

TRIMESTRIEL ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

02/06/2016

It's the politics, stupid

RECHERCHE ECONOMIQUE

Responsable Recherche Economique

Sylvain Broyer +49 699 7153 357
sylvain.broyer@de.natixis.com

Adjointe au Responsable de la Recherche Economique

Cristina Peicuti +33 1 58 55 30 18
cristina.peicuti@natixis.com

Etats-Unis

Thomas Julien +1 212 891 6219
thomas.julien@us.natixis.com

Zone Euro

Jésus Castillo +33 1 58 55 99 90
jesus.castillo@natixis.com
Johannes Gareis +49 699 715 3354
johannes.gareis@de.natixis.com
Véronique Janod +33 1 58 55 34 28
veronique.janod@natixis.com
Alan Lemangnen +33 1 58 55 61 63
alan.lemangnen@natixis.com

Japon

Kohei Iwahara 852 3900 8564
kohei.iwahara@ap.natixis.com

Royaume-Uni

Sylwia Hubar +33 1 58 55 35 59
sylwia.hubar@natixis.com

Qu'on le veuille ou non le risque politique s'invite dans nos scénarios de croissance pour le restant de l'année 2016 et en 2017. Cette note traite des principaux facteurs de risques (Brexit, élections aux Etats-Unis et en Europe...) et de leur impact potentiel sur la croissance.

Points clés du scénario :

- **États-Unis : une nouvelle hausse des taux cet été ?** La croissance a de nouveau freiné au T1 mais ce ralentissement est largement perçu comme temporaire. Les statistiques disponibles présagent déjà d'une accélération du PIB sur le T2. En conséquence, et avec une amélioration de l'environnement externe, la Fed semble préparer les marchés à un nouveau tour de vis monétaire. L'attention devrait également se porter sur les élections présidentielles qui opposeront Hillary Clinton et Donald Trump. Avec des implications radicalement opposées suivant le résultat des élections, une hausse de l'incertitude politique est à prévoir.
- **Zone Euro : le risque politique est-il susceptible de menacer la croissance ?** L'accroissement de l'incertitude politique depuis 2015 semble n'avoir eu qu'un effet cantonné aux marchés. Ainsi prévoyons-nous une croissance stable en 2016 par rapport à 2015 (+1,5%). En revanche, pour 2017, le déplacement du risque politique des périphéries vers les pays core pourrait avoir un impact plus important sur l'activité économique (+1,4% de croissance prévu avec un risque baissier).
- **Japon : les perspectives conjoncturelles sont plutôt ternes, alors que la progression des salaires est décevante et que le ralentissement de la croissance en Asie est susceptible de peser sur l'investissement des entreprises.** Pour permettre à la BoJ de conserver ses faibles marges de manœuvre, le gouvernement devrait prendre l'initiative d'une relance budgétaire. Sauf nouvelle appréciation du yen, la politique monétaire devrait rester inchangée.
- **Royaume Uni : La conjoncture mondiale défavorable, l'austérité budgétaire et le risque de Brexit pèseront sur l'investissement domestique et étranger.** Les électeurs britanniques, même indécis, feront le choix rationnel du connu plutôt que de l'inconnu le jour du referendum, ce dernier étant susceptible de s'avérer trop coûteux et risqué pour l'économie et la population. Le rebond de la confiance suivant le Breain assurera un regain de dynamisme à l'économie du Royaume-Uni au second semestre 2016. Toutefois, la BoE devrait maintenir le statu quo au moins jusqu'à début 2017, en quête de signes d'amélioration durable de la productivité et des salaires.

Sommaire

Edito : La politique, pour le meilleur et pour le pire	3
Tableau synthétique	4
1. États-Unis : Trumpmania contre Clintonomics	5
Prévisions macroéconomiques et financières : États-Unis	13
2. Zone euro : le risque politique affecte les marchés, pas (encore ?) la croissance	14
Prévisions macroéconomiques et financières : Zone euro	23
3. Japon : vers une réponse politique coordonnée ?	24
Prévisions macroéconomiques et financières : Japon	30
4. Royaume-Uni : devrions-nous rester ou dire au revoir ?	31
Prévisions macroéconomiques et financières : Royaume-Uni	37
5. Prévisions économiques et financières	38
6. Graphiques : G4	39
7. Contacts	51

Edito : La politique, pour le meilleur et pour le pire

Dans notre dernière note trimestrielle nous avons pris le parti de voir le verre à moitié plein, jugeant que la réaction des marchés du début d'année était disproportionnée par rapport à l'état des fondamentaux des économies du G7. Depuis, l'environnement de croissance mondiale et financier s'est indéniablement stabilisé, avec une amélioration des conditions financières (rebond des indices boursiers : S&P 500, Eurostoxx, CAC 40,...), la dissipation des craintes vis-à-vis de l'économie Chinoise et la remontée des cours du pétrole.

Cette stabilisation a permis d'éviter la catastrophe. Les économies développées ont ainsi pu dégager des rythmes de croissance positifs dans l'ensemble avec néanmoins des tendances disparates : la zone euro, tirée par les quatre grands (Allemagne, France, Italie et Espagne) affiche une bonne performance d'ensemble, avec une progression du PIB de 0,5% sur le T1 2016, en nette accélération par rapport au T4 2015. Autre surprise positive au Japon où la demande intérieure a permis au pays d'éviter une récession technique et de dégager une croissance de 0,4% T/T. En parallèle, la croissance a de nouveau ralenti aux Etats-Unis avec une hausse de 0,2% T/T (en rythme non annualisé) et au Royaume-Uni, avec une progression du PIB de 0,4% T/T.

Pour autant, nous n'attendons pas de rupture de tendance. L'accélération de la croissance au sein de la zone euro est en partie attribuable à des facteurs temporaires qui devraient s'effacer sur le T2. Au contraire, aux Etats-Unis un redressement de l'activité est déjà perceptible dans les statistiques disponibles et le rebond des prix du pétrole devrait être bénéfique à moyen terme. Au Japon, nous estimons que la tendance reste anémique tandis que le Royaume-Uni continuera de souffrir des incertitudes entourant le risque de Brexit. Au total, la dynamique d'ensemble des principales économies du G7 restera modeste et nos attentes tablent toujours sur un rythme de croissance proche de celui de l'an passé.

On peut dès lors se demander ce qui pourrait venir bousculer cet équilibre ? A priori pas les politiques monétaires qui paraissent de plus en plus en contraintes : la BCE et la BoJ qui hésitent à baisser davantage les taux en territoire négatif, la BOE et la BoC en position de *statu quo* prolongé tandis que la Fed, à contrecourant, peine à normaliser ses taux directeurs.

La réponse à cette question pourrait bien se trouver du côté de la politique. Qu'on le veuille ou non, le risque politique sera très présent sur nos horizons de prévisions. En premier lieu, le Brexit, boîte de pandore que les marchés ne souhaitent pas voir s'ouvrir. Même si la perception de ce risque est aujourd'hui plus faible, l'environnement des affaires souffrira de cette incertitude jusqu'à la date fatidique du 23 juin. Dans la zone euro, le risque politique, qui apparaît comme une fonction retardée du cycle économique, se déplace de la périphérie vers le cœur. Il trouble déjà les marchés des dettes souveraines et pourrait alimenter une crise de confiance durable. Aux Etats-Unis, en plein contexte électoral, il ne faut pas négliger le poids que les incertitudes politiques ou bien l'adoption de mesures extrêmes pourraient avoir sur la croissance.

Heureusement, tout n'est pas négatif. Il faut souligner la possibilité d'avoir un nouveau stimulus budgétaire au Japon avec un report dans le temps de la hausse de la TVA qui est actuellement prévue pour avril 2017. L'accord de l'Eurogroupe sur la Grèce nous paraît également positif, même s'il ne résout pas les problèmes fondamentaux du pays. Un vote contre la sortie du Royaume-Uni de l'UE serait également un facteur positif pour la croissance du pays en deuxième partie d'année. Une hausse des dépenses en infrastructure, une réforme de la fiscalité seraient également bienvenues aux Etats-Unis.

Il faudra donc garder un œil attentif sur le risque politique en 2016 et 2017, pour le meilleur et pour le pire !

Thomas JULIEN

Tableau synthétique

	Principales positions	Principales évolutions	Principaux aléas
États-Unis	- Croissance toujours légèrement supérieure au potentiel en 2016 et 2017. - La consommation reste le principal moteur, soutenue par la reprise de l'emploi et une légère accélération des salaires. - Reprise progressive de l'investissement résidentiel tirée par le marché de la location. - Fed : deux hausses des taux attendues cette année.	- Ralentissement temporaire de la croissance au T1 2016 qui sera suivi d'une accélération de l'activité au T2, comme le suggèrent déjà les chiffres des ventes au détail du mois d'avril. - Poursuite de l'amélioration des conditions sur le marché du travail. - La situation des secteurs minier et manufacturier se stabilise. - La Fed et ses membres préparent le marché pour une nouvelle hausse des taux cet été (juin/juillet).	- Risque globalement baissier avec de nombreuses incertitudes externes : Chine, Europe, Brexit, prix du pétrole... - La hausse des taux Fed Funds crée un risque d'appréciation du dollar qui pourrait peser sur les exportations nettes et l'inflation sous-jacente. - Hausse du risque politique à l'approche des élections. - La poursuite d'une reprise plus forte du marché du travail avec en corollaire un risque à la hausse sur la dynamique des salaires.
Zone euro	- Soutenue par la faiblesse de l'inflation et l'amélioration des conditions sur les différents marchés du travail, la consommation privée reste le principal moteur de la reprise en 2016. Elle devrait toutefois ralentir en 2017 avec l'accélération de l'inflation. - L'atténuation de la fragmentation financière et l'amélioration des conditions de financement soutiennent l'investissement. - L'inflation devrait progressivement s'accroître au second semestre 2016 à la faveur des effets de base favorables et du rebond attendu des prix du pétrole. - Lors des prochains mois, en l'absence de nouveaux chocs, la BCE privilégiera le statut quo tout en conservant un biais accommodant	- A +0,5% T/T, la croissance de la zone euro s'est fortement accélérée au premier trimestre de 2016. Les conditions météorologiques relativement douces ont soutenu l'activité dans le secteur de la construction. - La dégradation des principaux indicateurs de confiance observée depuis début 2016 marque une pause. - Forte amélioration des conditions du marché du travail, le taux de chômage étant en mars au plus bas depuis août 2011. - La BCE a augmenté de 60 MdEUR à 80 MdEUR le volume de ses achats mensuels dans le cadre de son QE, a élargi ce dernier aux obligations de société et a abaissé le taux de dépôt de 10 points de base à -0,4%.	- Les risques politiques dans la zone euro pourraient peser sur l'investissement et la consommation, et de fait sur la croissance. - Ralentissement plus fort que prévu de la croissance en Chine et dans les autres pays émergents. - Resserrement de la politique monétaire américaine plus rapide qu'anticipé
Japon	- Faiblesse persistante de la consommation privée en raison de la progression décevante des salaires. - Faiblesse des exportations japonaises alors que le pays se spécialise dans les biens d'équipement. - Le ralentissement de la demande et la contraction des marges des entreprises augurent d'une faible reprise de l'investissement productif. - L'écart de production étant fortement négatif et le Yen s'appréciant, l'inflation devrait lentement accélérer. - Le gouvernement devrait réagir par une politique de relance. A moins d'une nouvelle appréciation du yen, la politique monétaire devrait rester inchangée.	- A +0,4% T/T, la croissance du T1 2016 a été plus forte que prévu, soutenue par les effets liés à l'année bissextile - Touchée par le tremblement de terre d'avril, la production a repris début mai dans la plupart des entreprises de Kumamoto. - L'inflation reste faible, avec une inflation sous-jacente tombée à -0,3% en GA en mars 2016. - Après l'adoption de taux d'intérêt négatifs en janvier, la politique monétaire de la BoJ reste inchangée.	- Relèvement comme prévu de la taxe sur la consommation à 10% en avril 2017 - Renforcement du yen après le report du resserrement de la politique monétaire de la Fed. - Progression décevante des salaires.
Royaume-Uni	- La conjoncture mondiale défavorable, l'austérité budgétaire et le risque de Brexit continuent de plomber l'activité - L'incertitude liée au Brexit restreint de plus en plus l'investissement privé - L'accélération progressive de l'inflation et les effets de richesse moins certains pèsent sur la consommation britannique - Après la victoire du <i>Remain</i> (pour rester dans l'UE) : - Le rebond de la confiance, l'amélioration de l'accès au financement et la faiblesse des coûts de financement soutiennent l'investissement des entreprises - L'utilisation plus efficace des ressources de plus en plus rares accroît la productivité et les salaires - Normalisation progressive de la politique monétaire à partir de février 2017	- L'incertitude liée au Brexit a commencé à peser sur l'activité domestique. Le PIB du T1 a ralenti à 0,4% T/T contre 0,6% au T4. - L'inflation générale est remontée au début 2016 pour se situer en moyenne à 0,3%, en hausse par rapport à 0% en 2015 ; l'inflation sous-jacente a accéléré à 1,3% sur les premiers mois de 2016 contre 1,1% en 2015. - Depuis février 2016, les membres du CPM ont voté à l'unanimité en faveur du statu quo. - Le déficit courant s'est creusé à -5,2% du PIB en 2015, contre -5% en 2014, mais principalement en raison d'une diminution des revenus d'investissements britanniques à l'étranger.	- Victoire du vote en faveur d'une sortie du Royaume-Uni de l'UE, suivie de turbulences politiques, d'une volatilité des marchés, de sorties de capitaux, de pénuries de liquidités, d'un arrêt des investissements, d'une réduction de la consommation privée, d'un creusement du déficit budgétaire et à terme d'une délocalisation de certaines entreprises vers la zone euro. - L'austérité budgétaire et les turbulences mondiales dépriment considérablement l'activité économique. - Une pénurie prolongée de compétences réduit les perspectives de rebond de la productivité. - Rapide accélération de l'inflation déprimant la croissance. - Resserrement monétaire prématuré freinant l'activité économique.

1. États-Unis : Trumpmania contre Clintonomics

Résumé : Alors que nous souhaitons consacrer cette note aux élections et plus généralement à la politique fiscale, nous ne pouvons faire l'impasse sur l'évolution récente des anticipations de politique monétaire. Cet aspect du *policy mix* continu de dominer le paysage de la politique économique des États-Unis (avec une nouvelle hausse des taux attendue cet été) et devrait également avoir des conséquences pour l'économie mondiale (évolution des taux de change, coût de la dette en dollar...). Pourtant, nous faisons le constat que les politiques monétaires, celle de la Fed ne faisant pas exception, sont aujourd'hui plus contraintes : moindre efficacité marginale des nouvelles mesures non conventionnelles d'assouplissement et faible capacité à normaliser la politique de taux. En conséquence, le devenir du *policy mix* pourrait bien se trouver du côté de la politique fiscale, d'autant plus qu'auront lieu les élections présidentielles en novembre 2016. Tout l'enjeu est de savoir si le nouveau président pourra rompre avec la situation de statu quo qui prévaut depuis plusieurs années, pour le meilleur ou pour le pire. Dans le meilleur des cas, la politique budgétaire pourrait soutenir la croissance aussi bien sur le court que sur le long terme. Mais il ne faut pas négliger l'impact négatif que pourrait avoir une hausse de l'incertitude politique sur l'environnement des affaires. C'est pourquoi dans cette note nous analysons les programmes des candidats et tentons d'évaluer les impacts potentiels qu'ils pourraient avoir sur l'économie.

Positionnement : nous prévoyons une croissance légèrement supérieure au potentiel sur notre horizon de prévision : +1,9% en 2016 et +2,3% en 2017. Comparativement au *Consensus Forecasts* du mois de mai, ces prévisions sont désormais consensuelles pour 2016 (alors qu'elles étaient pessimistes auparavant).

