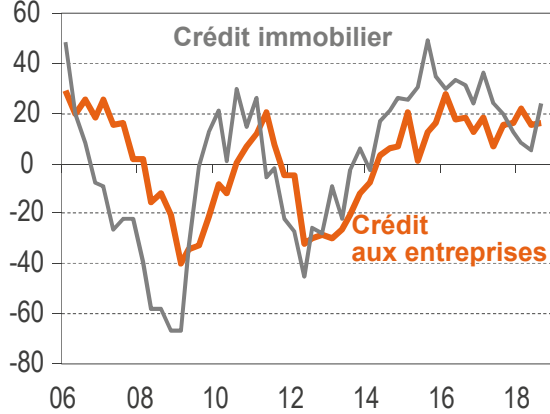
Conditions de crédit



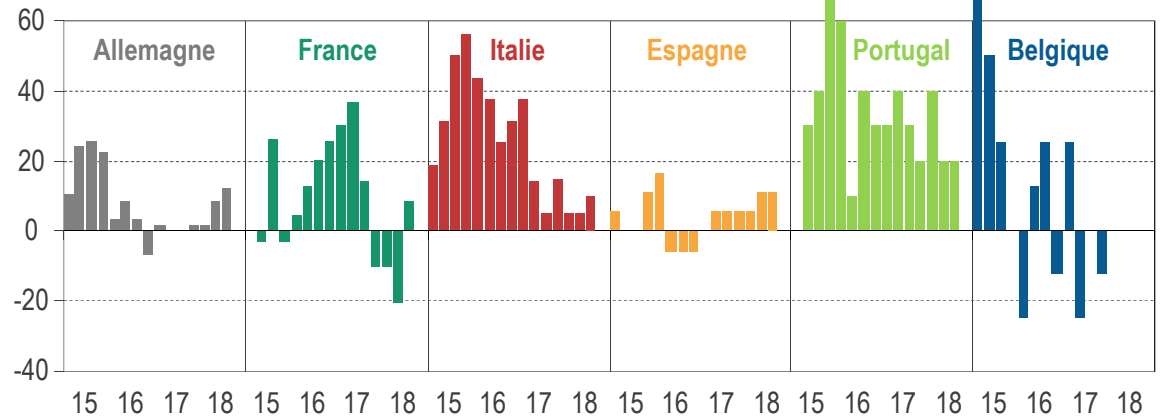
Facteurs de la demande de crédit des entreprises



Demande de crédit



Demande de crédit immobilier par pays

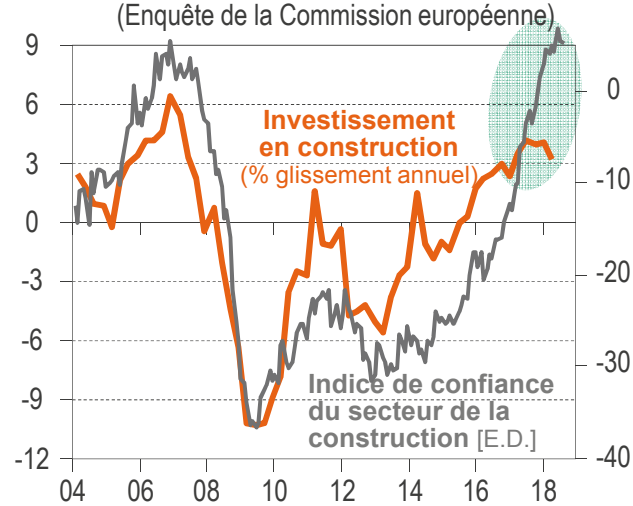


ZONE EURO

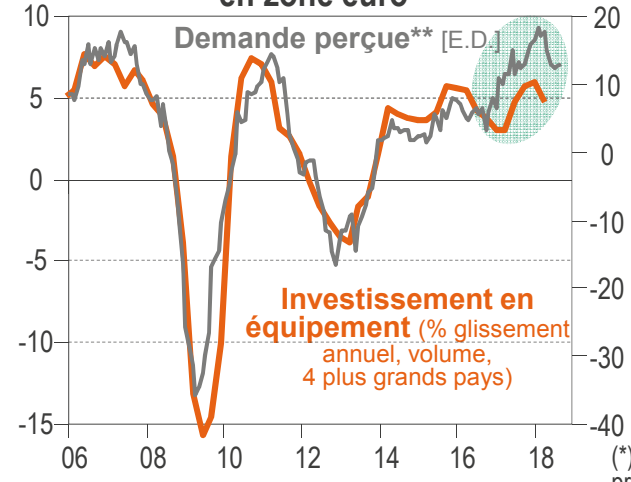
Malgré les incertitudes, la reprise de l'investissement se poursuit

Investissement en construction et en équipement

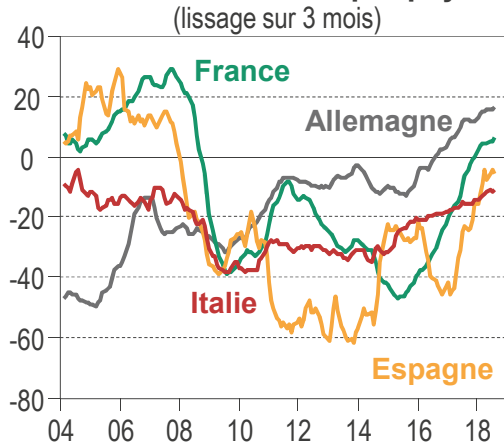
Confiance dans le secteur de la construction



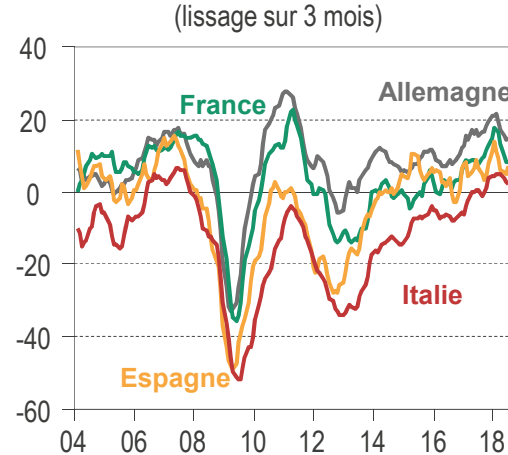
Investissement en équipement* en zone euro



Confiance dans le secteur de la construction par pays



Demande perçue par pays



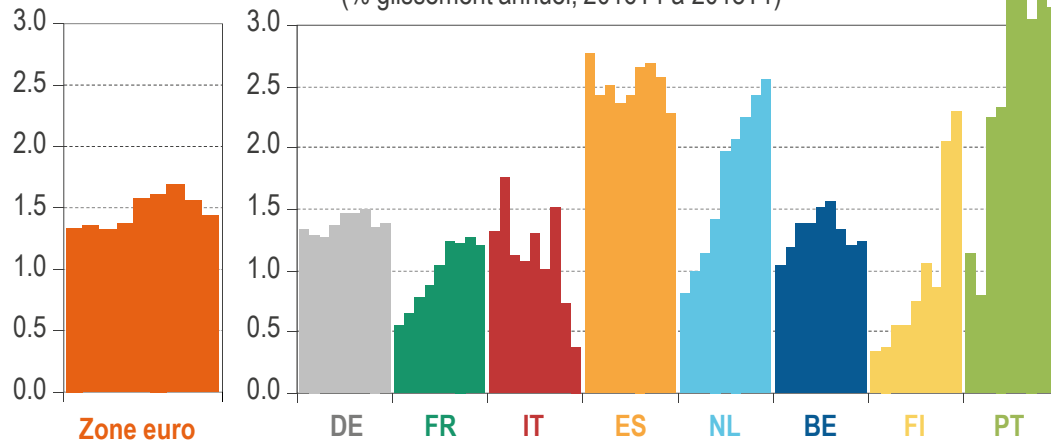
(**) Indice composite (enquête de la Commission européenne):
 0,45 x tendance de production dans l'industrie
 + 0,55 x évolution récente de la demande dans les services

ZONE EURO

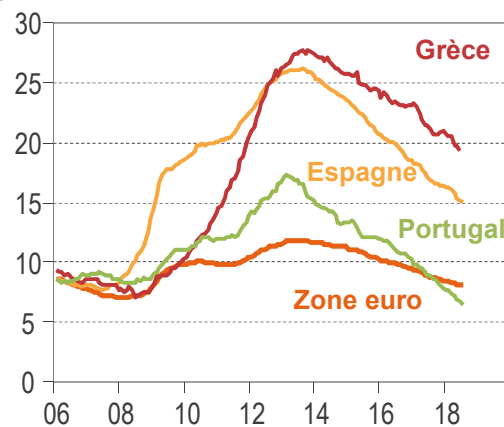
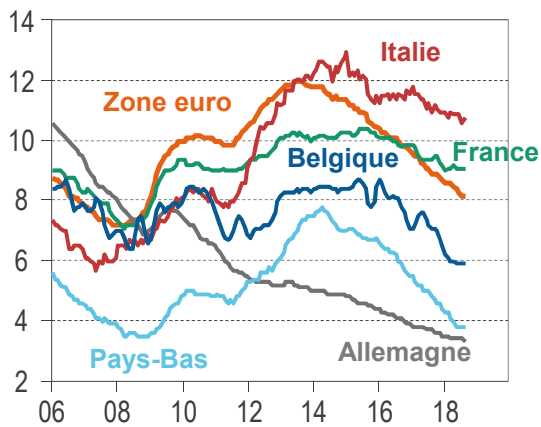
Le rythme des créations d'emplois, proche de 1,5%, devrait rester soutenu

Emploi et taux de chômage

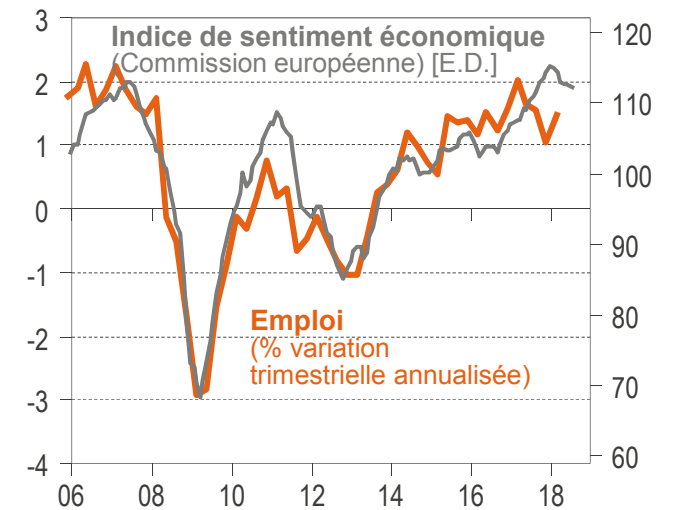
Croissance de l'emploi dans la zone euro
(% glissement annuel, 2016T1 à 2018T1)



Taux de chômage (%)