Tableau 1 : Principaux aléas

Haussiers

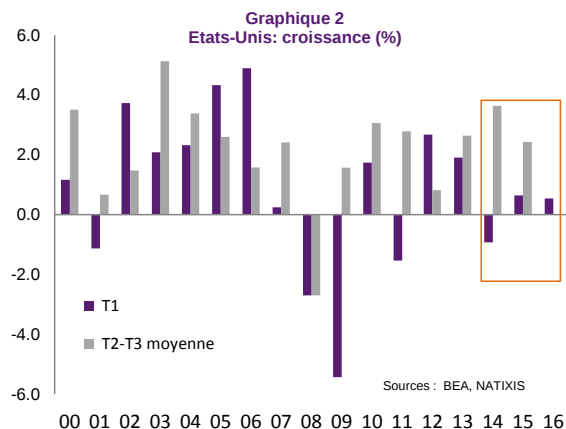
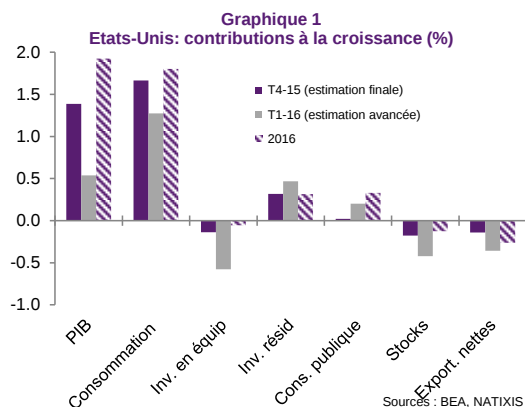
- Accélération des salaires et plus forte progression de la consommation des ménages
- Reprise plus forte de la demande de biens immobiliers et du secteur de la construction

Baissiers

- Détérioration des conditions de financement
- Forte appréciation du dollar
- Hausse de l'incertitude politique à l'approche des élections

Ralentissement de la croissance au T1 16 : la malédiction frappe encore

Au T1 2016 la croissance américaine a de nouveau ralenti, passant de 1,4% T/T en ra à 0,8% (**graphique 1**). Ce ralentissement est imputable à une moindre progression de la consommation qui s'explique en grande partie par une contraction des ventes de voitures sur le trimestre. La consommation de bien non-durables et de services a accéléré ou s'est stabilisée. Autre facteur explicatif, la forte contraction de l'investissement en structures et en équipement. En cause, les difficultés du secteur minier avec une baisse du nombre de puits de forage avec également des effets secondaires sur l'investissement en équipement (dans le secteur ferroviaire notamment). Une partie de la contraction s'explique aussi par une baisse de l'investissement dans le secteur aéronautique (composante volatile), dans l'industrie automobile et dans la communication. La moindre variation des stocks a également pesé sur la croissance de même que l'effondrement des exportations.



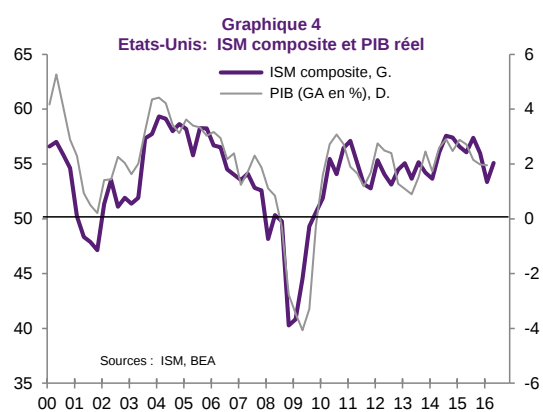
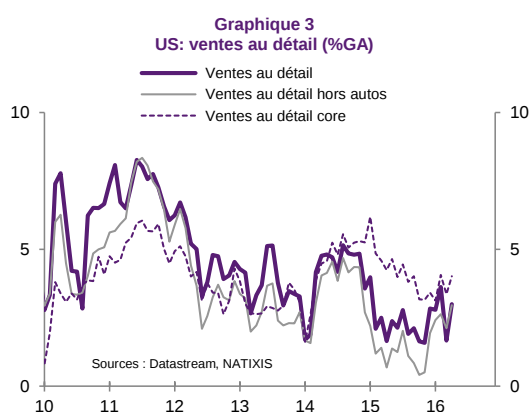
Une fois de plus ce ralentissement devrait être temporaire.

Le ralentissement de la croissance sur le premier trimestre est devenu une constante ces dernières années (**graphique 2**). Il s'expliquait avant tout par les conditions météorologiques défavorables en 2014 et 2015 mais semble être ici attribuable à une série de causes transitoires : les ventes de voitures se redressent déjà sur le mois d'avril, la contraction de l'investissement dans le secteur minier pourrait se modérer et la variation des stocks se stabilise.

Les statistiques disponibles suggèrent déjà un redressement de l'activité.

Les statistiques récentes présagent déjà un redressement de l'activité en début de deuxième trimestre. La dynamique du revenu disponible des ménages, portée par une croissance de l'emploi solide, devrait permettre à la consommation, le principal moteur de la croissance, d'accélérer. À la différence des deux années précédentes le rebond de la consommation est déjà palpable en début de T2, avec une forte progression (de 0,9% M/M) de la part des ventes au détail que le BEA utilise pour l'estimation du PIB (contre une stagnation en avril 2015 et une contraction en 2014, **graphique 3**).

D'un point de vue de l'offre, les enquêtes ISM et régionales suggèrent deux tendances : une stabilisation de l'activité dans le secteur manufacturier et une amélioration dans le secteur des services. Le niveau composite des enquêtes est cohérent avec une croissance du PIB de l'ordre de 2% en GA (**graphique 4**).



La Fed remet juin en jeu

Après la déception sur les chiffres de l'emploi sur le mois d'avril, l'ensemble du marché tablait sur un nouveau décalage dans le temps de la prochaine hausse des taux avec à peine une hausse des taux *priced* sur l'ensemble de l'année 2016 (estimation basée sur les contrats futurs des Fed Funds). Suivant la moindre progression des NFP en avril nous avons également revu nos attentes de prochain resserrement monétaire de juin à juillet, pensant que la Fed ne disposait plus de suffisamment de temps pour préparer les marchés¹.

¹ Voir notre SR : **Etats-Unis: du changement dans notre scénario Fed**

Toutefois, la publication des Minutes de la réunion des 26 et 27 avril a créé la surprise : la plupart (*most*) des membres se sont déclarés prêts à augmenter les taux en juin (avec une référence calendaire explicite) si les conditions économiques le permettent. Par ailleurs, les membres paraissaient moins inquiets sur les perspectives inflationnistes avec une description positive du marché du travail (proche du plein emploi) et des conditions globales et financières en amélioration.

Conséquence directe, la probabilité de hausse des taux a fortement rebondi, passant de 4% début mai à près de 30% (**graphique 5**) pour la réunion de juin. Autre signal important, les derniers discours des membres de la Fed indiquent que la Fed tente de préparer les marchés à un nouveau resserrement monétaire (**tableau 1**).

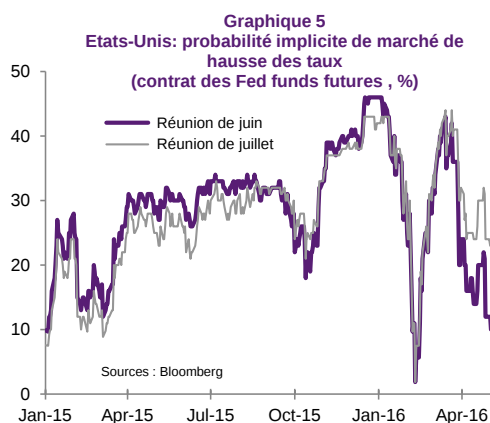


Tableau 1
Discours récents des membres de la Fed

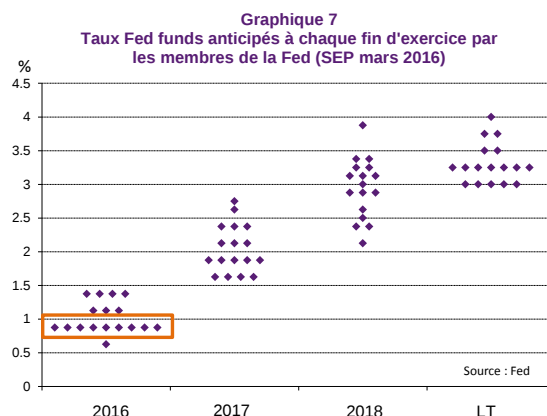
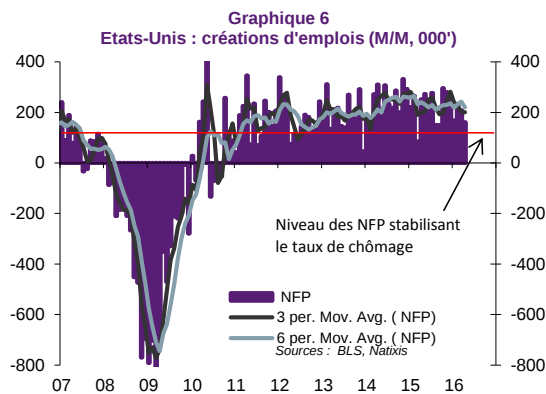
	Date	Position
Dudley	19 mai	Une hausse des taux en juin/juillet paraît raisonnable
Lockhart	17 mai	2-3 hausses des taux envisageables cette année
Williams	17 mai	Un rythme de resserrement graduel équivaut à 2-3 hausses cette année et 3-4 en 2017
Kaplan	17 mai	Une hausse des taux pourrait se justifier dans un futur proche
Rosengren	12 mai	Maintenir les taux trop bas pose des risques
Geroge	12 mai	Le niveau actuel des taux est trop bas eu égard des conditions économiques

Quelles conditions pour avoir une hausse des taux en juin ?

Pour autant, la possibilité pour la Fed d'augmenter les taux en juin reste conditionnelle à un certain nombre de facteurs : le discours de J. Yellen le 6 juin devra confirmer l'imminence du resserrement, le rapport sur l'emploi du mois de mai devra montrer une stabilisation du rythme des embauches² (**graphique 6**) et il faudra que les conditions extérieurs (le Brexit en particulier) ne génèrent pas de hausse de la volatilité sur les marchés. De plus, le *news flow* devra rester favorable à l'idée que la croissance se renforce au T2. Autre facteur important, il faudra que le *pricing* de marché intègre en partie (comme ce fut le cas en décembre) la nouvelle hausse des taux.

Il y'a donc beaucoup d'incertitudes autour de la réunion de juin, ce qui pourrait inciter la Fed à attendre juillet avant de durcir la politique monétaire.

Ce qui paraît certain, c'est que la Fed devrait rompre avec la tendance observée ces derniers trimestres : cette fois-ci, la médiane des *dots* (les anticipations individuelles de resserrement) devrait rester stable entre 0,75% et 1%, un niveau correspondant à deux hausses des taux de 25 points de base sur l'année (**graphique 7**). Le potentiel d'ajustement se trouve donc du côté des marchés et non de la banque centrale.



² La grève de Verizon sur la côte Est pourrait peser sur le chiffre total avec près de 40 000 travailleurs en grève durant la période de référence

Focus élections américaines : du rire aux larmes ?

À court-terme, il paraît évident que la politique monétaire continuera de capter le centre de l'attention. Toutefois, on peut s'attendre à ce que la politique fiscale redevienne un centre d'intérêt après plusieurs années d'effacement. D'une part, la politique monétaire semble contrainte et d'autre part il y'a un appétit croissant pour un changement, parfois radical, des politiques économiques. Depuis les élections de 2012, la tendance à la polarisation politique s'est accentuée et se reflète actuellement dans la percée de candidats *outsiders* au cours de la primaire : D. Trump côté Républicain et B. Sanders côté Démocrate. Si le premier est assuré de remporter la primaire Républicaine lors de la convention de Juillet (avec déjà 1239 délégués sur les 1237 nécessaires pour obtenir la majorité), H. Clinton devrait remporter la primaire démocrate (avec 2309 délégués sur 2383 nécessaires). La proximité avec les élections réduit sérieusement la possibilité de voir apparaître un candidat indépendant pour qui le timing paraît trop serré pour apparaître sur les bulletins de vote dans tous les états. **En conséquence, un duel Clinton contre Trump est le scénario le plus vraisemblable.**

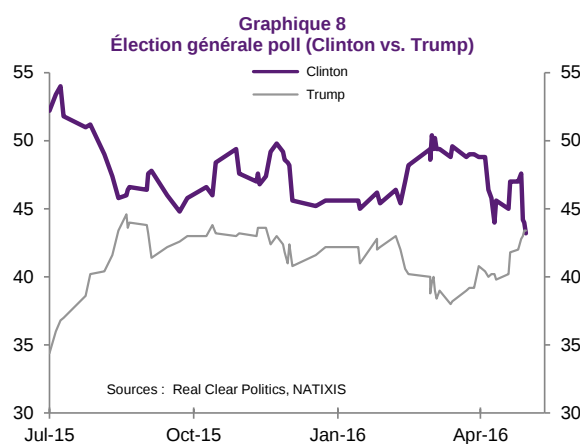
Le match Clinton vs. Trump est loin d'être gagné

Si au début de la campagne électorale la candidature de D. Trump paraissait fantasque tandis que les sondages donnaient à H. Clinton un large avantage, ce n'est plus le cas aujourd'hui. L'écart entre les deux candidats a eu tendance à se réduire avec une prédisposition à l'égalisation des intentions de vote (**graphique 8**).

Le Congrès pourrait se trouver de nouveau divisé

Le résultat des élections du Congrès seront également importantes pour déterminer la capacité du nouveau président à adopter de nouvelles politiques. Cette possibilité sera non seulement une fonction du poids de chaque parti dans chacune des chambres du Congrès mais également de la volonté de ce dernier de travailler avec le nouveau président. En cas de victoire de D. Trump, il n'est pas garanti que le Congrès (même contrôlé par les Républicains) approuve toutes les politiques proposées lors de la campagne.

Les sondages disponibles laissent penser que les Républicains disposent d'un avantage dans la chambre des Représentants et les Démocrates au Sénat. Dans les deux cas de figure, la chambre basse devrait rester aux mains des Républicains. En revanche, 70% des 34 sièges en jeu au Sénat (seule un tiers de la chambre sera renouvelée) sont actuellement détenus par les Républicains, ce qui confère un avantage aux Démocrates qui devraient reprendre le contrôle de la chambre haute (**tableau 2**) en cas de victoire du camp Clinton et réduire le nombre de sièges Républicains en cas de victoire de D. Trump.

**Tableau 2**
Elections du Congrès
Sénat

Majorité: 51	Démocrates	Républicains
Répartition actuelle	46*	54
Sièges en jeu	10	24
Sièges solides	8	17
Sièges incertains	2	7

Source: cookpolitical

* dont 2 sièges indépendants

Chambre des Représentants

Majorité: 218	Démocrates	Républicains
Répartition actuelle	188	246
Sièges solides	182	217
Sièges probables	3	15
Sièges incertains	3	15

Source: cookpolitical

Au total, la probabilité que le Congrès reste divisé est forte. Cela impliquerait une poursuite de l'opposition entre les deux partis qui devrait contraindre la capacité du nouveau président à mettre en place des réformes d'ampleur.

Il ne faut pas sous-estimer le pouvoir de la maison blanche

Il ne faut pas non plus négliger la capacité du nouveau président à agir dans les champs de la politique qui ne nécessitent pas l'accord du Congrès. En particulier, le président pourrait prendre d'importantes décisions sur le commerce extérieur sans faire appel aux législateurs (supprimer l'ALENA par exemple). L'exécutif pourrait aussi prendre des décisions sur la politique migratoire et la politique énergétique de manière indépendante.

La substantifique moelle des deux programmes

En mettant de côté la question de la répartition du pouvoir au Congrès, nous analysons d'un point de vue synthétique les programmes des deux candidats potentiels à la maison blanche (résumés dans le [tableau 3](#)).

« If I want to knock a story off the front page, I just change my hairstyle »

Le programme du camp Clinton est axé autour de propositions qui s'inscrivent dans la continuité directe de la politique menée ou envisagée par la maison blanche ces sept dernières années. Le programme prévoit une hausse des dépenses publiques en infrastructures (275Mds sur 5 ans, soit 0,3pt de croissance par an si lissé sur la période) et dans les programmes sociaux (assistance publique, éducation...) financée par une plus forte pression fiscale sur les hauts revenus ([tableaux 4 et 5](#)).

Cette plus forte progressivité de l'impôt passerait par la mise en place d'une surtaxe de 4% sur les revenus de plus de 5 millions de \$ et un taux minimum de taxation de 30% pour les revenus de plus d'un million (*Buffett Rule*), une hausse des taxes sur la détention d'actifs à court-terme et la fermeture de certaines niches fiscales. La fiscalité sur les successions serait également durcie, avec une baisse du seuil d'exclusion (de 5,45 à 3,5 Millions) qui sera désindexé de l'inflation avec en parallèle une hausse du taux marginal de taxation de 40 à 45%. La candidate aurait également en vue de réduire les impôts pour les classes moyennes sans mesure chiffrée pour le moment.

Aucun changement substantiel n'est prévu pour le système de taxation des entreprises qui restera international. Une série de propositions vise à empêcher la pratique des *tax inversions* tandis qu'une taxe serait imposée sur les activités de trading à haute fréquence. Le programme prévoit d'imposer une nouvelle taxe pondérée du risque sur les banques de taille systémique (SIFIs). Les propositions de fermeture de niches fiscales se limitent au secteur des énergies fossiles. En parallèle, de nouveaux crédits d'impôts seront proposés aux petites entreprises et aux entreprises qui embauchent des apprentis et investissent dans des secteurs sinistrés. La candidate démocrate propose une hausse du salaire minimum Fédéral de 7,25\$ actuellement à 12\$, sur une durée de 5 ans entre 2017 et 2021 (soit une hausse de 11% en moyenne par an).

La réforme de la santé et l'implémentation de la réglementation bancaire seraient largement préservées. La candidate ne propose pas de changement dans l'encadrement de la conduite de la politique monétaire et J. Yellen (si elle le souhaite) sera probablement reconfirmée début 2018 (son mandat expire le 3 février 2018).

Impact potentiel: hausse de la pression fiscale pour les hauts revenus, plus forte progressivité de l'impôt, légère hausse des déficits publics accompagnés d'une hausse des dépenses en infrastructures et des programmes sociaux. La hausse du salaire minimum devrait soutenir l'inflation et pourrait avoir une influence sur la politique monétaire. Pas de rupture avec la politique du précédent gouvernement.

Tableau 3
Principales propositions des candidats

	Donald Trump	Hillary Clinton
Impôts sur les particuliers	- Refonte de l'impôt sur le revenu avec la création de nouvelles tranches (10%, 20% et 25%) - Limiter la valeur des seuils d'exclusion et de déduction - Abrogation de l'AMT - Baisse de l'impôt sur les gains en capital (0%, 10% et 20%) - Taxer certaines plus-values (les <i>carried interest</i>) comme un revenu ordinaire - Éliminer l'impôt sur les successions	- Surtaxe de 4% sur les revenus > 5mn \$ - Impôt minimum de 30% pour les contribuables dont le revenu est supérieur à 1mn \$ (Buffett rule) - Limiter la valeur des seuils d'exclusion et de déduction - Création de nouvelles tranches d'imposition basées sur la durée de détention des actifs - Taxer certaines plus-values (les <i>carried interest</i>) comme un revenu ordinaire - Réduire le seuil d'imposition pour les successions à 3.5mn \$
Impôt sur les sociétés	- Baisse du taux à 15% - Fermeture de la plupart des niches fiscales - Imposer une taxe de rapatriement sur les profits réalisés à l'étranger (payable sur 10 ans)	- Taxe sur les bénéfices non rapatriés - Fermeture des niches fiscales dans le secteur des énergies fossiles - Limiter la déduction des intérêts pour les filiales américaines des multinationales - Limiter les "tax inversions"
Salaire minimum	- Pas clair	- Augmenter le salaire minimum à 12 \$ / h
Santé	- Abroger la réforme de la santé (Obamacare) - Permettre l'achat d'assurances santé au niveau national (actuellement restreint au niveau des états)	- Maintenir la réforme de la santé - Proposer de nouvelles mesures pour contrôler le coût de la santé
Immigration	- Construction d'un mur à la frontière sud du pays - Reconduite à la frontière des immigrés clandestins (11 millions) - Restreindre les visas de travail	- Adoption d'une loi pour faciliter l'accès à la citoyenneté
Infrastructure	- Favorable à une hausse des dépenses d'infrastructure	- Hausse de l'investissement fédéral en infrastructure de 275Bn \$ au cours des cinq prochaines années - Créer une "banque" d'infrastructure de 25 milliards \$ pour les projets urgents - Favoriser les partenariats public/privé
Éducation	- Abrogation du "Common Core" visant à harmoniser les standards éducatifs	- Gratuité de l'enseignement dans les universités publiques
Politique monétaire	- Remplacer Yellen en 2018	- Pas de changement majeur
Régulation de Wall Street	- Refonte de la loi Dodd-Frank	- Préserver la loi Dodd-Frank. Imposer une prime de risque sur les grandes banques. - Création d'une taxe sur le trading à haute fréquence.
Budget	- Équilibrer les comptes publics. - "Renégocier" une partie de la dette américaine	-
Commerce extérieur	- Contre le TPP - Renégociation des accords commerciaux avec les principaux partenaires	- Contre le TPP - Dénoncer la Chine en tant que manipulatrice de son taux de change

Sources: Natixis, Tax Policy Center

"No, I am not softening my stance...but I am always flexible on issues. I am totally flexible on very, very many issues."

Le programme de D. Trump milite au contraire pour une réduction de la taille du gouvernement avec une révision en profondeur du système de taxation. Le nombre de tranches d'imposition sur le revenu des ménages passerait de sept à trois avec en parallèle une baisse des taux associés (**tableau 4**). Les revenus en capital seraient taxés à un taux maximum de 20% (**tableau 5**) et la taxe alternative minimum (AMT) serait supprimée de même que les taxes sur les successions. D'importants changements sont également prévus pour le système de taxation pour les entreprises : baisse du taux de taxation de 35% à 15%, annulation de la plupart des niches fiscales et imposition d'une taxe de rapatriement sur les profits réalisés à l'étranger (payable sur 10 ans).

Au total, cette réforme fiscale impliquerait une simplification du système de taxation avec une baisse substantielle du taux marginal de taxation, qui prise à la lettre, serait positive pour l'investissement privé.

Tableau 4
Barème d'imposition pour un individu

Tranches d'imposition (\$)	Taux en vigueur	Trump	Clinton
De	à		
0	9,275	10%	0%
9,275	25,000	15%	0%
25,000	37,650	15%	10%
37,650	50,000	25%	10%
50,000	91,150	25%	15%
91,150	150,000	28%	15%
150,000	190,150	28%	20%
190,150	413,350	33%	20%
413,350	415,050	35%	20%
415,050	5,000,000	39.6%	20%
5,000,000	and over	39.6%	43.6%

Source: IRS, Tax Foundation

Tableau 5
Taxation des gains en capital

Période de détention (années)	Taux en vigueur	Trump	Clinton
<1	43.4	*	43.4
1-2	23.8	20	43.4
2-3	23.8	20	39.8
3-4	23.8	20	35.8
4-5	23.8	20	31.8
5-6	23.8	20	27.8
>6	23.8	20	23.8

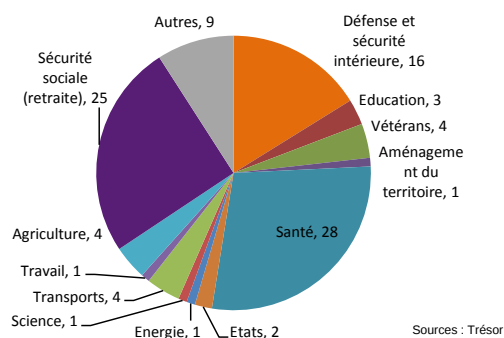
Source: Tax Policy Center * Pas d'information

Toutefois, ce programme affiche un sérieux problème de cohérence d'ensemble. Se pose en premier plan la question du financement de cette réforme fiscale, qui coûterait près de 9 500 Mds de \$ sur 10 ans (environ 4 points de PIB par an) et implique trois alternatives peu réalistes ou peu souhaitables : (1) une hausse de la dette fédérale de l'ordre de 40pts de PIB sur 10 ans (suivant les estimations du Tax Policy Center). (2) Un impact positif sur la croissance suffisamment fort : pour être cohérent avec l'objectif d'équilibrage du budget, ou bien avec une simple hypothèse de stabilité des déficits publics, il faudrait que les États-Unis dégagent une croissance réelle d'au moins 8% par an (estimation du CRFB) ! (3) Une réduction massive des dépenses publiques de 40 à 80% (selon le CRFB). Or les dépenses de la sécurité sociale (que D. Trump a prévu de laisser inchangées) et les dépenses du département de la sécurité intérieure et de la défense (qui devraient augmenter dans le cadre du programme de reconduite à la frontière) représentent déjà plus de 40% du budget fédéral (**graphique 9**).

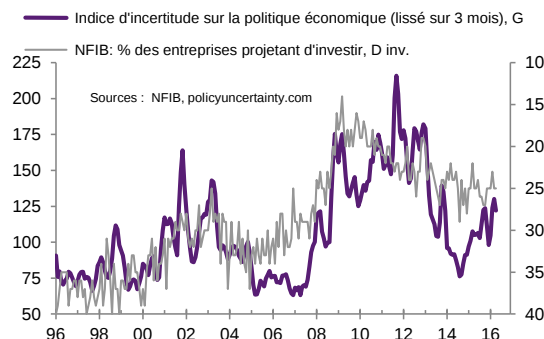
La politique migratoire proposée pourrait également peser sur la croissance potentielle en freinant la progression de la population active. Pas évident par ailleurs de déterminer l'impact sur la balance commerciale d'une renégociation des accords commerciaux. Un processus de renégociation désordonnée des accords commerciaux devrait générer de l'incertitude pour les secteurs exposés au commerce extérieur.

Impact potentiel: difficile donc de cerner les effets d'un programme qui ne paraît pas viable en l'état. Pris à la lettre, ce programme pourrait soutenir l'investissement privé via une baisse marquée de la fiscalité mais se ferait au prix de déséquilibres budgétaires trop importants et susceptibles de freiner la croissance. De plus, les propositions parfois extrêmes du candidat (renégociation de la dette publique, des accords commerciaux,...) pourraient générer de l'incertitude politique qui serait dommageable à l'environnement des affaires (**graphique 10**). Cette incertitude pourrait également concerner le retour des négociations sur le plafond de la dette en fin 2017, en cas de Congrès divisé. D. Trump ayant annoncé son intention de remplacer J. Yellen en février 2018, la politique monétaire pourrait également devenir plus incertaine.

Graphique 9
Etats-Unis: structure des dépenses fédérales (en %)



Graphique 10
Etats-Unis: incertitude sur la politique et enquête auprès des petites entreprises



Conclusion : une lueur d'espoir ?

Après une forte contraction en 2013, la contribution de la politique fiscale à la croissance est redevenue neutre voire légèrement expansionniste en 2016. En effet, l'accord sur le budget pour l'année fiscale 2016 prévoit un allègement partiel des coupes du *Sequester* implémentée en 2013. Toutefois, dans notre scénario central, la politique fiscale ne joue aucun rôle majeur. A court-terme, l'incertitude politique pourrait gagner du terrain et l'incapacité des deux partis à s'entendre perdurer. Pourtant, au-delà des incertitudes mentionnées ci-dessus, la politique fiscale pourrait se voir attribuer un rôle croissant ces prochaines années, avec la reconnaissance d'un manque crucial de modernisation des infrastructures, d'un besoin de réformer la fiscalité et de faire baisser les inégalités.

Thomas Julien

Prévisions macroéconomiques et financières : États-Unis

Chiffres clés États-Unis	2014	2015P	2016P	2017P
Consommation privée (GA, %)	2.7	3.1	2.6	2.1
Consommation publique (GA, %)	-0.6	0.7	1.9	1.4
Investissement équipement/prop.intellectuelle (GA, %)	5.6	4.1	0.2	3.2
Investissement résidentiel (GA, %)	1.8	8.9	9.7	8.5
Stocks (contrib., pt %)	0.0	0.2	-0.1	0.1
Exportations (GA, %)	3.4	1.1	0.3	2.6
Importations (GA, %)	3.8	4.9	1.9	3.4
Commerce extérieur (contrib., pt %)	-0.2	-0.6	-0.3	-0.2
PIB (moyenne annuelle)	2.4	2.4	1.9	2.3
Inflation	1.6	0.1	1.2	2.3
Taux de chômage	6.2	5.3	5.0	4.8
Solde budgétaire (% PIB)	-2.8	-2.5	-2.8	-2.7
Balance courante (en % du PIB)	-2.2	-2.6	-2.7	-2.6

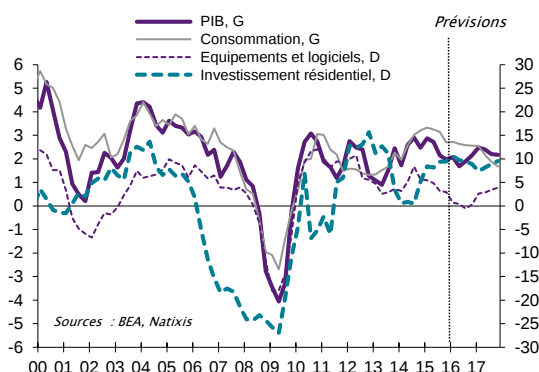
Entreprises	2014	2015	2016P
Taux de profit (% PIB)	11.9	11.2	-
Taux d'autofinancement	96.8	91.5	-
Endettement (en % VA)	86.1	89.7	-

Ménages	2014	2015	2016P
Taux d'épargne	4.8	5.1	5.3
Taux de chômage	6.2	5.3	5.0
Endettement (% du RDB)	106.1	104.8	105.9

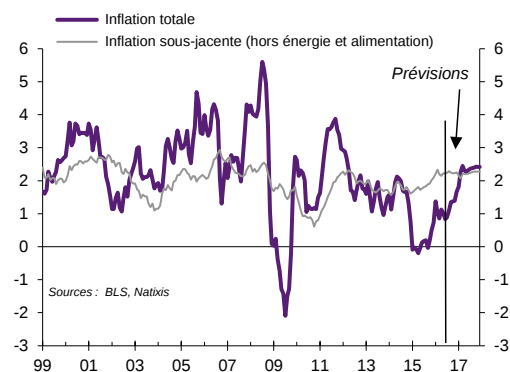
Profil trimestriel, États-Unis	T1-15	T2-15	T3-15 ^P	T4-15 ^P	T1-16 ^P	T2-16 ^P	T3-16 ^P	T4-16 ^P	T1-17 ^P	T2-17 ^P	T3-17 ^P	T4-17 ^P
PIB (T/T annualisé, %)	0.6	3.9	2.0	1.4	1.0	2.4	2.8	2.1	2.6	2.0	2.1	2.0
PIB (GA, %)	2.9	2.7	2.1	2.0	2.1	1.7	1.9	2.1	2.5	2.4	2.2	2.2
Inflation	-0.1	0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.5	2.2	2.3	2.4	2.4
Taux de chômage	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7
Objectif des Fed Funds (fin de trimestre)*	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75

* Fourchette haute

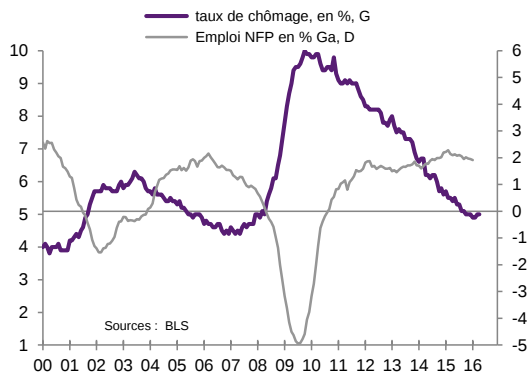
États-Unis: PIB et ses composantes (%GA)



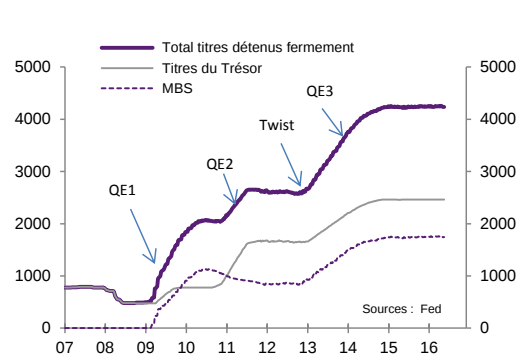
États-Unis: prix à la consommation (% GA)



États-Unis: emploi NFP et taux de chômage



États-Unis: bilan de la Fed (Mds de \$)



2. Zone euro : le risque politique affecte les marchés, pas (encore ?) la croissance

Résumé : Après avoir ralenti au second semestre 2015, la croissance a accéléré de manière assez marquée au premier trimestre 2016 (+0,5% T/T). Cela marque-t-il une rupture de tendance ? Nous ne le pensons pas. L'accélération observée sur les trois premiers mois de l'année reflète certes l'amélioration continue des fondamentaux, mais résulte aussi de facteurs temporaires. La croissance devrait ainsi légèrement décélérer au deuxième trimestre et demeurer inchangée sur l'ensemble de l'année (1,5%) par rapport à 2015. Les risques restent par ailleurs nombreux sur notre prévision et sont majoritairement baissiers. En particulier, le risque politique a fait son grand retour en 2015 au sein de l'Union monétaire. Et vu que le cycle politique est retardé par rapport au cycle économique, le risque politique sera toujours présent en 2016. En 2017, il pourrait d'ailleurs se déplacer de la périphérie vers le cœur de la zone euro. Pour l'heure, l'incertitude politique ne semble pas avoir affecté le cycle économique. En revanche, elle a un impact de marché, en particulier sur celui des dettes souveraines.