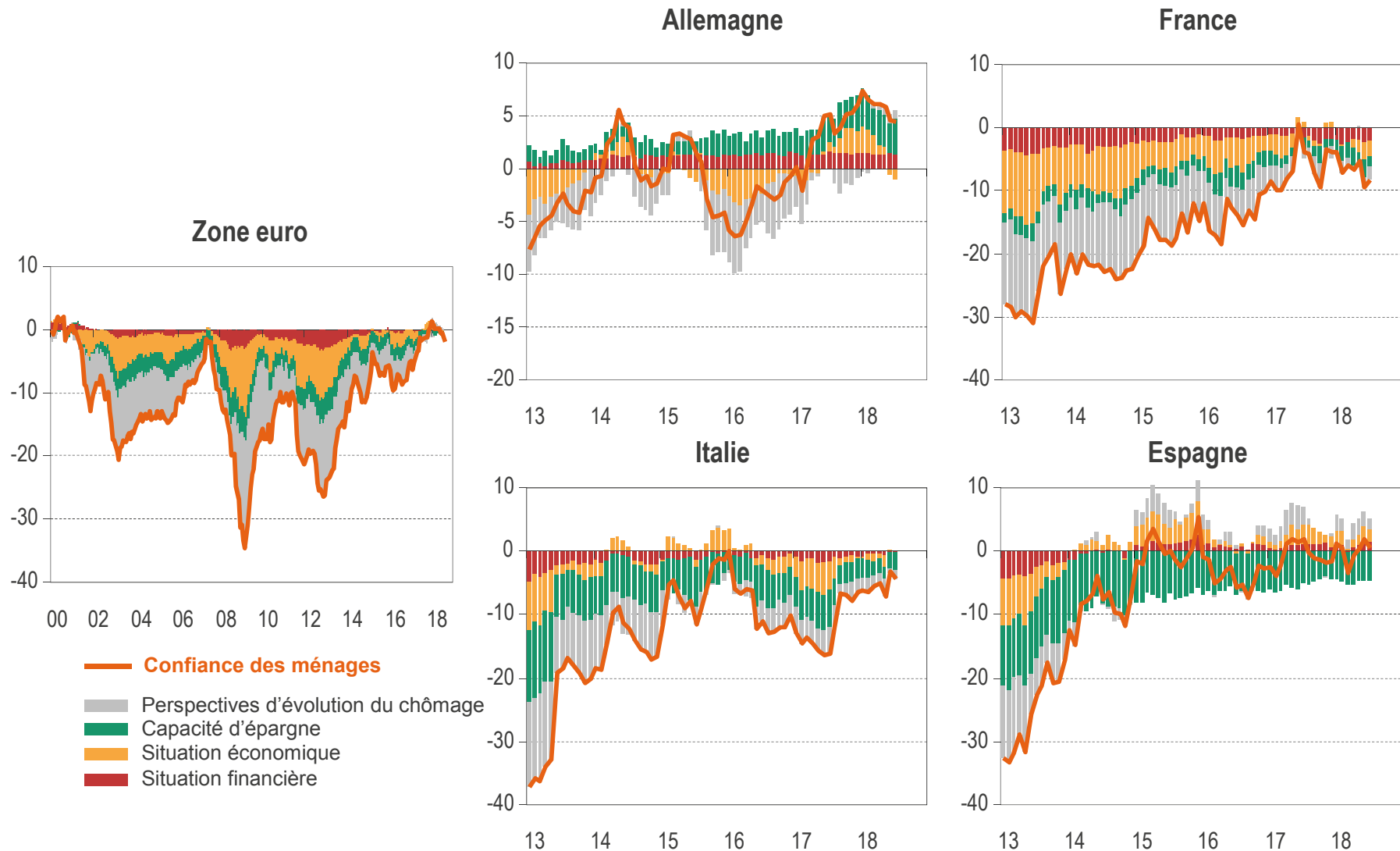
Emploi et indice de sentiment économique



ZONE EURO

La confiance des ménages vient de baisser légèrement...

Confiance des ménages

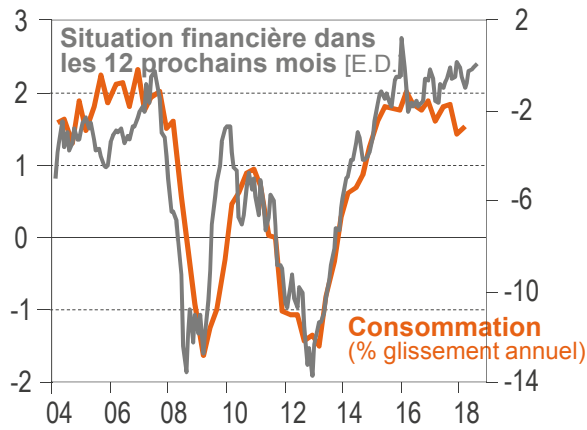


ZONE EURO

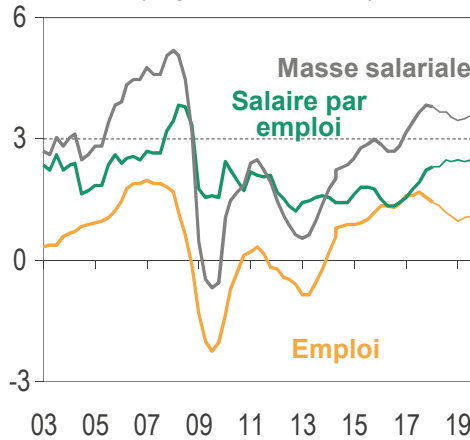
... mais la consommation devrait tenir

Revenu, consommation et ventes au détail

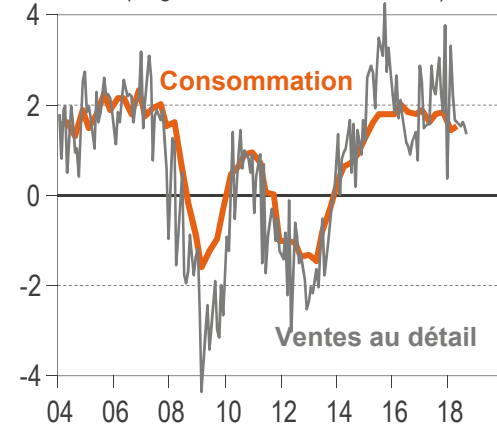
Situation financière



Masse salariale (% glissement annuel)



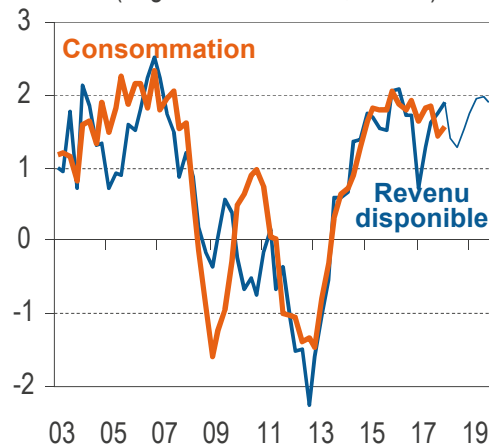
Consommation et ventes au détail (% glissement annuel, en réel)



Opportunité de faire des achats importants



Revenu et consommation (% glissement annuel, en réel)



ZONE EURO

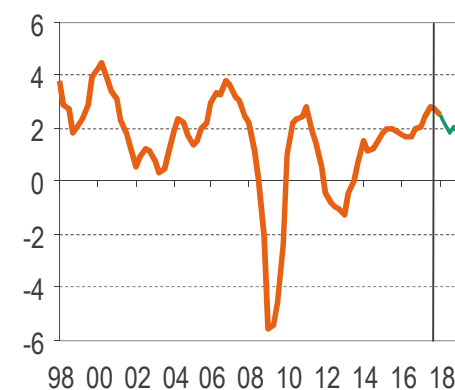
Si les incertitudes politiques et les tensions commerciales n'affectent pas la confiance, le PIB devrait progresser d'un peu plus de 2,0 % en 2018

Prévisions pour 2018-2019

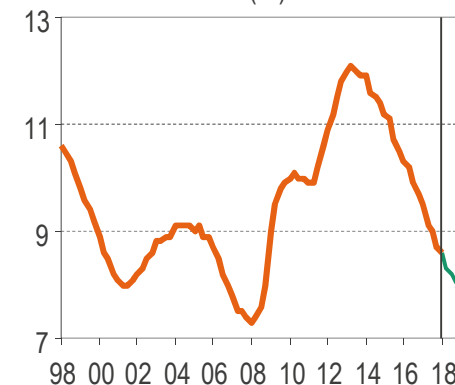
PIB et ses composantes

(% rythme annuel)	T2 17	T3 17	T4 17	T1 18	2015	2016	2017	2018	2019
Consommation	2.0	1.5	0.8	1.9	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8
Investissement	8.2	-0.5	5.8	1.4	4.6	3.7	2.9	4.2	5.1
- Résidentiel	4.5	2.8	3.5	6.0	-0.2	4.4	4.6	4.3	4.0
- Équipement & droits de propriété	13.4	-2.3	7.9	-2.1	8.9	4.7	2.0	4.7	6.6
- Structures	1.0	-0.1	3.4	4.6	0.6	0.6	3.2	2.9	3.0
Variation de stocks (contribution)	0.3	-0.2	-1.2	1.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
Gouvernement	1.9	2.0	2.2	-1.2	1.3	1.8	1.2	1.2	1.5
Solde commercial (contribution)	-0.5	2.0	2.2	-1.2	-0.2	-0.3	0.8	-0.1	-0.6
- Exportations	4.5	6.1	9.7	-3.4	6.3	3.0	5.5	3.8	4.6
- Importations	6.1	2.0	5.6	-1.1	7.5	4.0	4.2	4.4	6.4
PIB	2.9	2.9	2.8	1.5	2.0	1.8	2.5	2.2	2.0

PIB
(% glissement annuel)



Taux de chômage
(%)

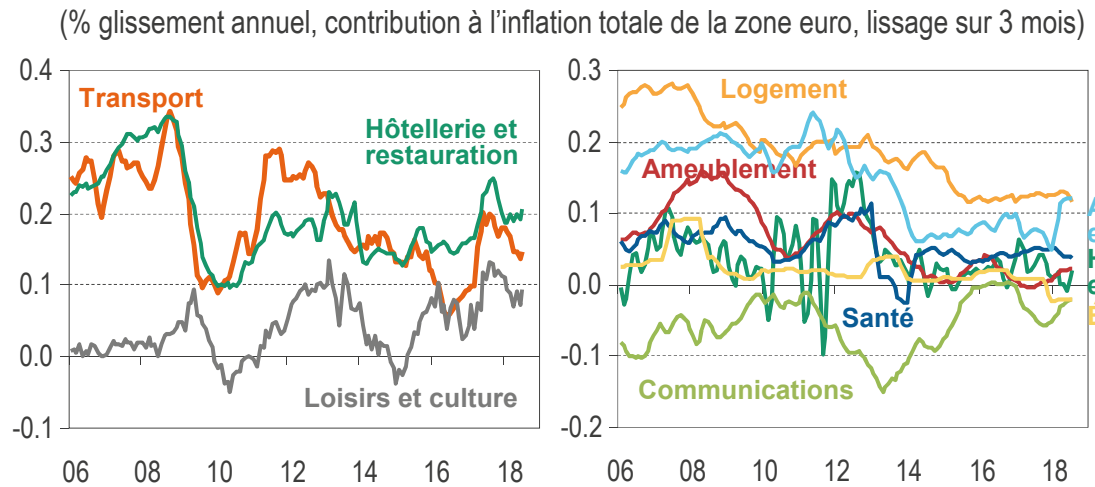
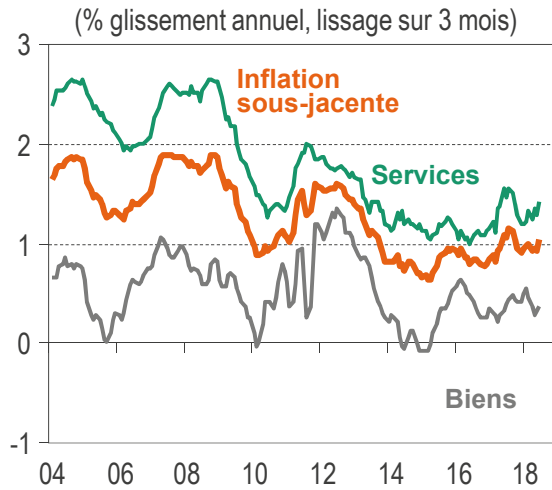


ZONE EURO

L'inflation sous-jacente est basse...

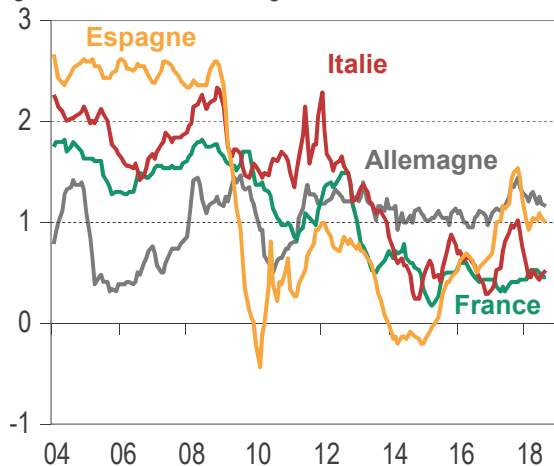
Prix à la consommation

Inflation sous-jacente par catégorie



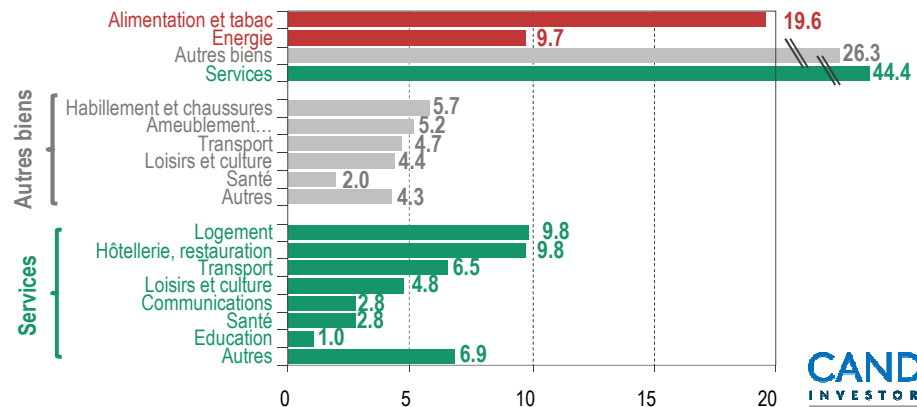
Inflation sous-jacente par pays

(% glissement annuel, lissage sur 3 mois, hors effets des taxes)