Positionnement : nous maintenons notre prévision de croissance pour 2016 inchangée à 1,5%, globalement en ligne avec le consensus. Pour 2017, nous prévoyons un ralentissement de la progression du PIB réel de la zone euro à 1,4 %, avec des risques majoritairement baissiers, alors que le consensus table sur une croissance stable à 1,6%.

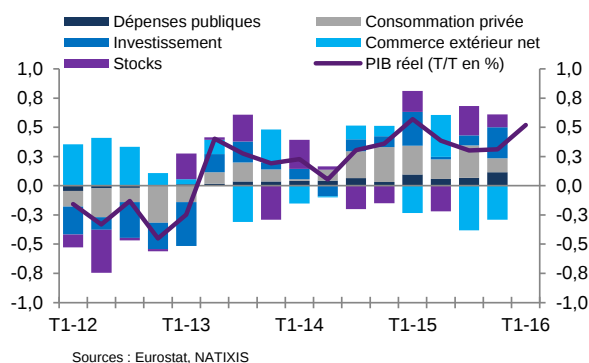
Principaux aléas

Hausseurs	Baissiers
- Accélération plus faible que prévu de l'inflation - Dépréciation plus forte que prévu de l'euro - Rebond plus marqué qu'anticipé de l'investissement - Des réfugiés plus nombreux que prévu soutiennent la demande et l'offre de main-d'œuvre	- Risques politiques - Ralentissement plus fort que prévu de la croissance en Chine et dans les autres pays émergents - Un resserrement de la politique monétaire américaine plus rapide qu'anticipé exacerbe la volatilité des marchés financiers.

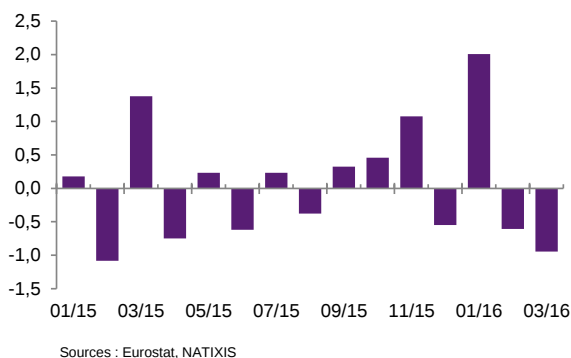
Suivi du scénario Après un ralentissement au second semestre 2015, la croissance de la zone euro a significativement accéléré au premier trimestre 2016. Selon l'estimation flash d'Eurostat, le PIB réel de la zone euro a progressé de 0,5% T/T au T1 contre 0,3% T/T seulement durant les deux trimestres précédents. Les contributions par composante ne sont pas encore connues mais les indicateurs conjoncturels mensuels laissent présager une demande domestique vigoureuse et une dégradation du commerce extérieur net (**graphique 1**). Le raffermissement de la demande domestique s'explique probablement par des facteurs temporaires et d'autres plus fondamentaux. Tout d'abord, les conditions météorologiques relativement douces ont soutenu l'activité dans le secteur de la construction et généré une augmentation anormalement forte (2%) de la production de ce dernier en janvier (**graphique 2**). Ensuite, les conditions de financement favorables, la bonne tenue du marché du travail et la faiblesse de l'inflation ont continué d'accélérer la croissance de la consommation privée. Le raffermissement de l'activité au T1 a concerné l'ensemble des États membres de la zone euro, les croissances espagnole, allemande, française et italienne s'établissant à respectivement d'un trimestre sur l'autre à 0,7%, 0,6%, 0,3% et 0,8%.

Selon nous, la zone euro ne devrait pas rééditer au T2 les mêmes performances en termes de croissance qu'au T1. Un contrecoup de l'accélération de l'activité dans la construction qui a résulté des températures clémentes devrait intervenir au T2. En outre, les données d'enquêtes disponibles confirment le ralentissement de la conjoncture (**graphique 3**). Le PMI composite final de la zone euro s'est replié à 53,0 en avril contre 53,1 en mars. Au plus bas depuis janvier 2015, le niveau de l'indice est conforme à la croissance de 0,3% T/T que nous anticipons pour le T2.

Graphique 1
Zone euro : croissance du PIB réel et contributeurs (%)

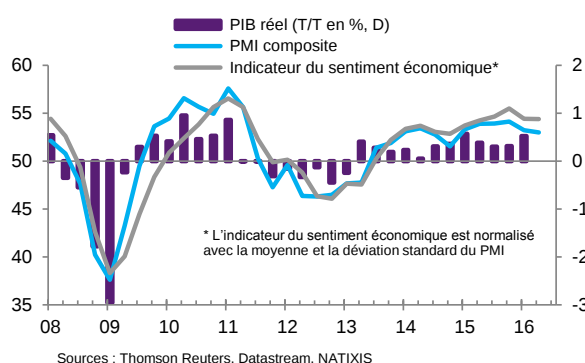


Graphique 2
Zone euro : production dans le secteur de la construction (M/M en %)

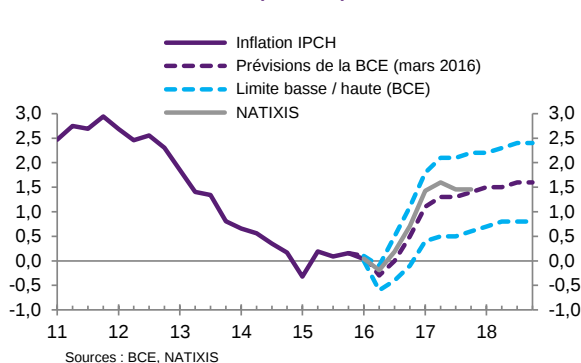


Sur l'ensemble de 2016, la croissance de la zone euro devrait, selon nous, atteindre 1,5% et être stable par rapport à 2015. La faiblesse de l'inflation soutiendra encore la consommation privée jusque fin 2016 mais de moins en moins fortement puisque la hausse des prix devrait progressivement accélérer pour atteindre 1% en fin de période (**graphique 4**). En outre, la consommation privée devrait bénéficier de la poursuite de l'amélioration des conditions sur les différents marchés du travail, portant la hausse de l'emploi à environ 1,1% et ramenant le taux de chômage à 10,2% en moyenne en 2016. Avec la faiblesse des taux d'intérêt et le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production, les conditions sont propices à une reprise de l'investissement. Cependant, l'atonie de la croissance mondiale et une forte incertitude vont peser sur l'investissement qui ne rebondira que très modestement. La politique budgétaire devrait rester légèrement expansive. Face à la faiblesse de la conjoncture mondiale et à la dépréciation de l'euro début 2016, la contribution à la croissance du commerce extérieur net devrait rester négative. En 2017, la croissance devrait légèrement ralentir à 1,4% et l'évolution des prix ne soutiendra plus la consommation privée après l'accélération attendue de l'inflation.

Graphique 3
Zone euro : croissance du PIB réel et sentiment économique



Graphique 4
Zone euro : inflation IPCH et prévisions (GA en %)



Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont importants et majoritairement baissiers. Tant au niveau externe qu'intérieur, les principaux risques sont de nature politique. L'incertitude avant et après la tenue du référendum du 23 juin au Royaume-Uni pèsera sur la croissance de la zone euro, les ménages et les entreprises étant susceptibles de reporter ou de renoncer à leurs principaux investissements. Au niveau de la conjoncture interne, les risques baissiers sur la croissance découlent de l'incertitude politique actuelle dans plusieurs pays de la zone euro en raison soit de la crise des réfugiés, du mécontentement vis-à-vis des institutions européennes ou de l'instabilité gouvernementale. D'où notre choix de focaliser ce trimestriel sur le risque politique.

**Risque politique :
symptômes,
facteurs et
impact**

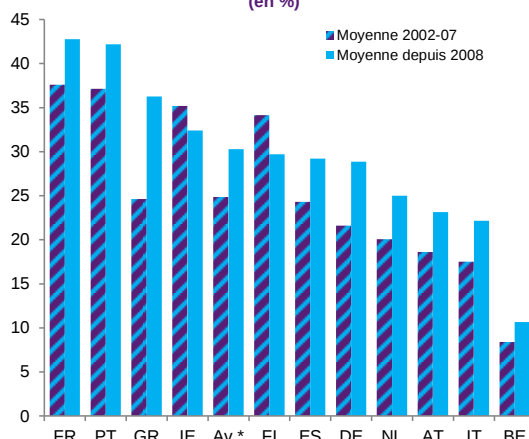
En juillet 2015, alors qu'Alexis Tsipras se rendait à Bruxelles pour négocier un programme d'aide à son pays dans le Sommet de la dernière chance, qui aurait alors parié que la Grèce serait toujours, à l'heure où nous écrivons, un pays membre de la zone euro ? Qui aurait cru que l'Espagne serait aujourd'hui toujours sans gouvernement et en route pour un nouveau scrutin le 26 juin prochain ? Qui aurait misé sur le fait que le Portugal aurait investi un gouvernement socialiste minoritaire dépendant de deux partis eurosceptiques pour gouverner ? **Avant 2015, la zone euro était traversée par les facteurs qui génèrent le risque politique : accroissement des inégalités, du chômage, défiance croissante des populations vis-à-vis des élites et des institutions traditionnelles. Depuis 2015, le risque politique s'est concrètement matérialisé.** Il est devenu un des nouveaux fondamentaux de l'économie de l'Union monétaire, un fondamental que les marchés tâchent d'évaluer et d'anticiper. Dans ce focus, nous reviendrons d'abord sur les symptômes du risque politique, puis sur ses facteurs. Enfin, nous verrons que son impact est visible sur les marchés obligataires souverains, mais pas (encore ?) sur l'économie réelle.

**Les symptômes
du risque
politique**

Nous distinguons trois symptômes du risque politique en zone euro. Le premier est la hausse de l'abstentionnisme et la fragmentation croissante des paysages politiques. Le taux d'abstention aux élections législatives a ainsi augmenté de 5,4 points en moyenne depuis 2008 dans les 11 plus grandes économies de l'Union monétaire. Et si le **graphique 5a** ci-dessous montre que cette hausse a été particulièrement forte en Grèce, la tendance reste généralisée à tous les pays. Même en Belgique où le vote est obligatoire, le taux d'abstention a augmenté. Il n'a baissé que dans deux pays, en Irlande et en Finlande.

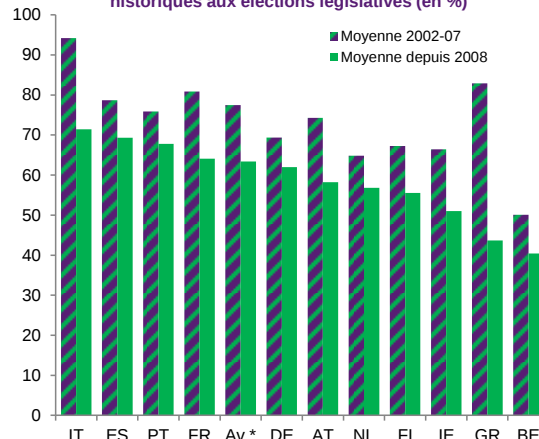
Non seulement les Européens se mobilisent moins lors des élections, mais lorsqu'ils votent, c'est moins en faveur des traditionnels. Depuis 2008, les suffrages exprimés en faveur des deux partis traditionnels ont baissé de 14 points en moyenne dans les 11 plus grandes économies de la zone euro (**graphique 5b**). Ce recul est marqué en Grèce et en Italie mais, encore une fois, la tendance est généralisée à tous les pays considérés. Les Européens tendent à voter davantage pour d'autres formations politiques, moins conventionnelles. C'est le deuxième symptôme du risque politique : le populisme est de nouveau à la mode en Europe.

Graphique 5a
Taux d'abstention aux élections législatives
(en %)



* Moyenne pondérée par la population de chaque pays
Sources: données nationales, Natixis

Graphique 5b
Somme des résultats des deux** principaux partis
historiques aux élections législatives (en %)

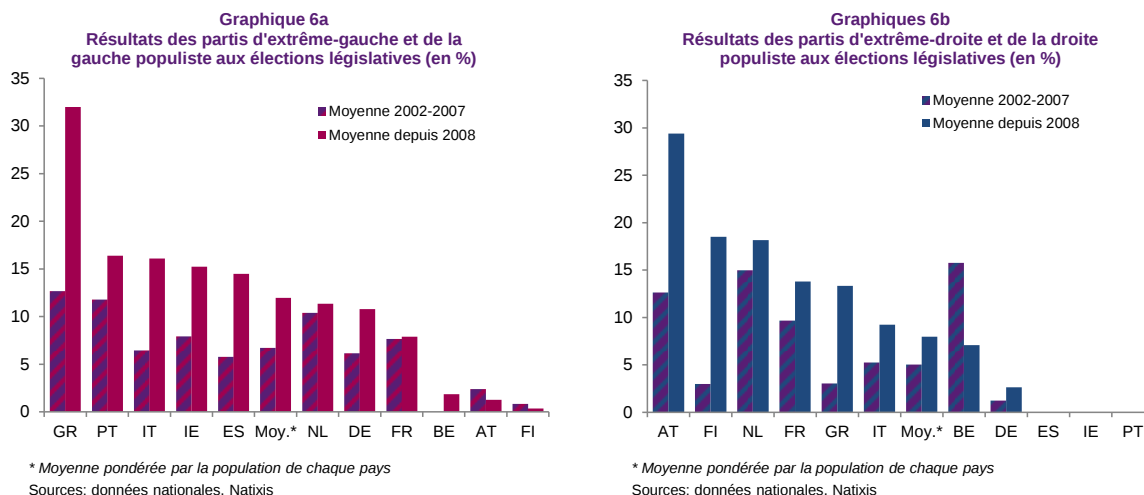


* Moyenne pondérée par la population de chaque pays
** Trois pour les Pays-Bas (VVD, PvdA & CDA) et la Finlande (Parti du centre, Parti de la Coalition nationale & Parti social-démocrate de Finlande) et quatre pour la Belgique (PS, MR en Wallonie et VLD, sp.a en Flandre)
Sources: données nationales, Natixis

Depuis 2008, les partis populistes³ ont réalisé en moyenne un score cumulé de 20% des suffrages exprimés lors des élections législatives au sein des 11 plus grandes économies de la zone euro. Sur la période 2002-2007, cette moyenne était de 11%. La crise économique et financière a clairement profité aux partis populistes, en moyenne davantage à ceux de l'extrême-gauche et de la gauche qu'à ceux de la droite et de l'extrême-droite. Il est notamment intéressant de relever, comme le montrent les **graphiques 6a/b**, que les partis populistes de gauche et d'extrême-gauche ont fortement gagné en popularité dans les pays les plus

³ Nous reprenons dans ce document la liste des partis populistes établie par [Funke, Schularik et Trebesch \(2015\)](#) dans « Politics in the Slump : Polarization and Extremism after Financial Crisis, 1870-2014 ».

duement affectés par la crise. A l'inverse, ceux de droite et d'extrême-droite obtiennent de meilleurs résultats dans les pays core et soft-core de la zone euro, notamment en Autriche, en Finlande, aux Pays-Bas et en France.