Poids dans l'indice des prix à la consommation

(%)



Août 2018

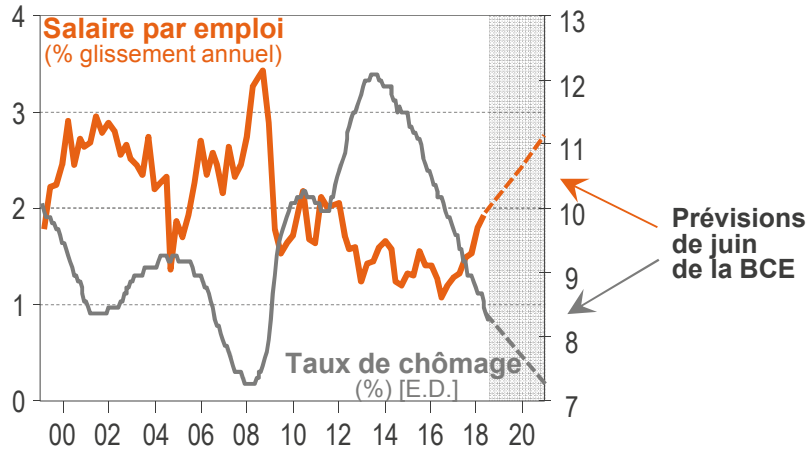
| Sources : Thomson Datastream, Candriam

ZONE EURO

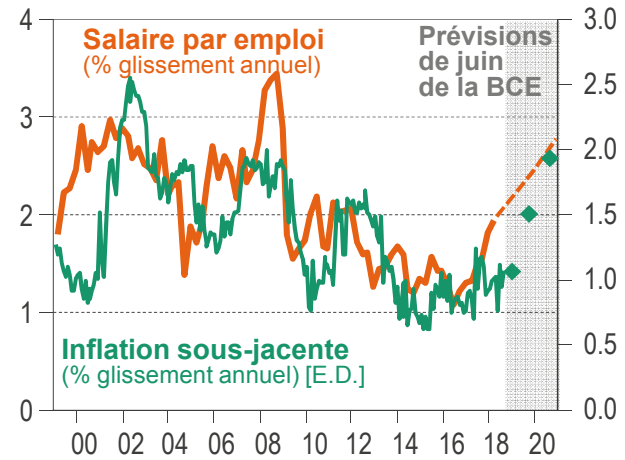
... et, malgré une hausse plus rapide des salaires, devrait rester modérée

Sous-emploi et salaires

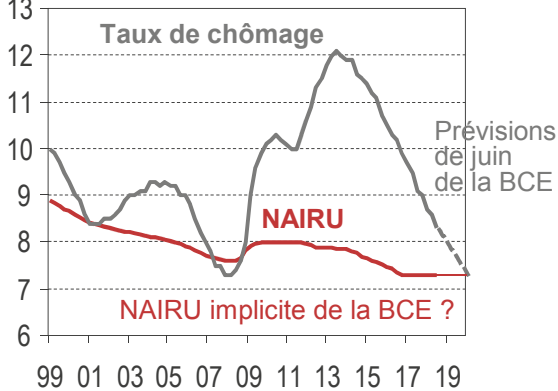
Salaire par emploi et taux de chômage



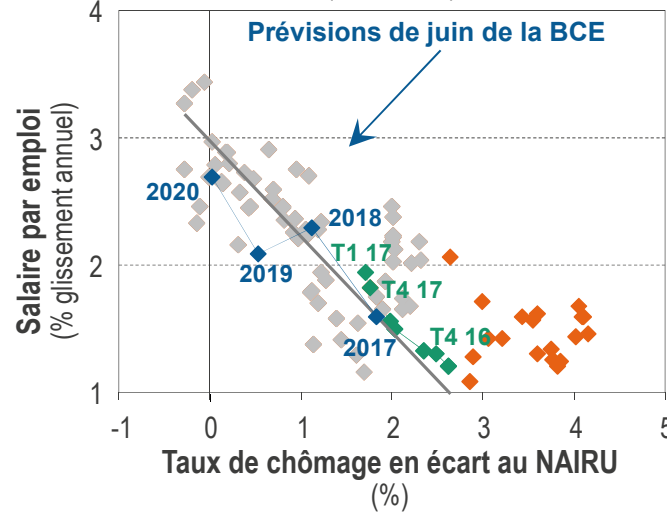
Salaire par emploi et inflation sous-jacente



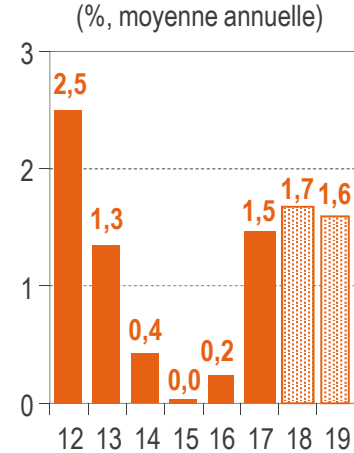
Taux de chômage et NAIURU (%)



Courbe de Phillips (1996-2017)



Inflation

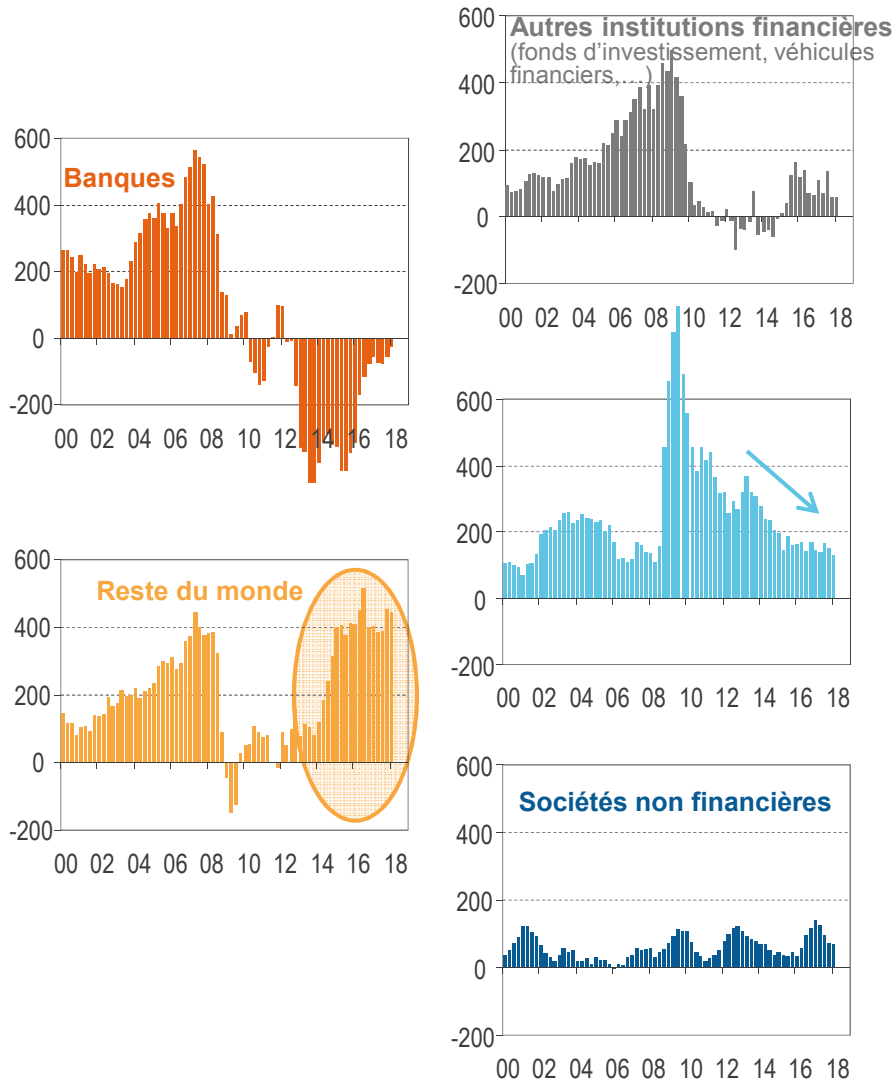


ZONE EURO

L'arrêt progressif du QE d'ici la fin de l'année devrait conduire à une hausse – modérée – des taux d'intérêt à long terme...

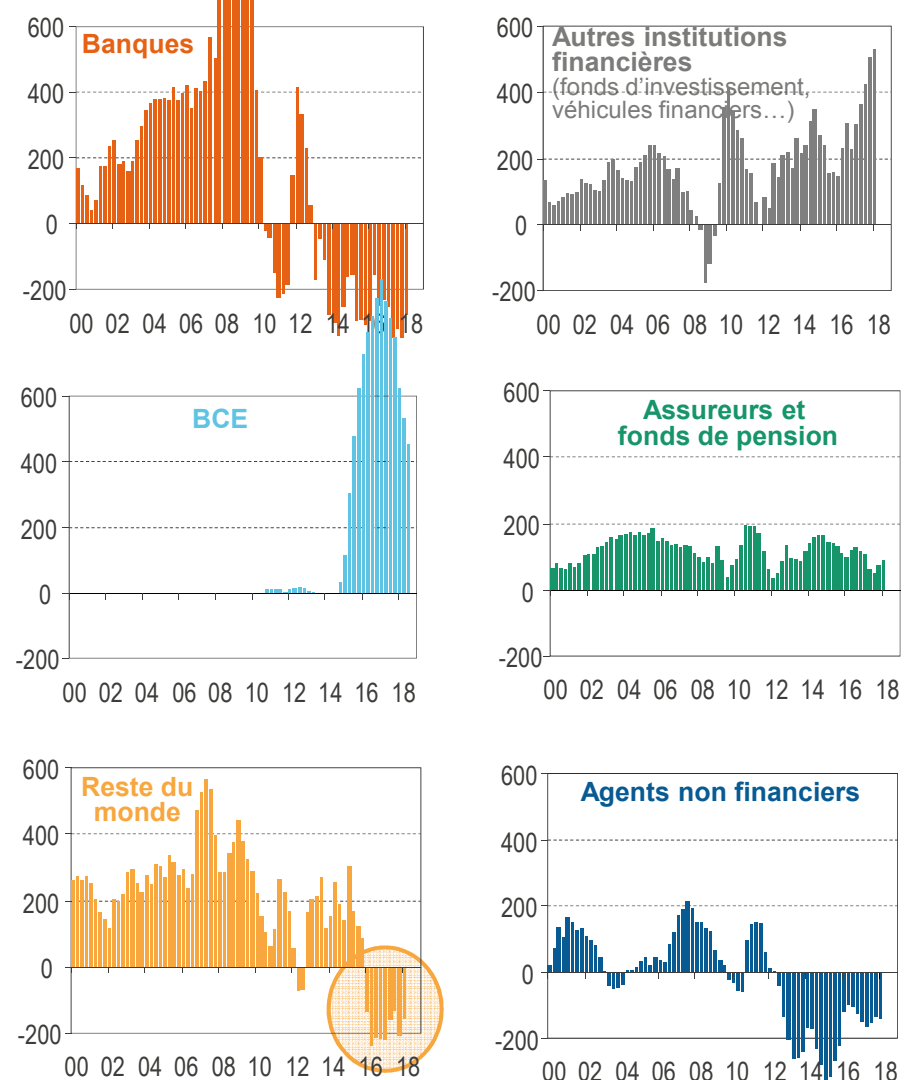
Émetteurs de titres de dette

(milliards d'euros, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)



Acheteurs de titres de dette

(milliards d'euros, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)

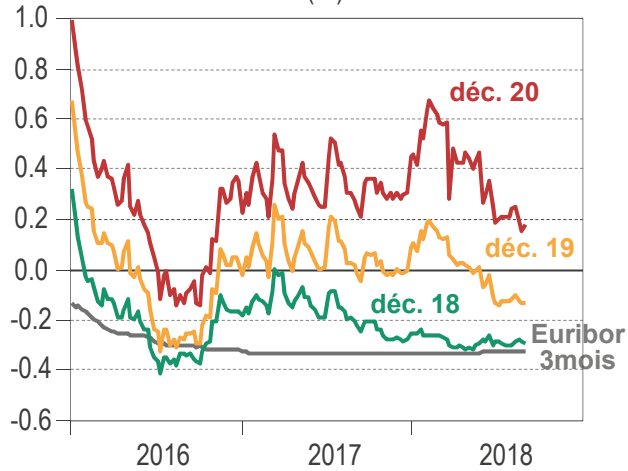


ZONE EURO

... d'autant que les taux directeurs vont rester bas pendant encore de longs mois

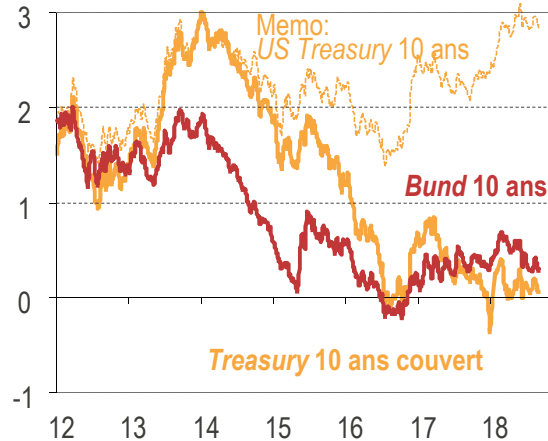
Taux d'intérêt dans la zone euro

Euribor 3 mois et euribor 3 mois anticipés (%)

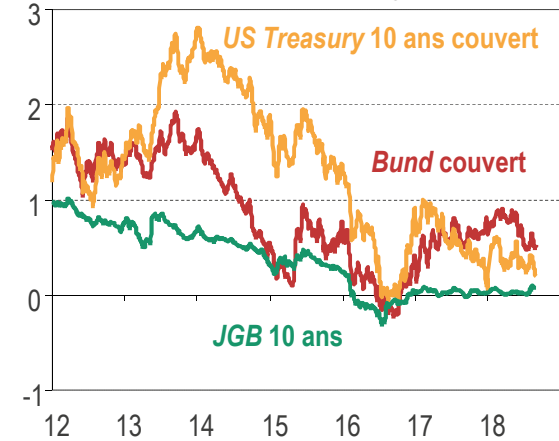


Rendement d'une obligation couverte en change du point de vue...

... d'un investisseur de la zone euro



... d'un investisseur japonais



Prévisions de taux de swap euro à 10 ans

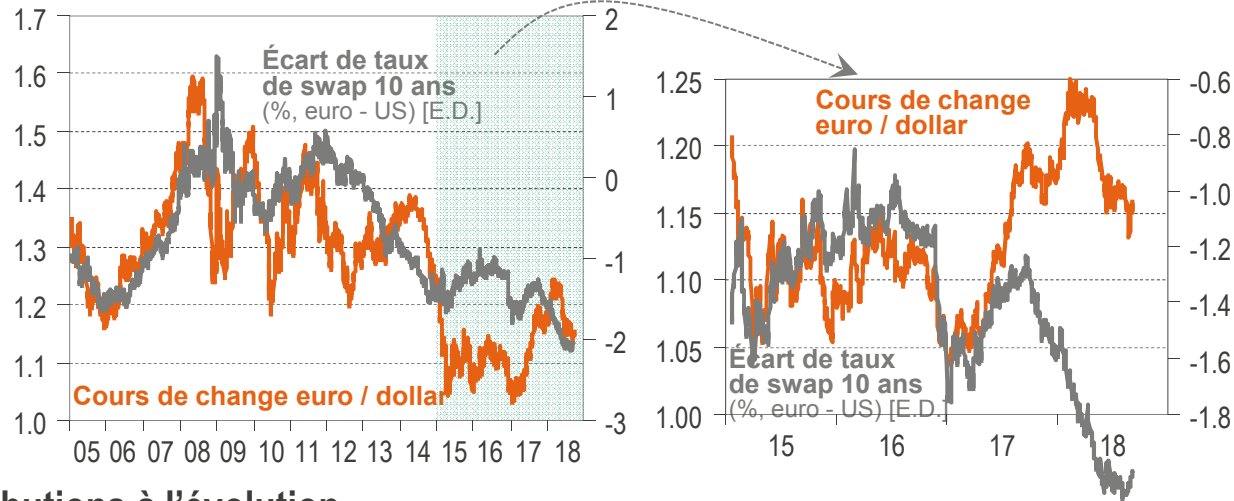
	24 août 2018	Fin 2018
(I) Taux d'intérêt à 2 ans	-0.1%	0.2%
(II) Taux d'intérêt à 3 ans dans 2 ans	0.6%	1.0%
(III) Taux d'intérêt à 5 ans dans 5 ans	1.5%	1.7%
Taux de swap à 10 ans	0.9%	1.2%

ZONE EURO

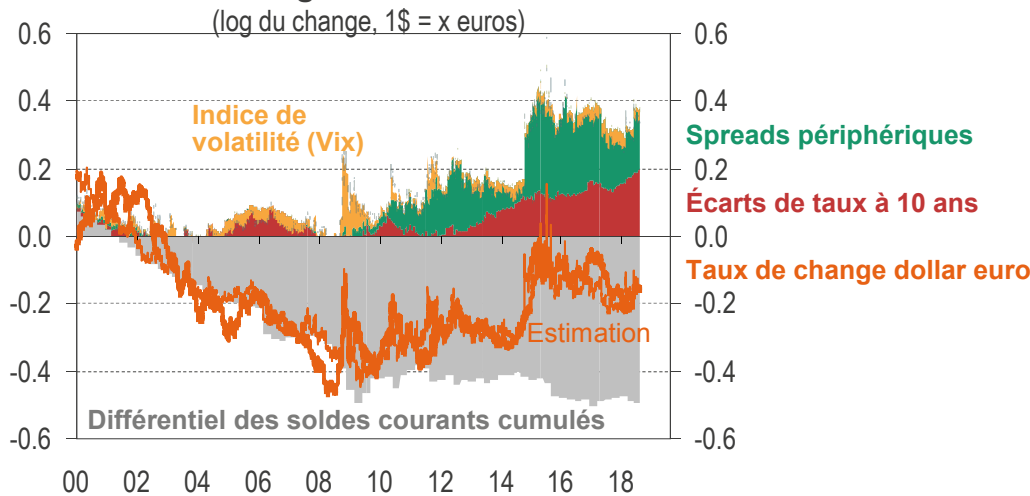
Compte tenu des risques auxquels l'Europe est confrontée, l'euro n'a guère de raisons de s'apprécier beaucoup face au dollar

Fluctuations du taux de change de l'euro

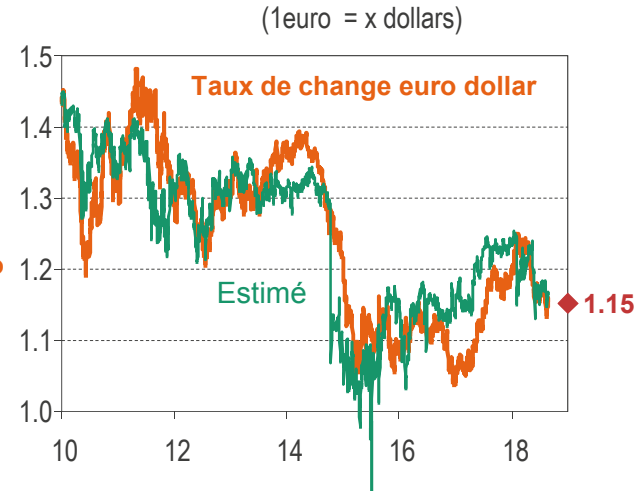
Cours de l'euro-dollar et différentiel de taux d'intérêt



Contributions à l'évolution du change du dollar euro



Taux de change de l'euro / dollar





5b

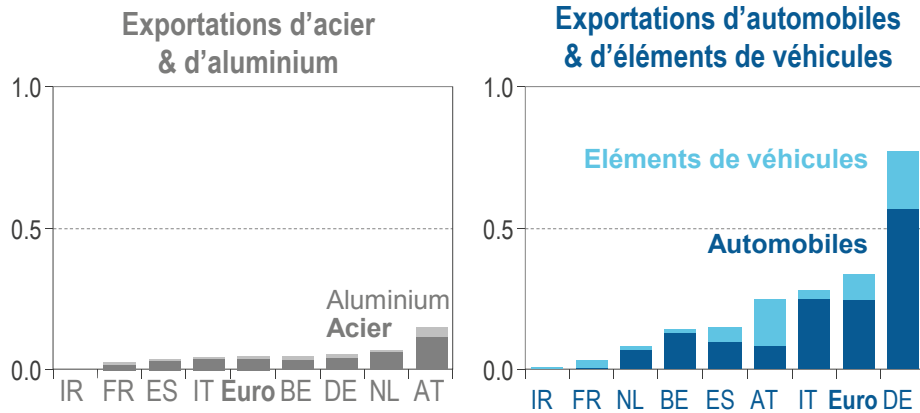
ZONE EURO
... les incertitudes montent !

ZONE EURO

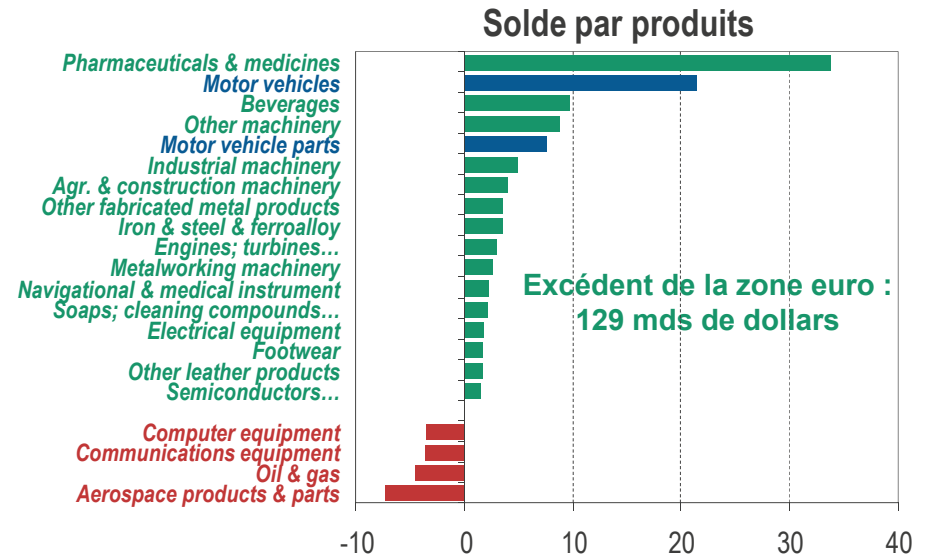
Alors que l'acier et l'aluminium représentent une part négligeable des exportations de la zone euro, il n'en va pas de même de l'automobile

Commerce bilatéral de biens de la Zone euro vis-à-vis des États-Unis

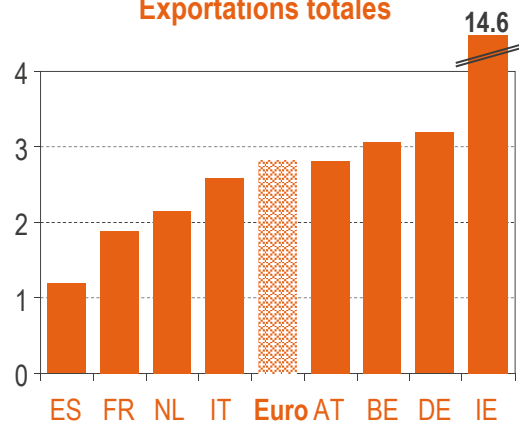
Exportations vers les États-Unis (% du PIB du pays)



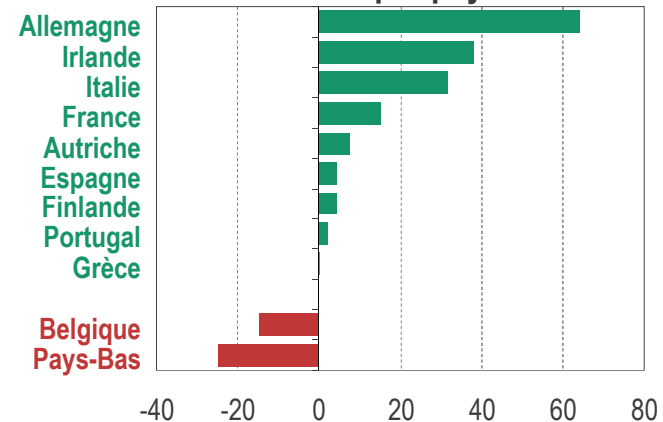
Solde bilatéral de la zone euro / États-Unis (milliards de dollars)



Exportations totales



Solde par pays



ZONE EURO

Une hausse des droits de douane sur les véhicules européens aurait des conséquences directes relativement faibles pour la croissance de la zone, mais plus importantes pour l'Allemagne

Une évaluation grossière des effets d'une hausse des droits de douane sur l'automobile

Le raisonnement « mécanique »

Hausse des droits de douane à 25%
sur les seules voitures européennes

Une partie de la hausse est absorbée par les producteurs étrangers et les intermédiaires et on suppose que seuls les prix des voitures européennes augmentent

Hausse du prix final des voitures européennes +15%

Avec une élasticité de 3.5, la demande de voitures européennes baisse de $3.5 \times 15\%$

Baisse des exportations européennes de 50%

Nos exportations d'automobiles vers les US représentant 0.35% du PIB.