A la hausse de l'abstentionnisme, de la fragmentation et de la polarisation politiques s'ajoute un troisième symptôme du risque politique : la mobilisation croissante des citoyens en dehors des institutions politiques classiques, notamment des partis. On se souvient des violentes manifestations anti-gouvernementales en Grèce ou encore du mouvement OXY (« Non ») contre le referendum de juillet dernier sur le troisième programme d'aide. Le mouvement des « Indignés » en Espagne a aussi marqué les esprits, contribuant notamment à la formation du parti politique Podemos, aujourd'hui en deuxième position dans les sondages (avec son partenaire Izquierda Unida) pour les élections du 26 juin prochain. Il semblerait donc qu'avec l'acuité de la crise économique et financière, un sentiment de défiance envers les institutions traditionnelles se soit développé parmi une partie de la population. Cela a conduit au lancement de mouvements se situant en dehors du cadre politique classique, en conjugaison avec la création de nouveaux partis se voulant ouvertement « anti-establishment ».

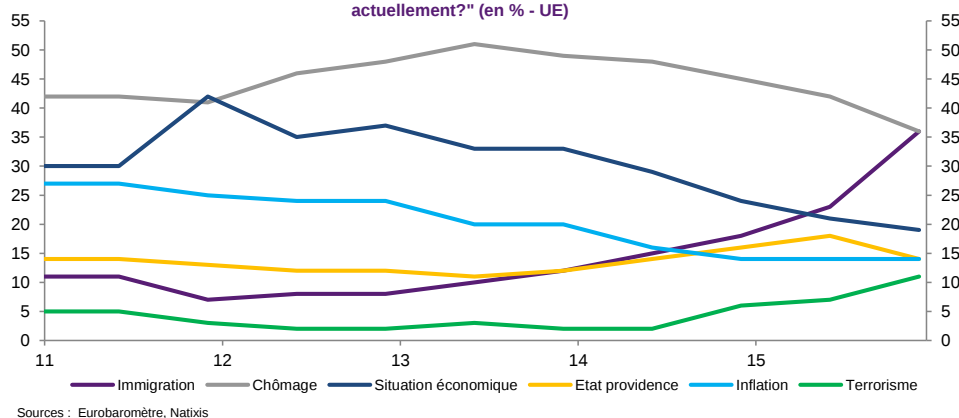
Comment expliquer ce bouleversement profond par rapport à la situation d'avant-crise ?

Les facteurs du risque politique

Pour comprendre les symptômes du risque politique, nous regardons les inquiétudes des Européens. Les sondages Eurobaromètre des services de la Commission européenne sont à cet égard riches d'enseignement. Le **graphique 7** ci-dessous présente la réponse des sondés (européens) à la question suivante : « quels sont selon vous les deux problèmes les plus importants auxquels est confronté votre pays aujourd'hui ? ». Avec la crise migratoire, l'immigration est devenue en 2015 la première des inquiétudes des sondés. Mais quand on regarde les résultats du sondage depuis 2011, soit l'acmé de la crise souveraine, trois préoccupations sont structurantes : la lutte contre le chômage, l'amélioration des conditions économiques et la préservation de l'Etat providence⁴.

⁴ La question du coût de la vie semble dorénavant moins préoccupante, très certainement en lien avec la baisse des prix énergétiques observée depuis 2014.

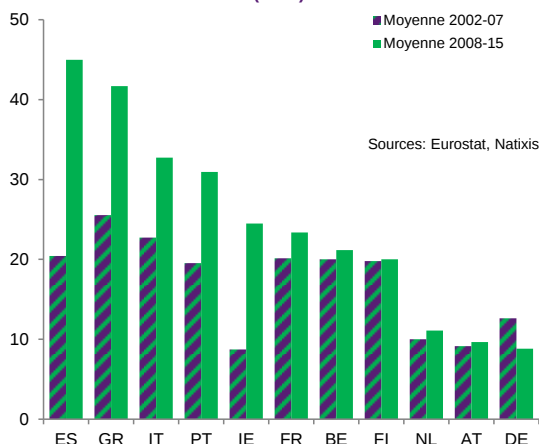
Graphique 7
"Selon vous, quels sont les deux principaux problèmes que votre pays doit affronter actuellement?" (en % - UE)



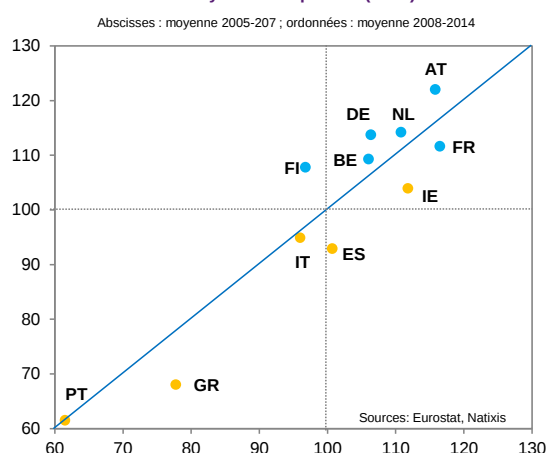
Or il est clair que depuis 2011, la situation sur ces différents sujets est loin de s'être améliorée. Les conditions économiques et sociales se sont au contraire détériorées, particulièrement dans les économies périphériques. La jeunesse, en particulier, a été sévèrement affectée par la crise. Comme le montre le **graphique 8a**, le taux de chômage des moins de 25 ans a bondi dans la périphérie et ne s'est pas amélioré dans les pays du core et du soft-core, sauf en Allemagne. En Espagne, en moyenne 45% de la population active âgée de moins de 25 ans est au chômage depuis 2008 – certainement de quoi générer de la frustration.

Et cette frustration est certainement d'autant plus présente qu'outre la jeunesse, les classes moyennes ont aussi été sévèrement affectées par la crise. Le **graphique 8b** montre qu'en termes relatifs, elles sont aujourd'hui plus pauvres en Grèce, en Espagne, en Irlande et en France qu'elles ne l'étaient avant la crise. En Italie et au Portugal, leur situation a cessé de s'améliorer. Les classes moyennes représentent 50% de la population des pays considérés (entre les 30% les plus modestes et les 20% les plus riches)⁵. Elles sont donc cruciales pour la stabilité sociale et politique des démocraties européennes. Si les classes moyennes perdent confiance dans leurs institutions, dans leurs élites, c'est potentiellement la porte ouverte à des changements radicaux.

Graphique 8a
Taux de chômage chez les moins de 25 ans (en %)



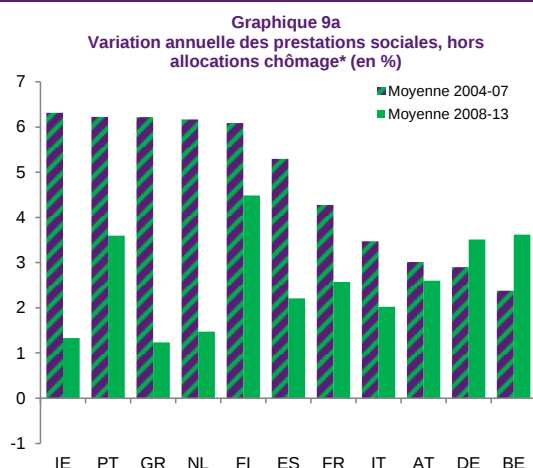
Graphique 8b
Revenu national de la classe moyenne par rapport à la moyenne européenne (en %)



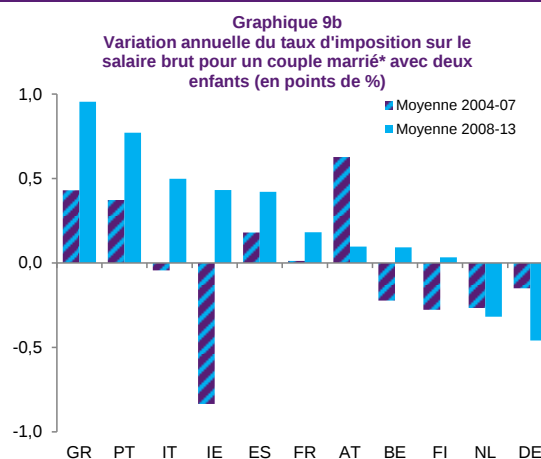
Et ceci est d'autant plus un risque en zone euro qu'avec l'austérité budgétaire, l'Etat providence – qui agit traditionnellement en compensation des retournements de cycle – est aujourd'hui beaucoup moins généreux qu'auparavant. Le **graphique 9a** représente la variation annuelle du montant des prestations sociales (en excluant les allocations-chômage) par tête en standard de pouvoir d'achat – en moyenne avant et

⁵ Dans ce document, nous reprenons la définition des classes moyennes données par [Régis Bigot \(2008\)](#) dans « Les classes moyennes sous pression ».

après 2008. Les dépenses ont sévèrement ralenti dans les pays de la périphérie, mais aussi dans certains pays du core et du soft-core comme les Pays-Bas, la Finlande et la France. L'Etat providence est clairement moins généreux, mais en parallèle, il coûte plus cher aux ménages. Le **graphique 9b** représente la variation annuelle du taux de prélèvement sur le revenu brut d'un couple marié avec deux enfants et deux salaires, l'un à 100% du salaire moyen et l'autre à 2/3 – en moyenne avant et après 2008. La hausse de la pression fiscale a été particulièrement forte dans les pays périphériques. En Grèce, elle équivaut à une hausse de 5 points du taux de prélèvement entre 2008 et 2013.

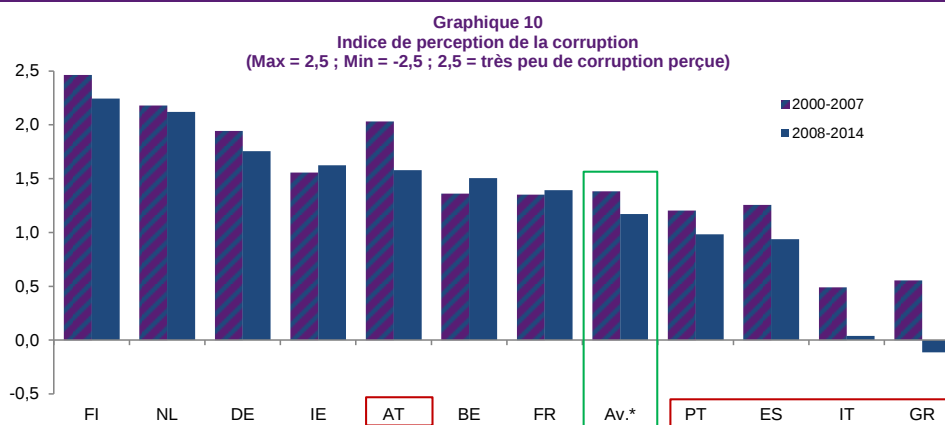


* en standard de pouvoir d'achat par tête
Sources: Eurostat, Natixis



* Avec deux salaires, l'un à 100% du salaire moyen, l'autre à 67%
Sources: Eurostat, Natixis

Tous ces éléments sont des facteurs de mécontentement et de frustration, particulièrement dans un contexte de recrudescence des scandales politiques et financiers depuis 2009. Les indicateurs de la Banque mondiale, présentés dans le **graphique 10**, suggèrent ainsi que la corruption perçue⁶ a augmenté en zone euro avec la crise financière, notamment dans les pays de la périphérie (où elle était déjà élevée avant la crise).

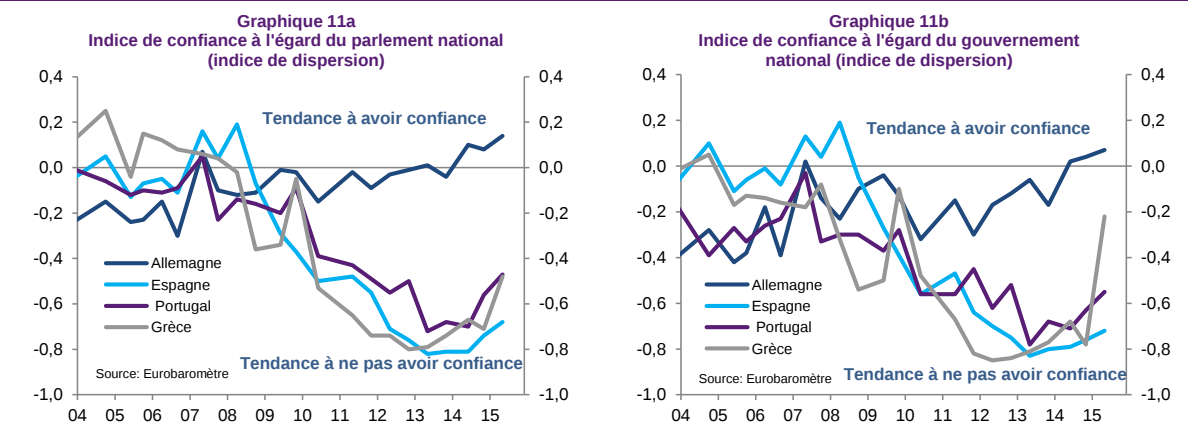


* Pondérée par la population de chaque pays
Sources : World Bank, Natixis

La conjonction de ces facteurs pourrait ainsi expliquer selon nous la forte dégradation de la confiance des populations envers les institutions politiques traditionnelles. C'est ce que montrent les **graphiques 11a/b**, construits à partir de l'Eurobaromètre. Avec la crise, la confiance des sondés envers leur gouvernement et leur parlement respectifs s'est particulièrement dégradée dans les pays de la périphérie, mais s'est

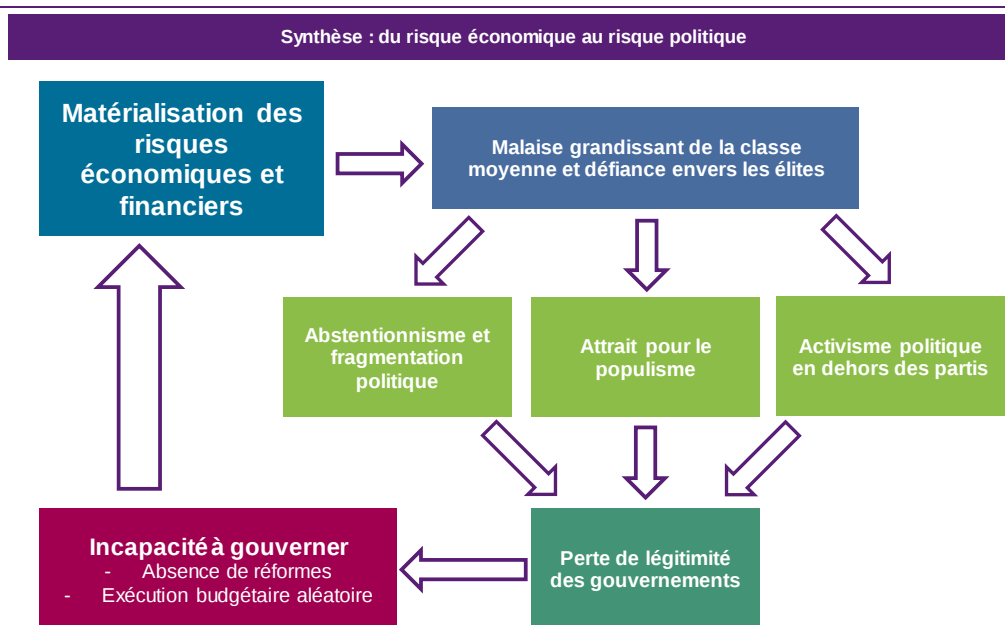
⁶ Pour reprendre précisément les termes de la Banque mondiale, cet indice « reflète les perceptions de la mesure dans laquelle la puissance publique est exercée à des fins d'enrichissement privé ; ceci inclut la corruption à petite et grande échelle, mais aussi le degré « d'accaparement » (NDLR : entre guillemets dans le texte) de l'Etat par les élites et les intérêts privés » (Traduction de l'auteur).

améliorée en Allemagne. Des tendances similaires peuvent être observées sur les partis politiques et les institutions européennes, notamment l'euro.