Effet direct sur le PIB -0,17%

Avec un multiplicateur de 2

Effet total sur le PIB : -0,35%

Différence des élasticités de la demande à la hausse du prix d'un type de voiture ou du prix de toutes les voitures

Automobiles, short-run	1.2 - 1.5
Chevrolet automobiles	4.0

Source : *Price Elasticity of Demand* By Patrick L. Anderson, Richard D. McLellan, Joseph P. Overton, and Dr. Gary L. Wolfram | Nov. 13, 1997

Un scénario « possible »

La hausse des droits de douane affectant aussi d'autres régions productrices et les voitures vendues aux États-Unis ayant un fort contenu en composants étrangers (de 50% à 80% pour les modèles les plus populaires), les prix de toutes les voitures vendues aux États-Unis augmentent.

L'élasticité de la demande se rapprocherait alors de 1 et **l'effet total sur la croissance du PIB de la zone euro tomberait à 0.1%**. Cet effet serait encore réduit par les « représailles » européennes.

Notons toutefois, qu'une telle guerre commerciale aurait des effets importants, affectant plus certains pays de la zone, l'Allemagne en particulier. Surtout, la détérioration du climat des affaires résultant de ces « hostilités » risquerait de freiner fortement l'investissement... et les embauches.

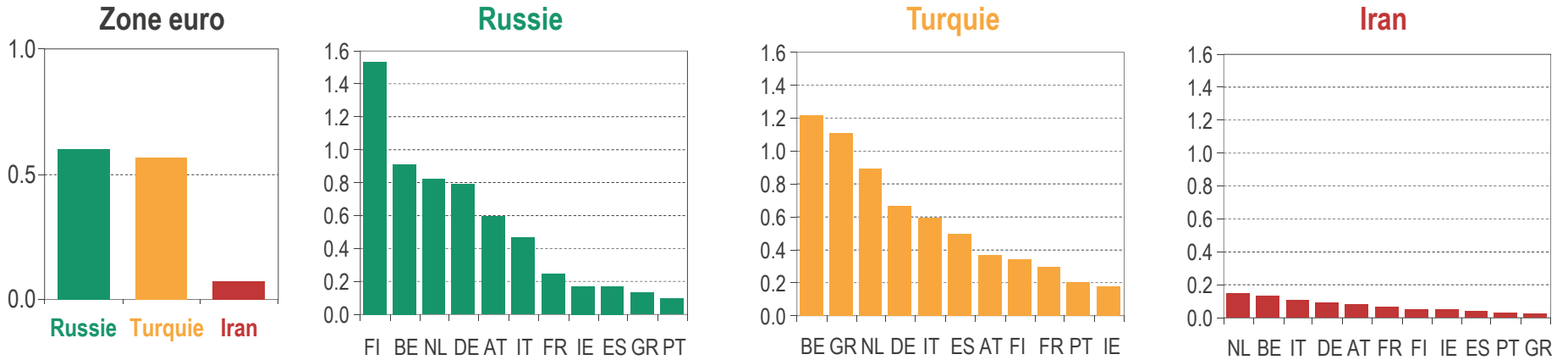
ZONE EURO

À l'incertitude liée aux menaces tarifaires américaines, s'ajoute celle liée aux sanctions à l'égard de la Russie, de la Turquie et de l'Iran

Relations avec les pays sous sanctions américaines

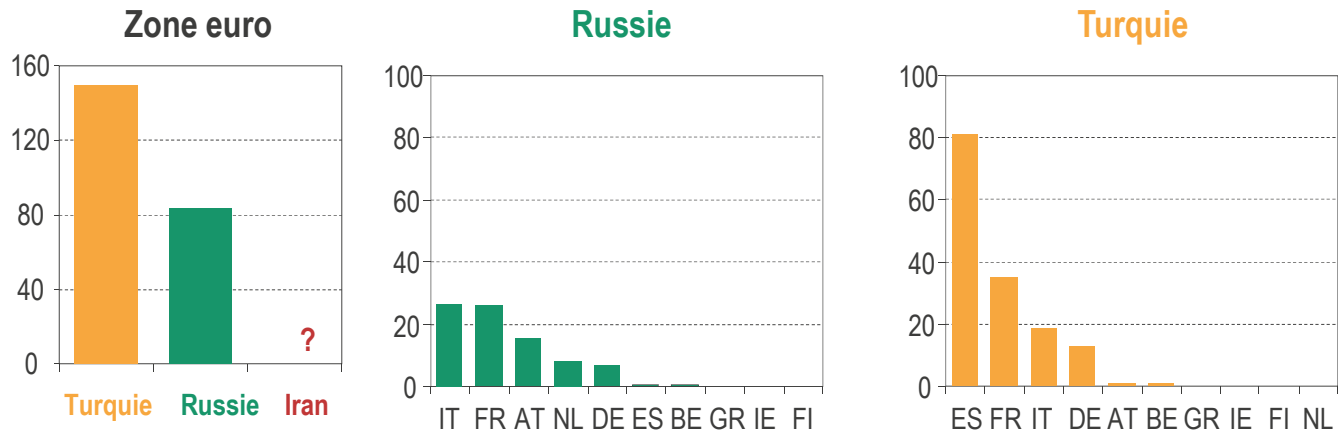
Exportations

(% du PIB de la zone ou du pays, 2017)



Exposition des banques déclarantes à la BRI

(en milliards de dollars, T1 2018)

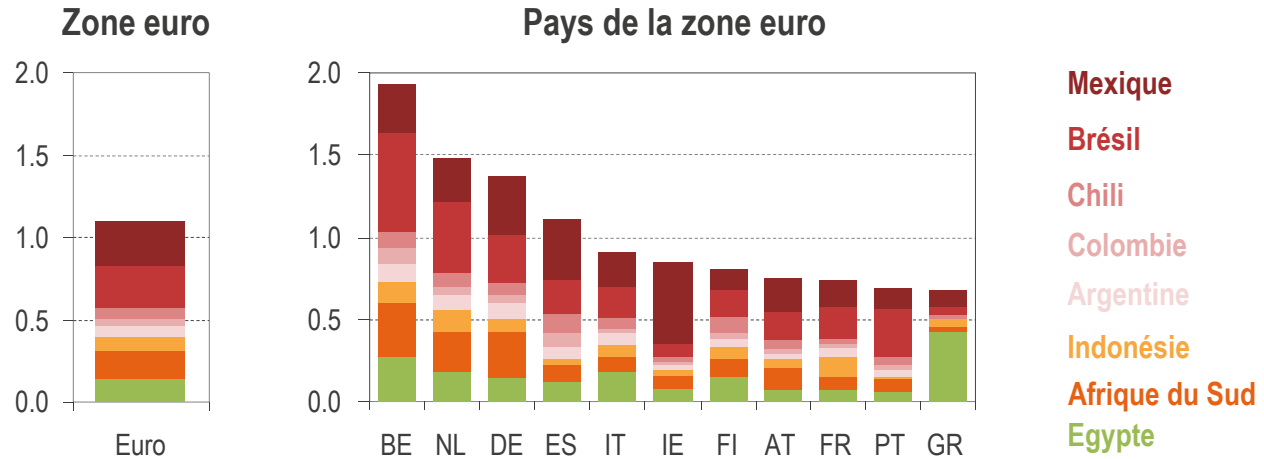


ZONE EURO

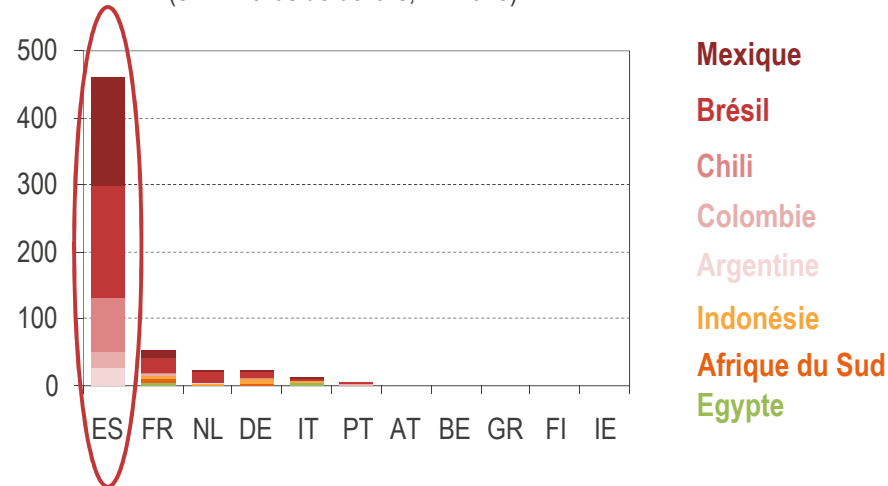
La zone euro serait aussi sensible à un ralentissement marqué de l'activité dans les pays émergents vulnérables

Relations avec les pays émergents « vulnérables »

Exportations vers les pays émergents vulnérables
(% du PIB du pays)



Exposition des banques déclarantes à la BRI
(en milliards de dollars, T1 2018)



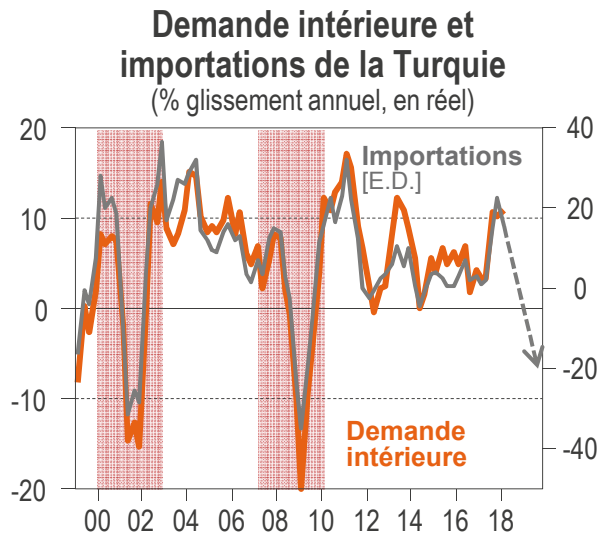
- Mexique
- Brésil
- Chili
- Colombie
- Argentine
- Indonésie
- Afrique du Sud
- Egypte

ZONE EURO

Même s'il est difficile d'en chiffrer précisément les conséquences, ces incertitudes vont freiner la croissance de la zone euro

Effets sur la croissance de la zone euro d'un ralentissement des pays émergents vulnérables

Si les importations de la Turquie baissaient de 20%, l'effet sur la croissance de la zone euro serait de l'ordre de 0,2 point de PIB (la Grèce perdrait, elle, 0,4 point de PIB).



Un choc de même ampleur *sur l'ensemble des pays émergents vulnérables* et les pays sous sanction retirerait au total **0,8 point de PIB** à la croissance de la zone euro. Le choc de confiance associé à cette crise serait plus profond encore si la mise en place de tarifs douaniers sur l'automobile s'y ajoutait. Au total ce serait alors plus d'un point de croissance qui pourrait être perdu pour la zone euro. La Bourse européenne baisserait sensiblement et l'euro faiblirait face au dollar.

À la différence des États-Unis, la zone euro ne disposant que de la politique monétaire pour faire face à ce choc, la BCE serait amenée à chercher à nouveau à assouplir sa politique.

Si l'on exclut ce scénario du pire, la zone a peu de raisons de perdre beaucoup plus que 0.2/0.3 point de croissance.