Tâchons de résumer. Les enchaînements menant à la matérialisation du risque politique sont résumés dans le schéma ci-dessous.

1/ La matérialisation des risques économiques et financiers, ainsi que certaines mesures mises en œuvre pour y remédier génèrent les facteurs du risque politique : forte augmentation du chômage, creusement des inégalités, austérité budgétaire. **2/** A mesure que dure la crise, la frustration et le mécontentement grandissent, parfois exacerbés par des scandales politiques et financiers. La défiance des gouvernés – notamment des jeunes et classes moyennes – envers les élites et les institutions traditionnelles grandit. **3/** Apparaissent alors les symptômes du risque politique : hausse de l'abstentionnisme et perte de crédibilité des partis traditionnels ; attrait pour les populismes conduisant à une polarisation politique croissante ; développement de l'activisme politique hors partis. **4/** Les institutions traditionnelles perdent en légitimité. Il devient de plus en plus difficile de gouverner, de mettre en œuvre une politique de réformes structurelles, voire de correctement conduire la politique budgétaire. Parfois, il est impossible de former un gouvernement suite à une élection. **C'est la matérialisation du risque politique.** **5/** Les autorités peinent à résorber les déséquilibres issus de la crise, avec le risque que le cycle des risques s'auto-entretienne.

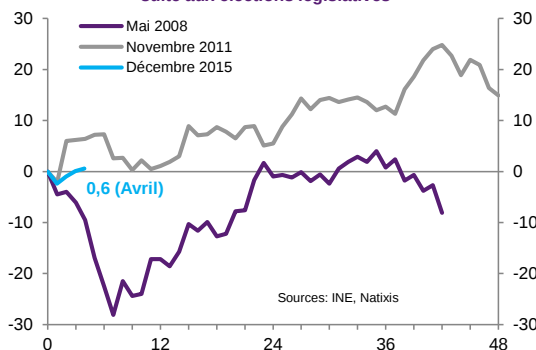


Source : Natixis

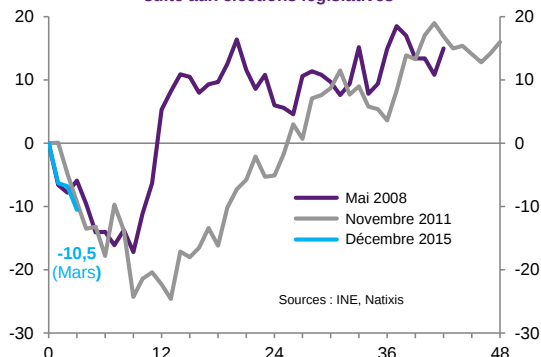
Quelles
conséquences
pour l'activité
économique et
les marchés
financiers ?

Sur le plan macroéconomique, il est difficile de parvenir à une conclusion tranchée. D'un côté, l'arrivée de SYRIZA au pouvoir en Grèce et la crise de l'été 2015 a coûté environ 1 point de PIB à la Grèce. De l'autre, on n'a pas observé pour l'heure de contagion de l'incertitude politique vers le cycle économique en Irlande, au Portugal ou en Espagne. Les **graphiques 12a/b** présentent l'évolution de la confiance des agents en Espagne suite aux trois dernières élections législatives, en 2008, en 2011 et en 2015. Du côté des entreprises, l'incertitude politique ne semble pas avoir d'incidence particulière en 2015-16. Du côté des ménages, c'est moins tranché. L'indice suit pour l'instant une évolution en 2015-16 assez semblable à celle de 2008 et 2011. Mais 2008 et 2011 ont été des années difficiles sur le plan économique en Espagne, ce qui n'est pas le cas de 2015. Par conséquent, si le recul de la confiance des ménages peut s'expliquer par la situation conjoncturelle de l'Espagne en 2008 et 2011, c'est moins le cas en 2015. On pourrait en conclure – sans certitude pour autant – que le risque politique a un effet négatif sur la confiance des ménages.

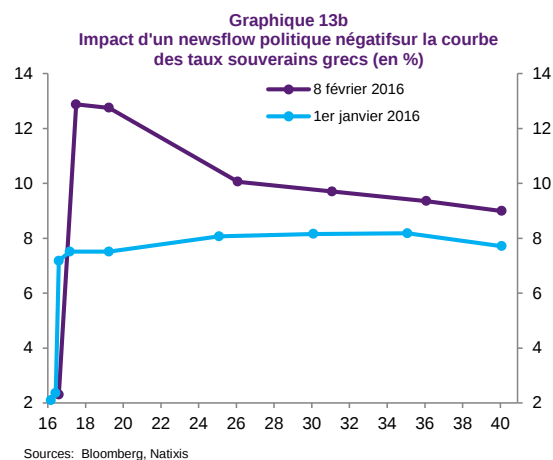
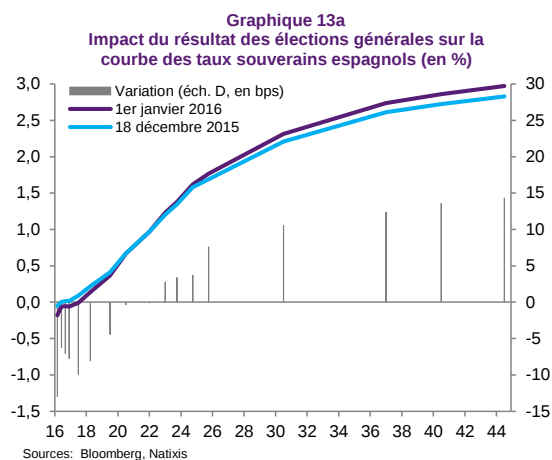
Graphique 12a
Espagne : évolution de la confiance des entreprises
suite aux élections législatives



Graphique 12b
Espagne : évolution de la confiance des ménages
suite aux élections législatives



Le risque politique peut en revanche avoir un impact assez marqué sur le marché des dettes souveraines. Et modulo la nature de la situation politique, ce n'est pas la même partie de la courbe des taux qui est affectée. **L'expérience récente montre ainsi que lorsque l'incertitude grandit sur la gouvernabilité anticipée d'un pays, des primes de risque politique tendent à se former sur les maturités les plus longues de la courbe des taux.** Le **graphique 13a** représente la courbe des taux espagnols, avant et après les élections de décembre 2015. On voit qu'avec le résultat des élections, desquelles ressortait un Congreso difficilement gouvernable, les rendements sur les maturités 2026-2044 ont augmenté de 5 à 15 points de base. On a retrouvé réaction similaire des investisseurs au Portugal suite aux élections du 4 octobre et plus récemment en Irlande avec les élections du 26 février. **En revanche, lorsque le risque politique implique un potentiel défaut souverain, les primes de risques augmentent fortement sur les maturités les plus courtes.** C'est ce qui s'est observé en Grèce à l'été 2015 mais aussi plus récemment, lorsque les discussions se sont tendues entre le gouvernement et les créanciers au sujet de la première revue du programme d'aide. Le rendement sur les titres de maturité 2018 avait alors augmenté de plus de 400 points de base en moins d'un mois (**graphique 13b**).



Conclusion

Si le risque politique ne semble pas, pour l'heure, affecter le cycle économique, gardons toutefois deux éléments en tête. Premièrement, le cycle politique est retardé par rapport au cycle économique. En effet les législatures durent entre quatre et cinq ans en moyenne en zone euro. C'est pourquoi le risque politique ne se manifeste que depuis 2015 alors que ses facteurs sont bien présents depuis 2011. Un nouveau cycle de risque politique s'est ouvert, et la reprise économique nous semble pour l'heure insuffisamment forte pour rapidement le clôturer. Dès lors, une première question qui se pose est de savoir si dans un temps plus long, l'incertitude politique pourrait avoir un impact sur le cycle. Ensuite, à l'exception de l'Espagne, les plus grandes économies de l'Union ont pour l'heure été épargnées. Mais en 2017, le risque politique devrait d'une part se déplacer de la périphérie vers le cœur de l'Union monétaire et d'autre part, davantage affecter l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et peut-être l'Italie. L'impact sur l'activité en zone euro pourrait donc être plus important. En conclusion, si 2016 est l'année où le risque politique devrait légèrement refluer par rapport à 2015 (le lecteur pourra notamment se référer à notre [outlook 2016 sur le risque politique en zone euro](#)), 2017 sera au contraire une année chargée sur le plan politique.

Johannes Gareis
Alan Lemangnen

Prévisions macroéconomiques et financières : Zone euro

Chiffres clés Zone Euro	2014	2015	2016	2017
Consommation privée (GA, %)	0,8	1,7	1,8	1,3
Consommation publique (GA, %)	0,8	1,3	1,5	1,1
Investissement (GA, %)	1,4	2,6	3,7	3,0
Stocks (contrib., pt %)	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exportations (GA, %)	4,1	4,9	2,8	3,8
Importations (GA, %)	4,5	5,6	4,3	4,4
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,4	-0,1	-0,5	-0,1
PIB	0,9	1,5	1,5	1,4
Inflation	0,4	0,0	0,3	1,5
Taux de chômage	11,6	10,9	10,1	9,8
Emploi	0,6	1,0	1,1	0,8
Solde budgétaire (% PIB)	-2,4	-1,9	-1,8	-1,6
Balance courante (mds euros)	251,3	329,6	300,0	280,0
Balance courante (% PIB)	2,5	3,2	2,8	2,6

PIB (GA, %)	2014	2015	2016	2017
Allemagne	1,6	1,5	1,6	1,4
France	0,7	1,2	1,4	1,1
Italie	-0,3	0,6	1,2	1,0
Espagne	1,4	3,2	2,9	2,5

Inflation (IPCH, %)	2014	2015	2016	2017
Allemagne	0,8	0,1	0,4	1,7
France	0,6	0,1	0,3	1,3
Italie	0,2	0,1	0,0	0,9
Espagne	-0,2	-0,6	-0,4	1,6

Solde budget. (% PIB)	2014	2015	2016	2017
Allemagne	0,3	0,6	0,3	0,5
France	-3,9	-3,5	-3,3	-3,0
Italie	-3,0	-2,6	-2,5	-2,5
Espagne	-5,9	-5,0	-3,6	-2,8

Profil trimestriel, Zone Euro	T1-15	T2-15	T3-15	T4-15	T1-16	T2-16	T3-16	T4-16	T1-17	T2-17	T3-17	T4-17
PIB (T/T, %)	0,6	0,4	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB (GA, %)	1,3	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,4	1,4	1,4	1,3
Inflation	-0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,3	0,8	1,5	1,6	1,4	1,4
Taux de chômage	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,1	10,0	9,9	9,9	9,8	9,8	9,8

P : Prévisions

3. Japon : vers une réponse politique coordonnée ?

Résumé : la croissance du T1 2016 a été plus forte que prévu, soutenue par la consommation privée en raison des effets liés à l'année bissextile. Retraitée de ce facteur technique, la croissance sous-jacente est faible, pénalisée par une progression décevante des salaires et le ralentissement de l'activité en Asie. Incertitude économique et contraction des marges des entreprises augurent d'une faible reprise de l'investissement productif. Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement provoquées par le tremblement de terre de Kumamoto ne devraient être que temporaires.

Pour permettre à la BoJ de conserver ses faibles marges de manœuvre, le gouvernement devrait soutenir l'activité en reportant le relèvement de la taxe sur la consommation et en votant une rallonge budgétaire. A moins d'une nouvelle appréciation du yen, la politique monétaire devrait rester inchangée.

Positionnement : plus pessimistes que le consensus, nous anticipons une croissance de +0,3% en 2016 puis de +0,1% en 2017 (contre un consensus à +0,5% pour les deux exercices)

Principaux aléas

Haussiers

- Nouveau report du relèvement de la taxe sur la consommation programmé en avril 2017.
- Mesures de relance budgétaire adoptées par le gouvernement.
- Taux d'intérêt négatifs pour soutenir l'investissement privé.

Baissiers

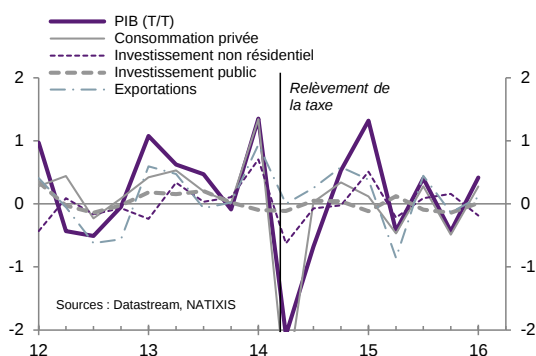
- Relèvement de la taxe sur la consommation à 10% en avril 2017.
- Poursuite de l'appréciation du yen.
- Progression décevante des salaires.

Bons chiffres du PIB pour le T1 2016. Mais le diable se cache dans les détails

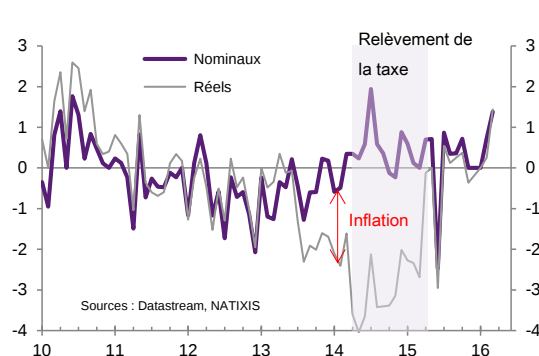
Les chiffres du PIB du T1 2016 ont dû apporter un sentiment de soulagement pour la Banque du Japon (BoJ) et le Premier ministre (PM) Abe. Le Japon est non seulement parvenu à éviter la récession technique, mais a également affiché une croissance supérieure aux attentes à +0,4% T/T, après -0,4% T/T au T4 2015. Une récession aurait renforcé les pressions sur le gouvernement pour qu'il adopte des mesures de relance.

Mais le diable se cache dans les détails. La croissance du T1 2016 a été largement soutenue par la consommation privée en raison des effets liés à l'année bissextile. Retraitée de ce facteur technique, la croissance sous-jacente a été pratiquement nulle, pénalisée par la contraction de l'investissement privé et la faible reprise des exportations. Selon nous, face à une conjoncture mondiale fragile et à des relais de croissance encore trop rares, le gouvernement devra inévitablement prendre des mesures de relance de l'activité.

Graphique 1
Japon : PIB et contributeurs (T/T, %)



Graphique 2
Japon : Revenus totaux (GA en %)



**La consommation
privée soutenue
par les effets liés à
l'année bissextile**

Avec une progression de +0,5% T/T (**graphique 1**), la consommation privée a été le principal moteur de la croissance au T1 2016. Il reste toutefois difficile de parler de reprise tirée par la consommation, cette dernière ayant été largement soutenue par les effets liés à l'année bissextile. Avec un jour supplémentaire en février 2016, la consommation pourrait s'être mécaniquement accrue de +1,1%. Ce constat apparemment trivial s'avère d'autant plus crucial que le moral des ménages se dégrade et que la progression des salaires est décevante. En outre, la consommation privée n'ayant pas retrouvé son niveau d'avant la baisse de -0,8% T/T du T4 2015 malgré cet effet favorable lié à l'année bissextile, sa tendance sous-jacente est plutôt déprimée.