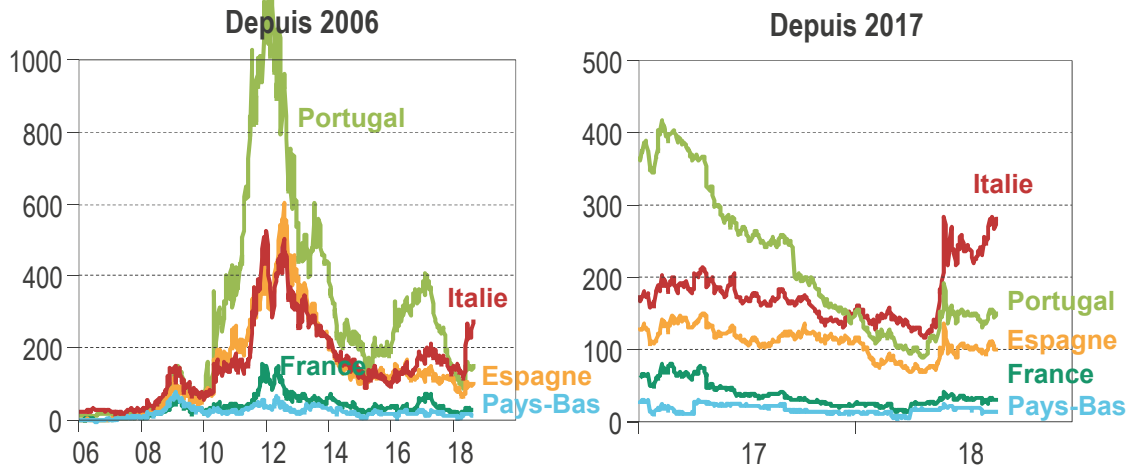
ZONE EURO

Les tensions commerciales et géopolitiques ne sont toutefois pas les seules à menacer la croissance de la zone euro

Écarts de taux, marchés boursiers et soldes Target

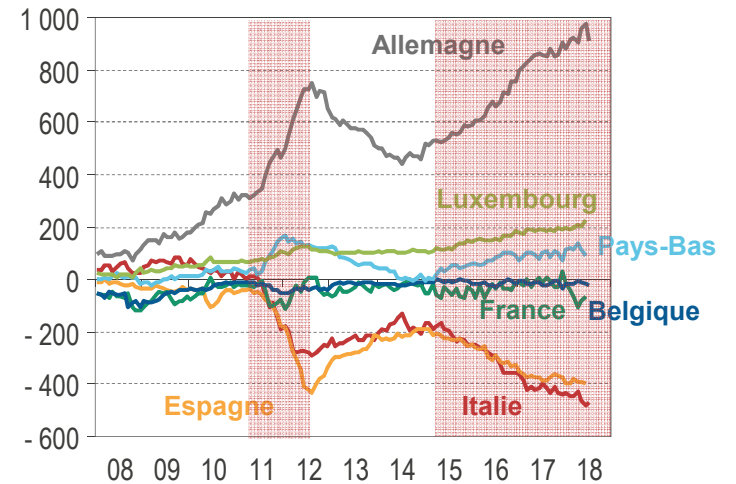
Écarts de taux 10 ans avec l'Allemagne

(point de base, taux souverains)



Soldes Target

(milliards d'euros)



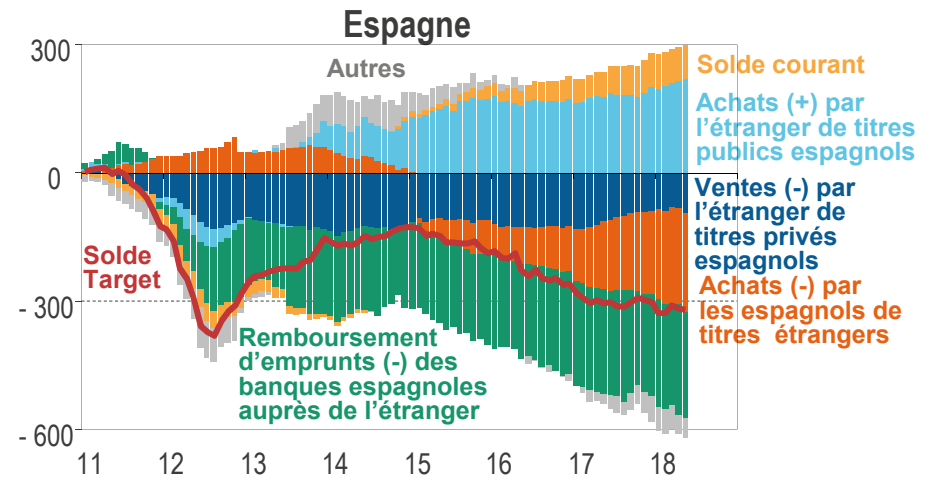
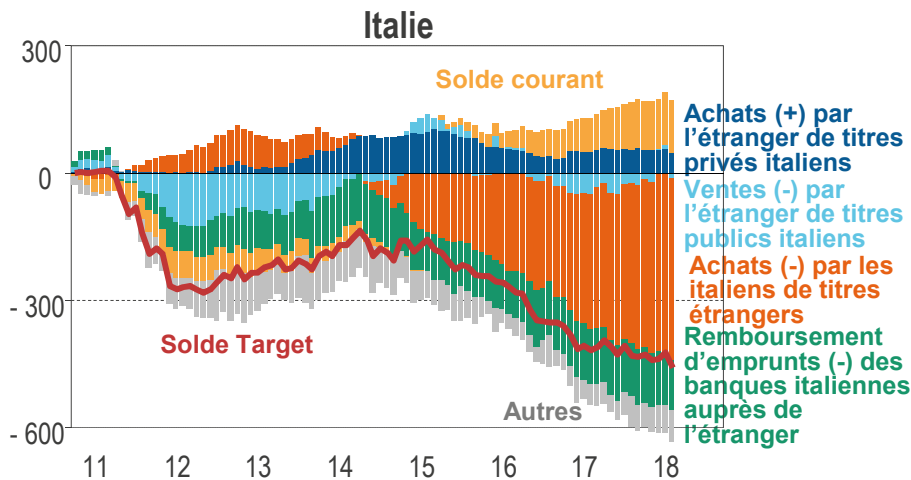
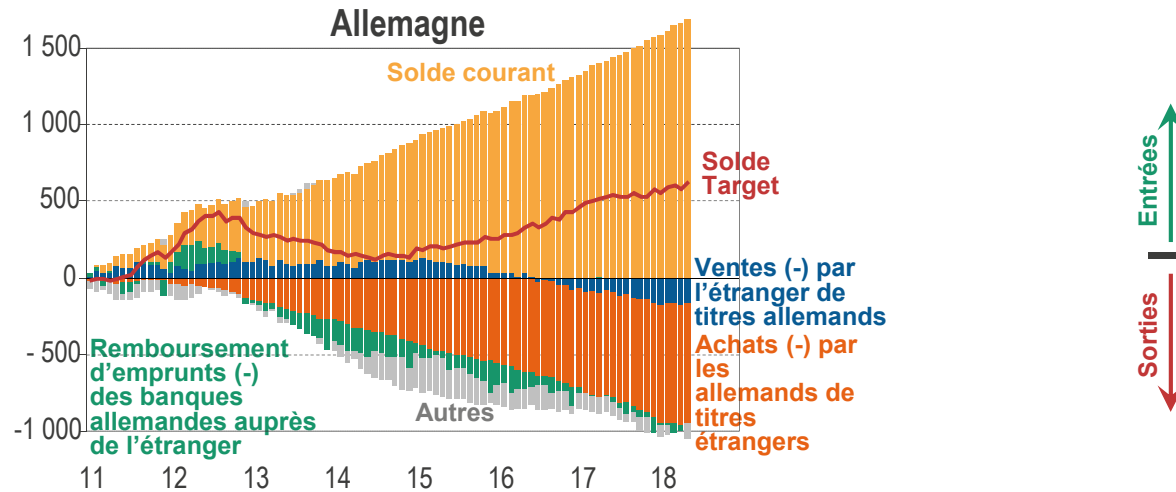
ZONE EURO

L'évolution récente des positions débitrices de l'Espagne et l'Italie dans le système Target a obéi à des logiques différentes

Soldes Target et flux de balance des paiements

Flux de balance des paiements

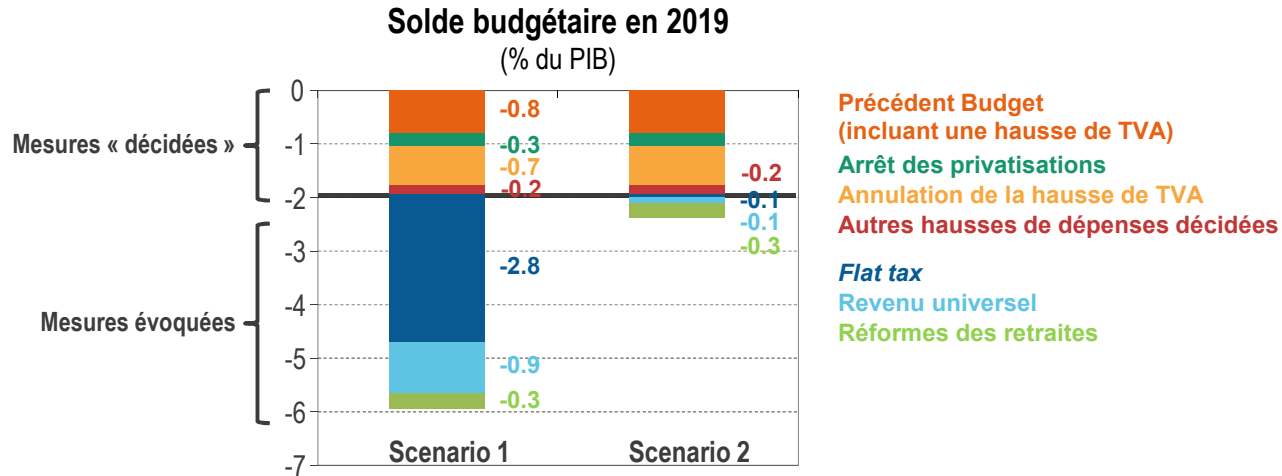
(en cumul depuis janvier 2015, milliards d'euros)



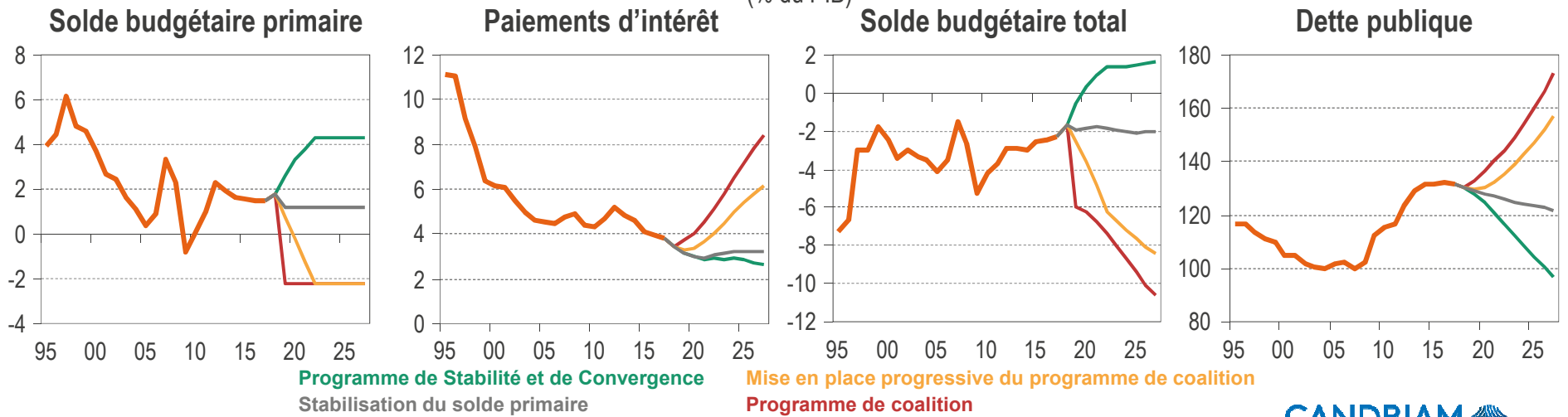
ZONE EURO

Si l'Italie devait engager un bras de fer avec Bruxelles, son solde Target pourrait se dégrader sensiblement

Budget et endettement public en Italie



Trajectoire des finances publiques (% du PIB)

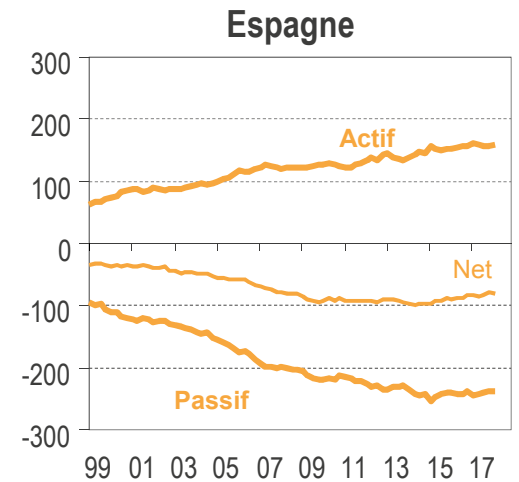
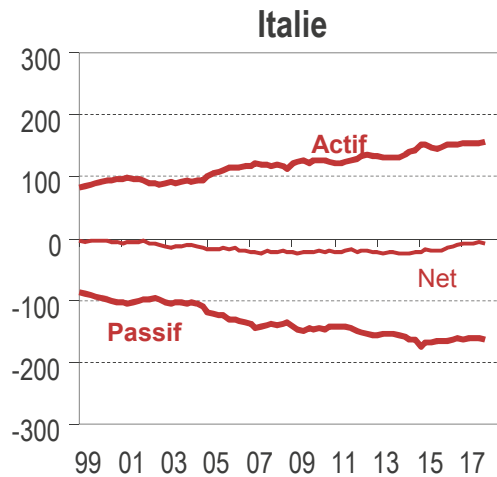
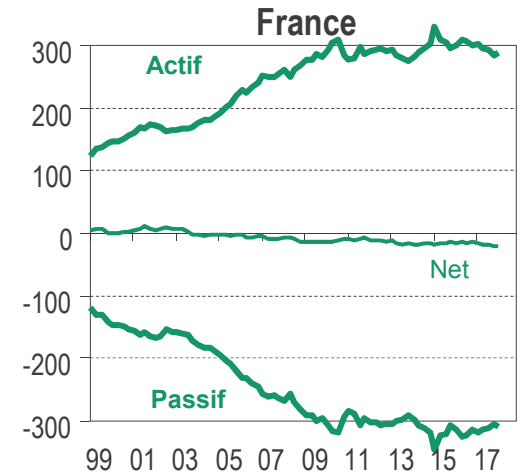
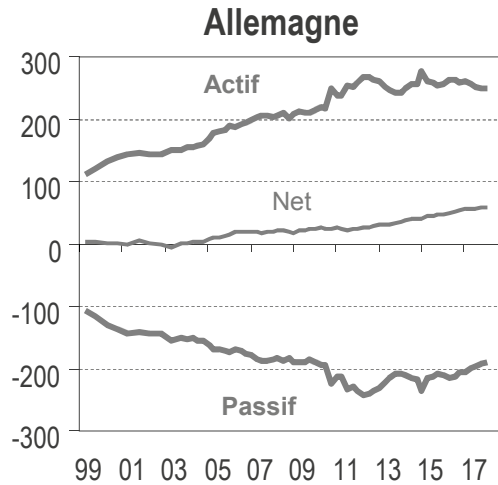
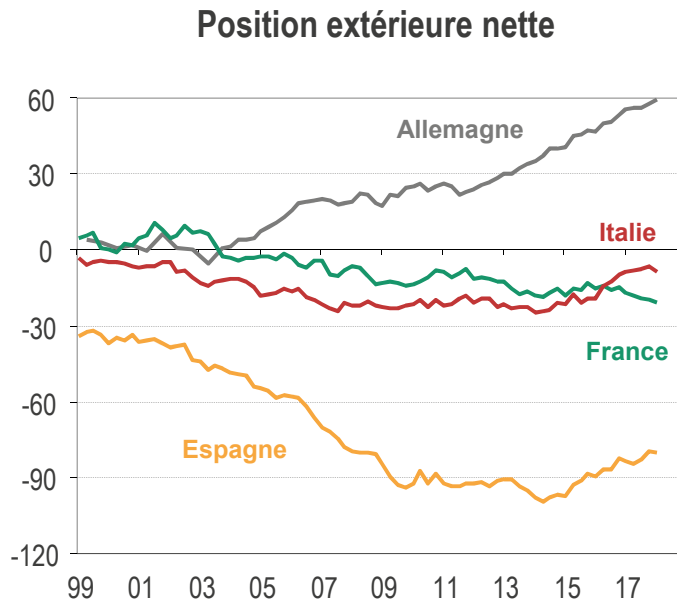


ZONE EURO

La position extérieure nette de l'Espagne est beaucoup plus dégradée que celle de l'Italie

Positions extérieures brutes et nettes

(encours, % du PIB du pays)

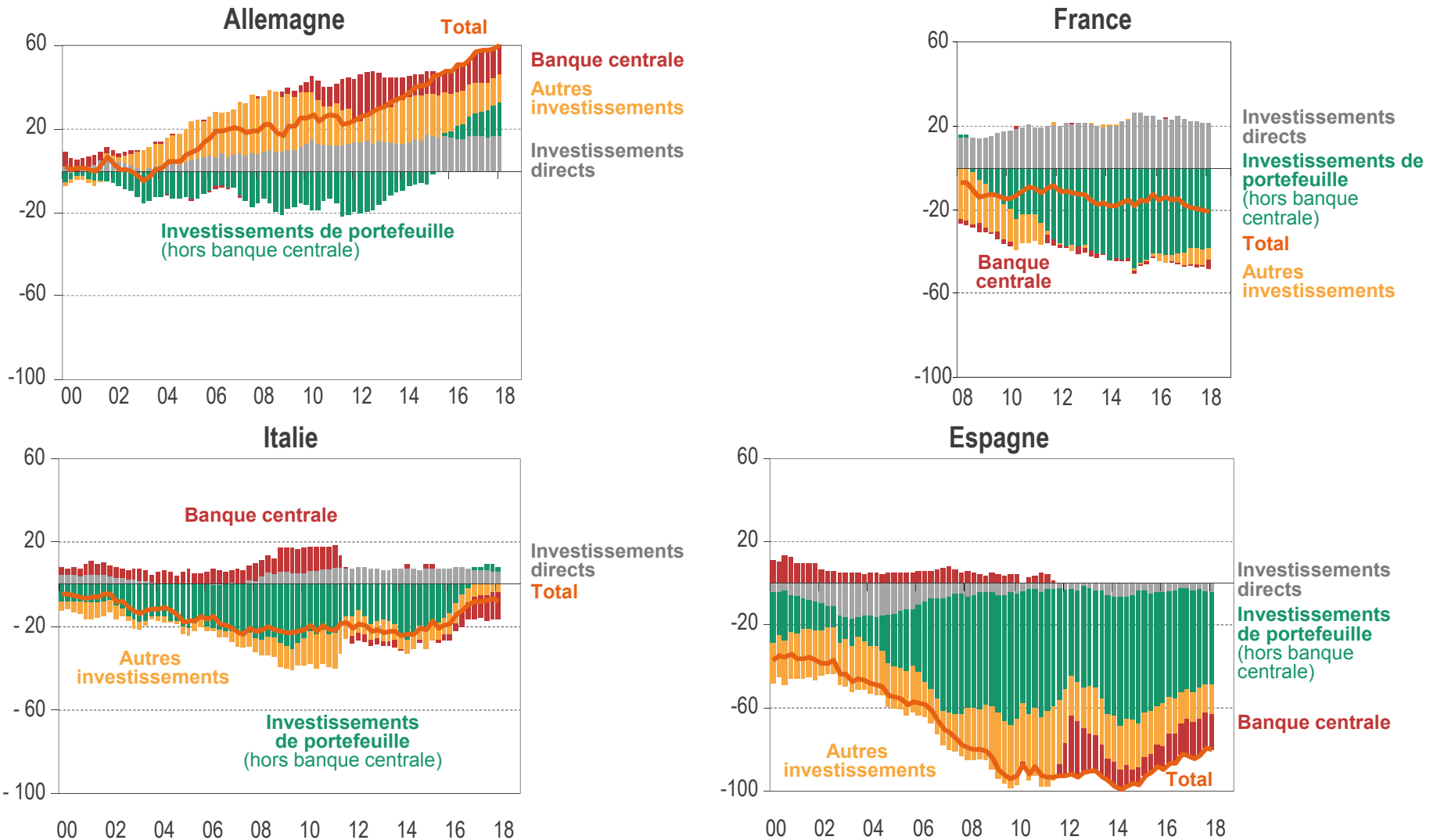


ZONE EURO

L'Espagne a jusqu'ici réussi à financer cette position débitrice en vendant des titres de dette au reste du monde

Positions extérieures nettes

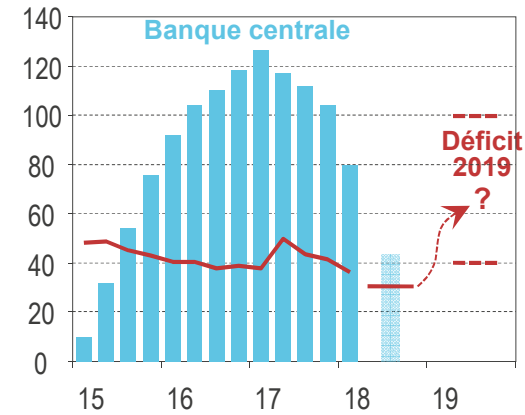
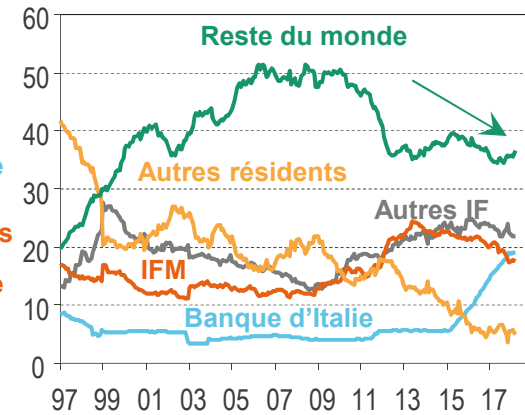
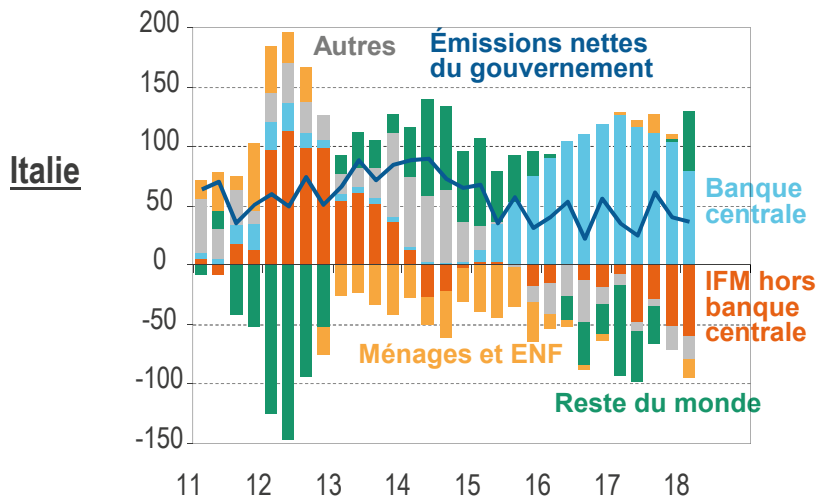
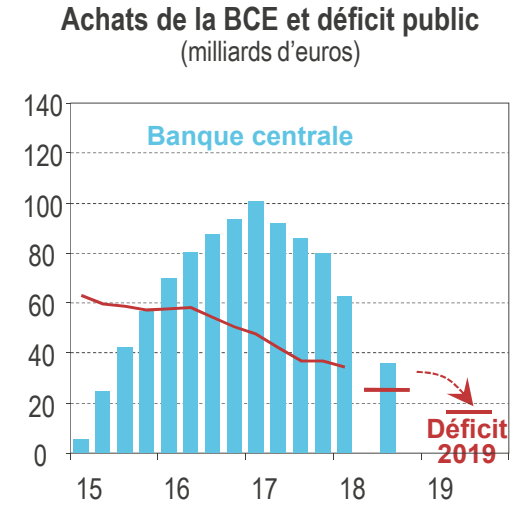
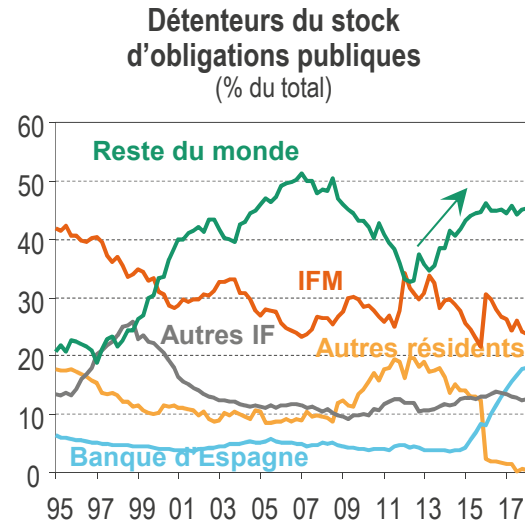
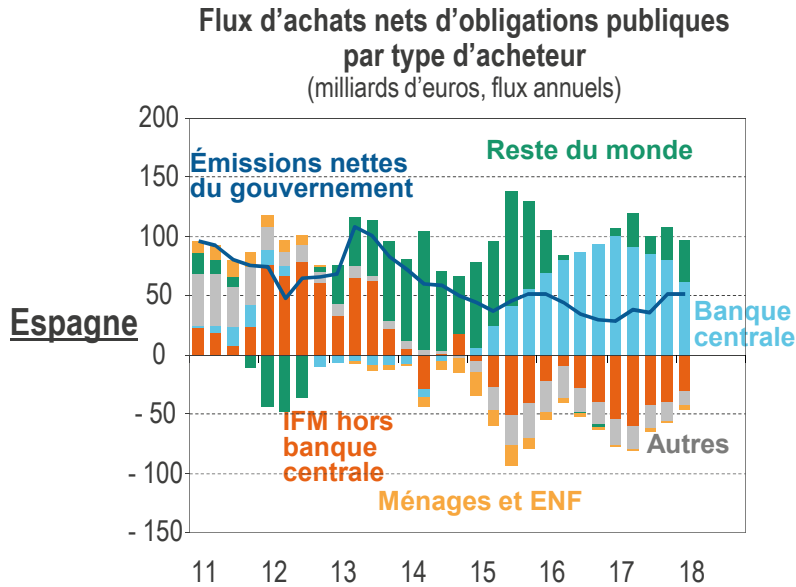
(Stocks, % du PIB du pays)