**Progression
décevante des
salaires**

La progression décevante des salaires (**graphique 2**), en dépit de la bonne tenue du marché du travail, est à l'origine de cette faiblesse. D'une part, le taux de chômage a chuté de 5,5% en juin 2009, au lendemain de la crise financière mondiale, à 3,2% en mars 2016. Il n'a jamais été aussi faible depuis près de vingt ans et c'est la plus forte pénurie de main d'œuvre subie par les entreprises depuis le début des années 90. En principe, cette situation devrait donner aux travailleurs une position de force pour négocier leurs salaires. De plus, le gouvernement a également soutenu les hausses de salaires en visitant les grandes entreprises japonaises pour « expliquer l'Abenomics ». En réalité, il s'agissait d'inciter ces dernières à relever les rémunérations pour aider le gouvernement à combattre la déflation.

D'autre part, les salaires n'ont pas encore réellement progressé. Selon le bilan préliminaire des négociations salariales de printemps, les hausses de salaire accordées en 2016 (+2,02%) ont été inférieures à celles de 2015 (+2,28%). Le chiffre définitif pourrait être encore plus faible, les PME devant encore faire part de leurs résultats alors qu'elles augmentent généralement moins les rémunérations. La dégradation de la visibilité sur la conjoncture, l'appréciation du yen et la contraction des marges des entreprises pèsent sur les hausses de salaires. À plus long terme, la progression des salaires pourrait être encore freinée par un certain nombre de facteurs tel que l'augmentation de la part des emplois à faible valeur ajoutée dans des secteurs de la santé et de la restauration⁷. À l'échelle du pays, les équipements vieillissants, les retards en termes d'investissement en IT et une mauvaise formation du personnel à temps partiel expliquent en grande partie la baisse de la productivité du travail. De fait, les perspectives en matière de hausse des salaires et de consommation ne sont guère encourageantes.

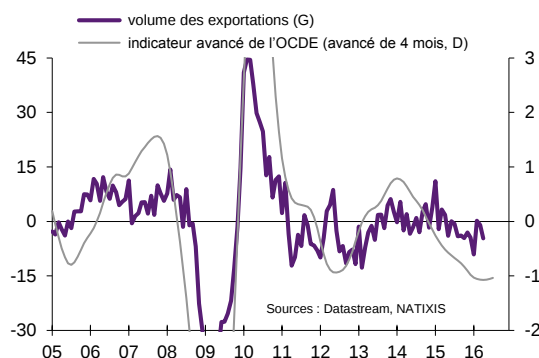
**Reprise
décevante des
exportations**

Comme nous l'avions prévu, les exportations ont déçu avec un rebond de seulement +0,6% T/T au T1 2016 après la contraction de -0,8% T/T au T4 2015. Avec la montée de l'aversion au risque à l'échelle mondiale depuis le début de 2016, le yen s'est fortement apprécié, approchant 110 pour 1 USD contre 120 à fin 2015. La poursuite de la dégradation de la conjoncture des principaux partenaires commerciaux du Japon est de mauvais augure pour les exportations japonaises. En fait, l'indicateur avancé de l'OCDE pondéré par les échanges se replie (**graphique 3**) et ne laisse espérer qu'une reprise limitée de la demande étrangère.

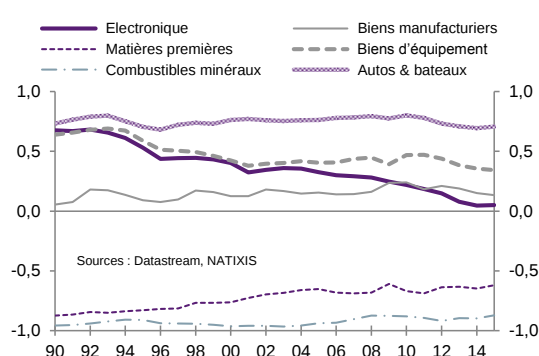
En outre, les exportations pourraient encore décevoir même si le yen se dépréciait et si la reprise mondiale se confirmait. Le Japon s'est en effet spécialisé dans les exportations de biens d'équipement tels que les machines, tout en délocalisant à l'étranger sa production de biens de consommation (**graphique 4**). Face à la contraction de l'investissement à l'échelle mondiale, la dépréciation du yen entraînée par le lancement de l'Abenomics fin 2012 n'a pas réellement soutenu les exportations japonaises. Alors que la Chine effectue sa transition vers un modèle de croissance tiré par les services et non plus par la production manufacturière, les exportations pourraient encore décevoir à l'avenir.

⁷ Special Report « Japan: Why are wages not picking up if the unemployment rate is low? », 10 mars 2016

Graphique 3
Japon : volume des exportations (GA, %)



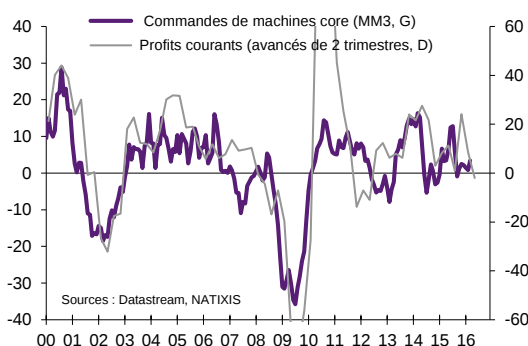
Graphique 4
Japon : coefficient de spécialisation



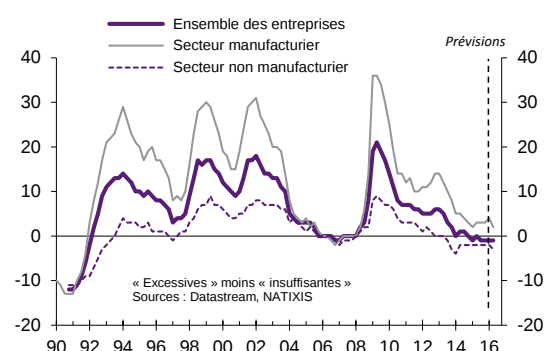
La faiblesse de la reprise des exportations et de la consommation, limiteront le rebond de l'investissement

Le redémarrage poussif de la demande pèsera sur le profil de la reprise de l'investissement des entreprises. Au Japon, traditionnellement, les exportations influent fortement sur la conjoncture. La reprise de la consommation personnelle n'est pas non plus encourageante puisque le moral des ménages se dégrade et que la progression des salaires n'est que limitée. Au-delà de la dégradation de la visibilité sur l'environnement de croissance, la rentabilité des entreprises s'est détériorée, leurs bénéfices courants ayant diminué de -1,7% en GA au T4 2015 après avoir progressé de 9,0% au T3 2015 (**graphique 5**). L'enquête Tankan de mars dernier a aussi révélé que les pénuries de capacités de production subies par les entreprises étaient limitées (**graphique 6**). Ainsi, l'investissement productif pourrait se limiter à un simple remplacement des équipements vieillissants.

Graphique 5
Japon : commandes de machines & profits courants (GA, %)



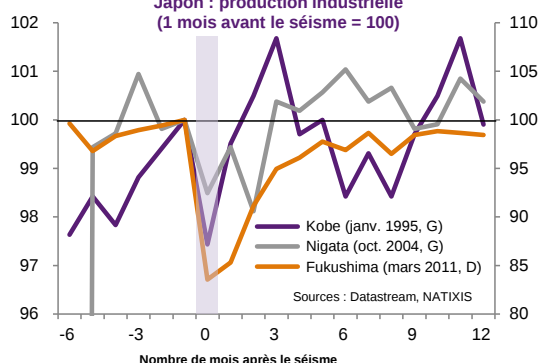
Graphique 6
Japon : capacités de production



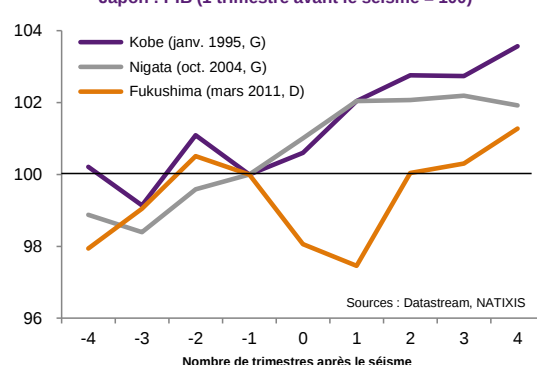
Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement provoquées par le tremblement de terre de Kumamoto devraient s'atténuer d'ici trois mois

Alors que l'environnement était déjà de plus en plus incertain, Kumamoto a été frappé par de graves tremblements de terre le 15 avril. La région est intégrée dans plusieurs filières de production des secteurs de l'électronique et des pièces automobiles. De fait, les arrêts de production provoqués par le tremblement de terre et leurs conséquences négatives ont touché les autres régions de la chaîne d'approvisionnement. Si la catastrophe a coûté la vie à de nombreuses personnes, la production a rapidement repris début mai et les conséquences du séisme se sont avérées bien moindres que celles de Fukushima en mars 2011. Et s'il avait fallu un certain temps à la production industrielle et au PIB pour retrouver leur niveau d'avant la catastrophe de Fukushima (**graphiques 7 et 8**), un retour à la normale de l'activité est imminent. En fait, l'expérience tirée des grands tremblements de terre tels que Kobe en 1995 et Niigata en 2004 enseigne que la production renoue avec son niveau d'avant le séisme en moins d'un trimestre. Néanmoins, le tremblement de terre de Kumamoto pourrait peser sur le moral de ménages, déjà en berne depuis le début de 2016.

Graphique 7
Japon : production industrielle
(1 mois avant le séisme = 100)



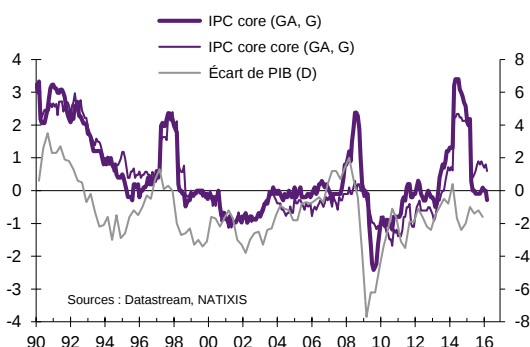
Graphique 8
Japon : PIB (1 trimestre avant le séisme = 100)



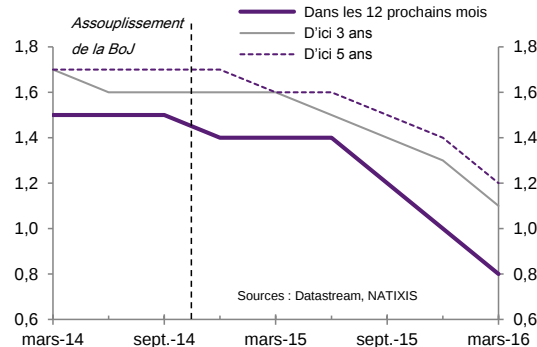
La BoJ a du mal à atteindre son objectif d'inflation de 2%

Dans ce contexte, la BoJ devrait avoir plus de mal à atteindre son objectif d'inflation de 2%. La reprise restant poussive alors que la demande intérieure et les exportations sont encore faibles, l'écart de production négatif ne devrait pas se résorber fortement au-delà du niveau de -1,6% atteint au T4 2015. Les pressions déflationnistes devraient donc s'accroître (graphique 9). En outre, face à l'appréciation du yen, les anticipations d'inflation ont de nouveau été révisées en baisse (graphique 10). Cet enchaînement pourrait de nouveau renforcer le yen et pénaliser l'investissement privé via un renchérissement des taux d'intérêt réels.

Graphique 9
Japon : IPC national et écart de PIB (%)



Graphique 10
Japon : Tankan – anticipation d'inflation (%)

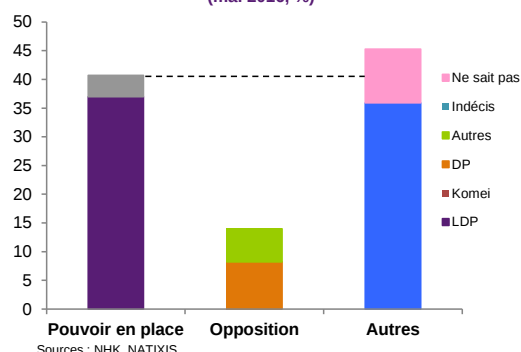


Incertitude sur le score du PM Abe aux élections à la chambre haute en juillet

La faiblesse de la reprise accroît les pressions sur le gouvernement pour qu'il adopte des mesures de relance. La réponse du gouvernement sera déterminante dans la perspective des élections à la chambre haute du 10 juillet prochain. Si le Parti Libéral-Démocrate du PM Abe arrive en tête dans les derniers sondages, l'issue des élections reste très incertaine puisque les indécis et les sans opinions sont majoritaires (graphique 11).

Dans notre scénario central, la taxe sur la consommation sera relevée de 8% à 10% en avril 2017. La mesure sera toutefois de plus en plus difficile à justifier non seulement parce que la conjoncture est devenue plus fragile mais aussi parce qu'un resserrement de la politique budgétaire est susceptible de retarder le retour à la normale à Kumamoto après le séisme. Si nous tablons sur une croissance de +0,3% en GA en 2016 (après +0,6% en 2015), l'activité pourrait décevoir en raison d'une moindre accélération de la demande dans la perspective du relèvement de la taxe sur la consommation. Comme en avril 2014 après le relèvement de 5% à 8% de la taxe sur la consommation, la mesure devrait entraîner le Japon dans une récession technique, l'accélération de l'inflation pesant sur le pouvoir d'achat des ménages et contraignant la consommation privée.

Graphique 11
Japon : sondages d'opinion
(mai 2016, %)



Vers une action coordonnée du gouvernement et de la BoJ

Pour permettre à la BoJ de conserver ses faibles marges de manœuvre, selon nous, le gouvernement et la banque centrale vont coordonner leurs actions⁸. Comme nous l'avons déjà indiqué dans notre Special Report⁹, le gouvernement devrait organiser une réponse budgétaire pour limiter la contraction de l'activité. En fait, il a déjà synchronisé ses annonces en matière de politique en octobre dernier lorsque le risque de récession technique s'était accru. Alors que, contre toute attente, la BoJ a laissé ses taux inchangés, le gouvernement a annoncé le même jour un plan de relance de 3 trillions de yens (0,6% du PIB). Autre exemple, la BoJ a surpris les intervenants en portant les taux d'intérêt en territoire négatif, même si le gouverneur Kuroda l'a nié à plusieurs reprises, pour soutenir les négociations salariales de printemps et apporter ainsi un soutien important à l'Abeonomics.

Vers un nouveau report de la taxe sur la consommation

Le PM Abe a déjà fait part de son intention de reporter le relèvement de 8% à 10% de la taxe sur la consommation programmée en avril 2017. Si les mesures alternatives pour accroître les recettes fiscales ne sont pas encore connues, ce report est d'autant plus probable que la conjoncture est faible et que l'issue des élections à la chambre haute en juillet reste incertaine. Parce qu'une réduction du taux d'impôt de 1% ampute généralement les recettes fiscales d'environ 2 trillions de yens, la décision pourrait augmenter le PIB de 4 trillions de yens (0,8% du PIB). Après retraitement de l'impact du relèvement de la taxe sur l'activité, et en l'absence d'accélération de la demande dans cette perspective, la croissance attendue sur 2016 sera révisée en baisse à +0,1% en GA, contre de +0,3% précédemment (**tableau**). En outre, les prévisions pour 2017 seront révisées en hausse à +0,3% en GA contre +0,1% précédemment, le Japon ne tombant plus en récession technique suite à la mesure. Sans relèvement de la taxe sur la consommation, l'inflation anticipée pour 2017 sera révisée en baisse à +0,5% en GA (contre +1,7% précédemment).

Les dépenses publiques vont augmenter

Le report du relèvement de la taxe ne suffisant pas, le gouvernement devrait augmenter ses dépenses pour soutenir l'économie. Premièrement, un programme d'aide de 700 MdJPY (0,1% du PIB) a d'ores et déjà été débloqué pour soutenir la préfecture de Kumamoto frappée par un terrible tremblement de terre en avril. Deuxièmement, pour relancer l'activité, le gouvernement devrait voter une rallonge budgétaire de 1,0% du PIB. Globalement, face à la dégradation de la conjoncture, les dépenses publiques devraient donc augmenter de 9,7 trillions de yen (2,0% du PIB).