ZONE EURO

Contrairement à l'Italie, la part du reste du monde dans la détention de titres espagnols est sensiblement remontée

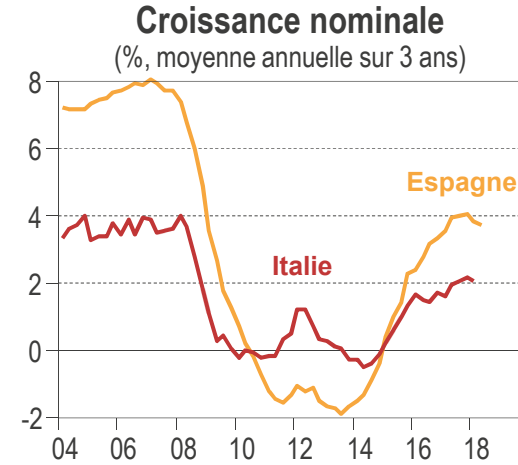
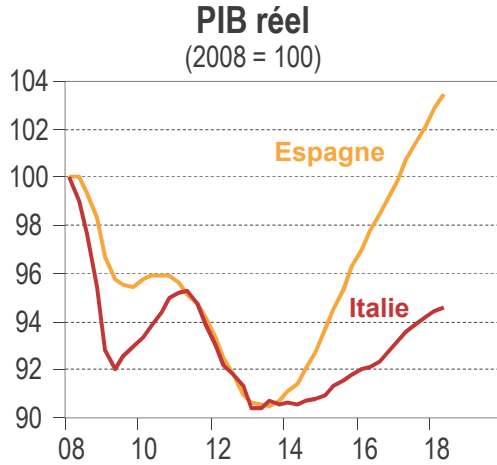
A qui les banques centrales achètent-elles les titres publics ?



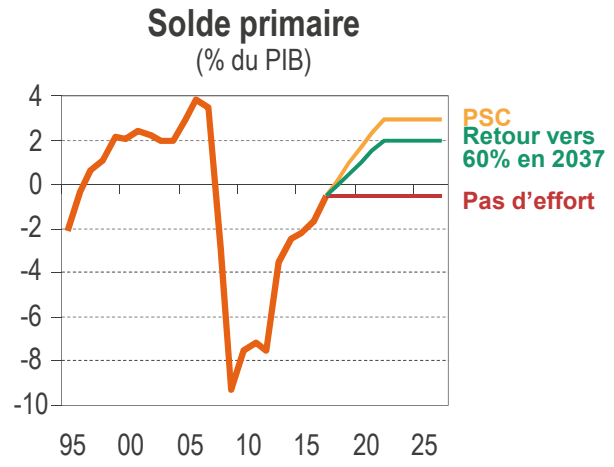
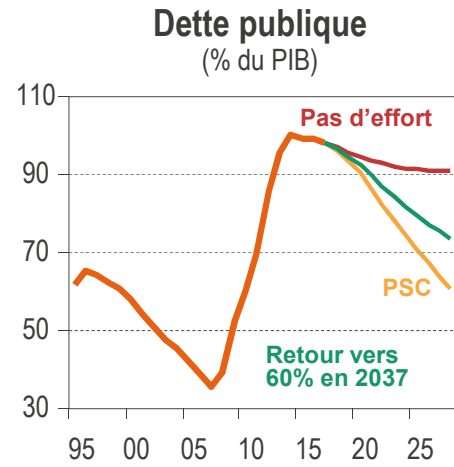
ZONE EURO

Pour maintenir l'attrait de ses titres de dette, l'Espagne doit préserver le dynamisme de son économie et maintenir sa dette publique sur une trajectoire soutenable

Trajectoires d'endettement public



Espagne





6

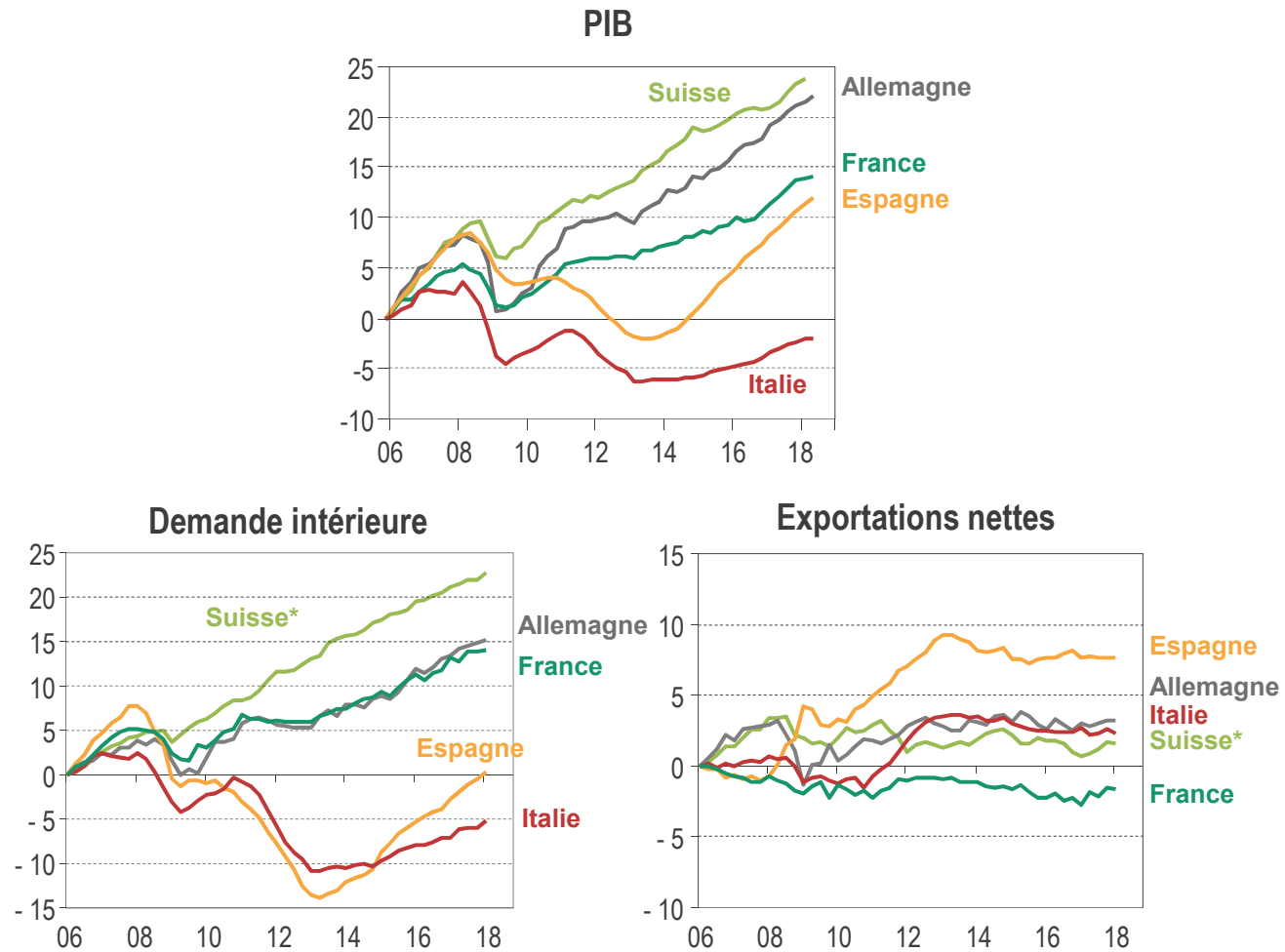
SUISSE
Croissance et spécialisation

SUISSE

Mise en perspective, la croissance de la Suisse a été plutôt forte

Contributions cumulées à la croissance du PIB

(%, cumul depuis 2006)



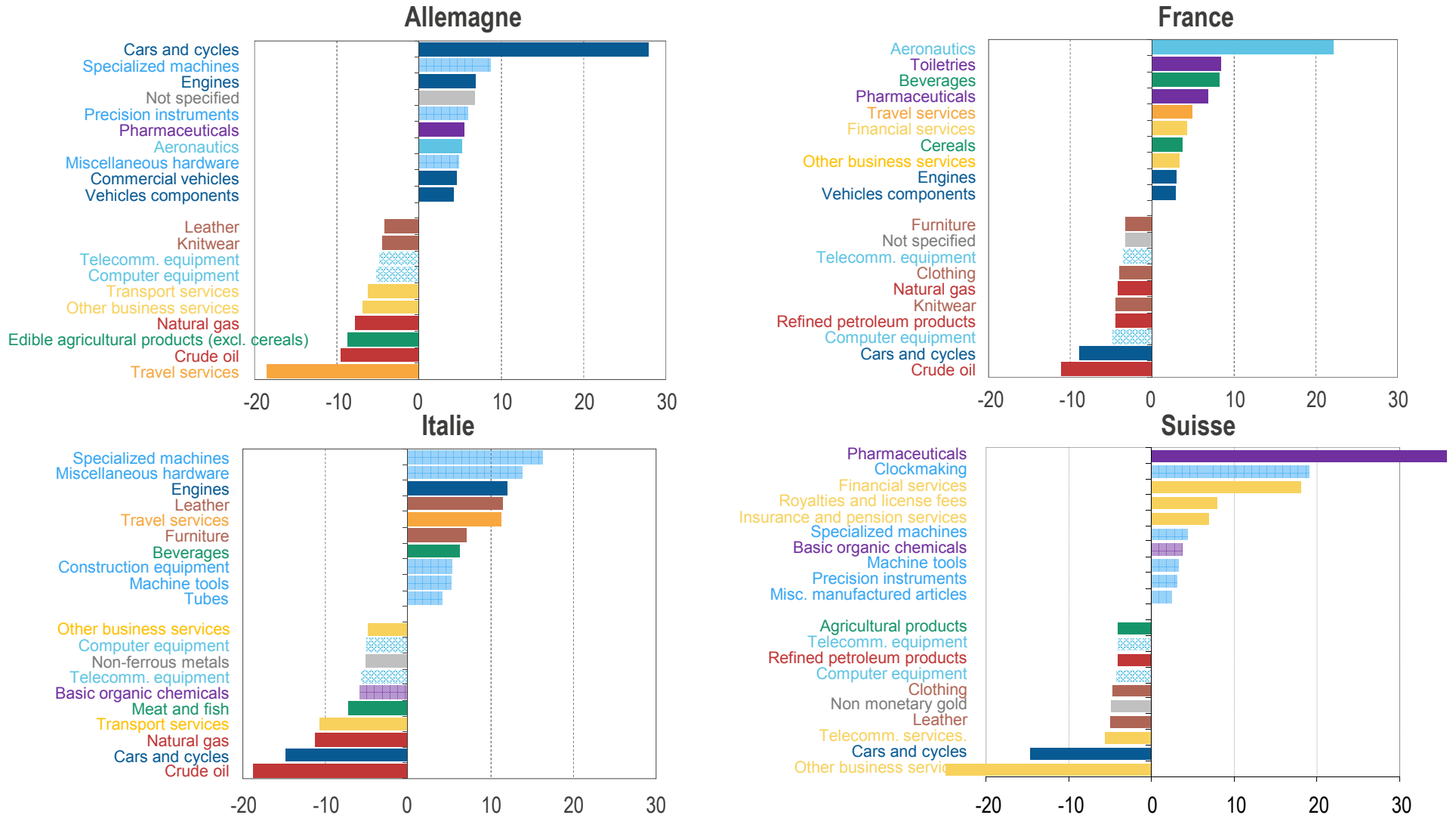
(*) les variations de stocks ont été retirées de la demande intérieure et ajoutées aux exportations nettes

SUISSE

La structure du commerce extérieur fait apparaître une très forte spécialisation de la Suisse

Top 10 des avantages et désavantages comparatifs

(contribution au solde commercial, en millièmes du total des échanges, 2016)



Important Disclosure

Ce document est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE. Candriam précise que l'information n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales promouvant l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds. Ces documents sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.

Informations spécifiques à l'intention des investisseurs suisses : le représentant désigné et agent payeur en Suisse est RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich. Le prospectus, le document d'information clé pour l'investisseur, les statuts et le règlement de gestion, ainsi que les rapports annuels et semestriels, tous en format papier, sont disponibles gratuitement auprès du représentant et agent payeur en Suisse.