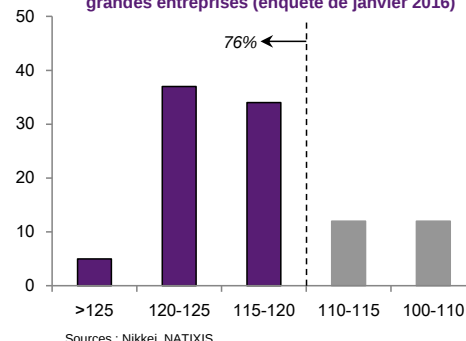
⁸ Asia Hot Topic « MoF takes baton for Abeonomics – Yen to decide when to pass it back to BoJ », 17 mai 2016

⁹ Special Report « Japon : en 2016, la volatilité des marchés et la faible augmentation des salaires pourraient tuer la reprise », 21 janvier 2016

(Tableau) Impact du relèvement de la taxe sur la consommation

	PIB		Inflation	
	2016	2017	2016	2017
Relèvement de la taxe	0,3%	0,1%	0,4%	1,7%
Aucun relèvement de la taxe*	0,1%	0,3%	0,4%	0,5%

* après retraitement des dépenses prévues dans le cadre de la rallonge budgétaire.
Source : NATIXIS

Graphique 12
Japon : taux de change USD/JPY confortable pour les grandes entreprises (enquête de janvier 2016)

Sources : Nikkei, NATIXIS

A moins d'une nouvelle appréciation du yen, la politique monétaire devrait rester inchangée

Alors que cette relance budgétaire soutiendra l'activité, la politique monétaire devrait rester inchangée. Le comportement du yen déterminera combien de temps la BoJ pourra se permettre de rester inactive. Les décisions de la Fed pesant sur le Yen, un resserrement plus progressif de la politique monétaire de la Fed pourrait entraîner un renforcement du Yen de par une contraction du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon. La vigueur actuelle du yen gênant déjà les entreprises (**graphique 12**), les tensions déflationnistes pourraient se renforcer avec une révision à la baisse des anticipations d'inflation, des exportations et des prix à l'importation. Si le yen devait s'apprécier davantage, il serait donc difficile pour la BoJ de ne pas réagir par un assouplissement de sa politique monétaire. Elle pourrait notamment octroyer des prêts au taux d'intérêt de -0,1% aux banques privées, afin de limiter pour ces dernières l'impact des taux d'intérêt négatifs. Dans le même temps, la banque centrale pourrait également allonger de 12 à 15 ans la maturité des JGB achetés dans le cadre des QQE (quantitative and qualitative easing). Ces deux mesures viseraient à affaiblir le Yen.

Kohei Iwahara

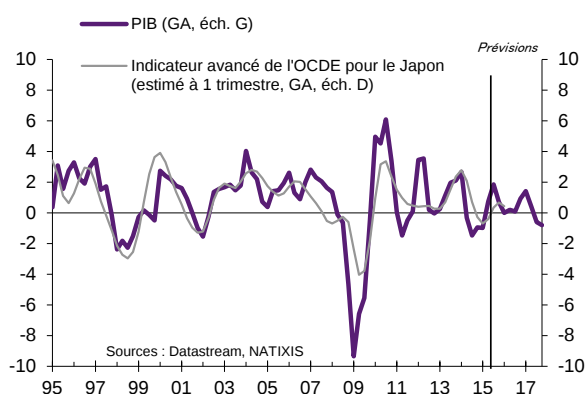
Prévisions macroéconomiques et financières : Japan

Chiffres clés Japon	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Consommation privée (GA)	0,3	2,3	1,7	-0,9	-1,2	0,4	-0,1
Consommation publique (GA)	1,2	1,7	1,9	0,1	1,2	1,5	0,4
FCBF (GA)	1,5	3,4	2,4	1,4	0,2	0,6	-0,1
Contribution des stocks	5,9	5,3	3,1	7,2	0,3	2,2	1,5
Demande intérieure (GA)	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,6	0,3	0,1
Exportations (GA, %)	-0,4	-0,2	1,2	8,3	2,8	-0,5	1,2
Importations (GA, %)	5,9	5,3	3,1	7,2	0,3	2,2	1,5
PIB Réel (GA)	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,6	0,3	0,1
IPC global national (GA)	-0,3	0,0	0,4	2,7	0,8	0,4	1,7
Déflateur du PIB (GA)	-1,8	-0,9	-0,6	1,7	1,9	-0,1	1,1
Taux de chômage (%)	4,6	4,3	4,0	3,6	3,4	3,2	3,3
Taux d'épargne des ménages	5,7	3,5	2,3	2,1	3,6	3,5	2,6
Solde budgétaire (%)	-8,8	-8,7	-8,5	-7,7	-6,7	-7,8	-7,0
Balance courante (% PIB)	2,2	1,0	0,9	0,5	3,3	1,9	2,3

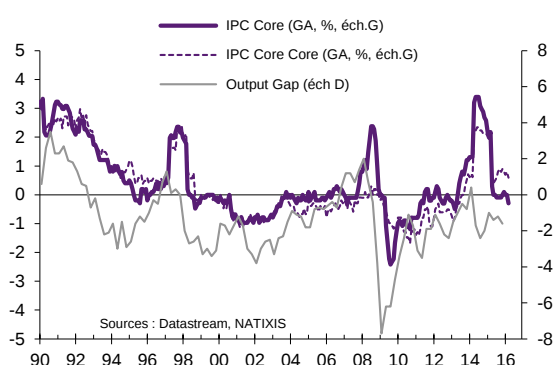
Marchés Japon	29-avr.	3M	6M	12M
Taux directeurs				
O/N Call Rate	0,1	0,1	0,1	0,1
Taux d'intérêt				
3 mois	-0,02	-0,04	-0,06	-0,08
10 ans	0,14	0,18	0,17	0,15
Taux de change				
USD/JPY	106,5	111,0	113,0	114,0
EUR/JPY	122,5	122,1	122,0	125,4

	Q3 14	Q4 14	Q1 15	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16F	Q3 16F	Q4 16F	Q1 17F	Q2 17F	Q3 17F	Q4 17F
PIB réel (GA)	-1,5	-1,0	-1,0	0,7	1,8	0,7	0,0	0,2	0,1	0,9	1,4	0,4	-0,6	-0,8
PIB réel (T/T)	-0,7	0,5	1,3	-0,4	0,4	-0,4	0,4	-0,2	0,3	0,4	0,9	-1,2	-0,7	0,2
Déflateur du PIB (T/T)	2,0	2,3	3,2	1,4	1,8	1,5	0,9	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	1,6	1,6	1,4
Taux de chômage (%)	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,3	3,6
Taux cible de la BoJ (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3

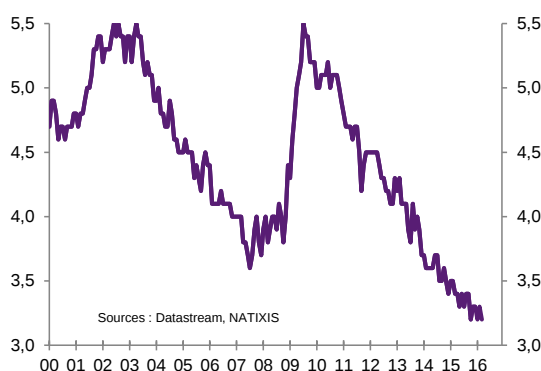
Composition du PIB (Ga, %)



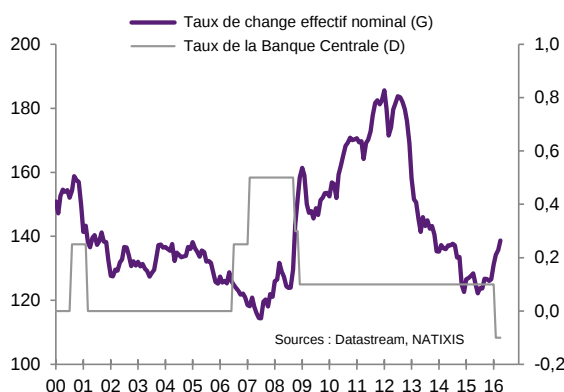
Inflation (%)



Taux de chômage(%)



Taux BoJ et taux de change



4. Royaume-Uni : devrions-nous rester ou dire au revoir ?

Résumé : Le 23 juin, les électeurs britanniques seront appelés à répondre à la question : « Le Royaume-Uni doit-il rester un membre de l'Union européenne ou quitter l'Union européenne ? ». Nous anticipons une victoire du camp favorable à l'UE dont l'argument d'une économie relativement petite et ouverte s'en sortant beaucoup moins bien en dehors de l'UE devrait prévaloir le jour du référendum. Le Britannique pragmatique, même indécis, fera le choix rationnel du connu plutôt que de l'inconnu, ce dernier étant susceptible de s'avérer trop coûteux et risqué pour l'économie et la population. La dissipation des incertitudes liées au Brexit devrait permettre à l'économie britannique de rebondir, aux marchés de se redresser et aux investissements étrangers d'augmenter. L'activité domestique ne sera plus sujette à l'incertitude, améliorant ainsi les perspectives de gains de productivité. Cependant, en cas de victoire du camp en faveur d'une sortie du RU de l'UE, l'instabilité politique ainsi que la hausse de l'incertitude des entreprises et de l'aversion des investisseurs étrangers porteraient un coup d'arrêt aux marchés et à l'activité économique. Une sortie de l'UE prendrait jusqu'à deux ans, sinon plus, de sorte que l'incertitude concernant les nouveaux termes de la relation UE/RU continuerait à peser sur le climat général, à fortement durcir les conditions de liquidité et à alimenter la dépréciation de la devise. Un ralentissement abrupt de la croissance, voire une récession, nécessiterait un assouplissement du *policy mix*.

Positionnement : l'activité économique devrait rebondir avec la dissipation des incertitudes liées au Brexit. Toutefois, la croissance ralentira à 1,9% en 2016 contre 2,3% en 2015 (consensus : 1,9%). L'inflation accélèrera progressivement à 0,6% en 2016 contre 0,0% en 2015 (consensus : 0,7%). La BoE devrait commencer à normaliser sa politique en février 2017.

Principaux aléas

Haussiers

- Brexain : redressement considérable du marché, fort rebond de la confiance, forte amélioration de l'activité économique, importants investissements directs étrangers et entrées de capitaux
- Le RU sécurise rapidement les concessions accordées, satisfaisant les membres eurosceptiques du parlement et les électeurs
- Les effets de richesse apportent un nouveau soutien important à la consommation
- Les investissements dans le capital humain et la création de nouveaux programmes d'apprentissage entraîneront d'importants gains de productivité
- Le rebond durable de la productivité soutient les hausses de salaires
- Les incitations budgétaires (nouveau salaire minimum, hausse de l'allocation personnelle non imposable, allocation d'investissement permanent à 200k £ pour les PME, hausse de l'allocation emploi, nouvelle réduction de l'impôt sur les sociétés) font plus que compenser l'impact négatif sur l'économie des mesures de consolidation budgétaire.

Baissiers

- Brexit : instabilité politique, énorme volatilité des marchés, importantes sorties de capitaux, désinvestissement étranger, goulot de liquidité, délocalisation d'entreprises vers la zone euro
- Ralentissement significatif de l'économie britannique plombée par le Brexit et les difficultés mondiales
- Les ajustements négatifs des marchés financiers et immobiliers affectent durablement l'activité des entreprises et les dépenses des ménages
- Les sorties accrues de capitaux affaiblissent l'économie britannique
- La victoire du camp du *Remain* entraîne un énorme redressement des marchés et freine la recherche de productivité et d'efficacité
- La conjoncture mondiale défavorable et l'austérité budgétaire plombent l'activité économique du RU en dépit de la dissipation des risques du Brexit.
- La crise de compétences s'intensifie et pèse sur l'investissement productif.

Faut-il rester ou partir ?

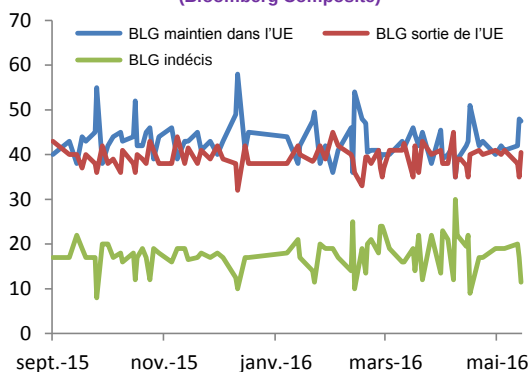
Le 23 juin, les électeurs britanniques seront appelés à se prononcer sur la question : « le Royaume-Uni doit-il rester un membre de l'Union européenne ou quitter l'Union européenne ? ». Si le vote pour quitter l'UE l'emporte, le RU quittera très vraisemblablement l'UE dans les deux prochaines années. Le parti conservateur est divisé sur l'Europe depuis des décennies. Après la victoire à l'issue de l'élection générale en 2015, le Premier ministre David Cameron, sous la pression des membres eurosceptiques de son parti, a annoncé la tenue d'un référendum sur la participation à l'UE avant fin 2017. Une énorme incertitude et volatilité des marchés financiers étaient anticipées en raison du vote dans la mesure où ce dernier remettait en question l'accès du RU au marché européen de 500 millions de consommateurs. En conséquence, le Premier ministre a

décidé de renégocier la relation du RU avec l'UE et d'organiser un référendum dès juin 2016 pour éviter une plus longue période d'incertitude et donc de restriction de la croissance économique et de tension sur les finances.

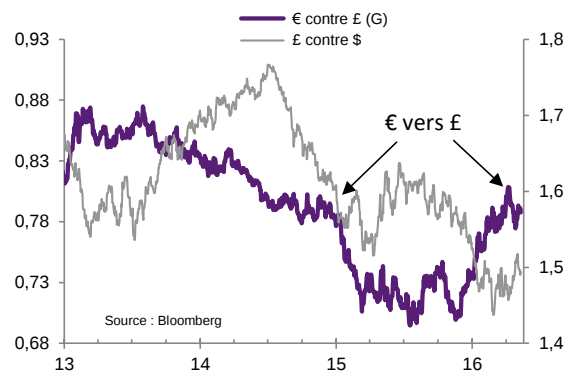
Enthusiastes
contre
opposants

Le Premier ministre a négocié avec détermination de nouvelles concessions pour la participation à l'UE lors du sommet du Conseil européen de février. Les concessions : 1/ libérer la Grande Bretagne de son engagement à une plus grande intégration politique, 2/ garantir la non-discrimination entre les membres euro et non-euro de l'UE et que les responsabilités de supervision et macro-prudentielles restent du domaine des autorités britanniques, 3/ s'assurer de l'engagement de l'UE à renforcer la compétitivité et le marché interne, à réduire les procédures administratives et à poursuivre une politique commerciale ambitieuse, et enfin 4/ reconnaître que la libre circulation des travailleurs peut faire l'objet de restrictions. Néanmoins, les actions de Cameron ont été vivement critiquées par les membres eurosceptiques du parlement et ont amplifié les divisions au sein du cabinet. La campagne anti-UE des eurosceptiques est soutenue par l'UKIP (le parti indépendant britannique) et pratiquement la moitié des députés conservateurs, dont cinq membres du gouvernement. Du côté positif, le maire de Londres nouvellement élu, Sadiq Khan, appartenant au parti travailliste contrairement à son prédécesseur Boris Johnson, a déclaré son soutien à la campagne en faveur du maintien dans l'UE. Par ailleurs, le Labour, SNP, Plaid Cymru et les Lib Dems soutiennent tous la participation à l'UE, ce qui, parallèlement aux mises en garde de grandes entités institutionnelles (FMI, OCDE, le Trésor britannique, BoE), devrait faire pencher la balance des votes du côté du *Remain*. Sur le plan négatif, cependant, les sondages d'opinions donnent des résultats serrés, ce qui parallèlement à la qualité déconcertante des résultats, en rappel ceux de l'élection générale de 2015, continue à aggraver l'incertitude. Dans les **graphiques 1 et 2**, nous illustrons respectivement l'indicateur composite Bloomberg des intentions de vote ainsi que le taux de change du sterling contre l'euro et le dollar.

Graphique 1
Sondages d'opinion sur le Brexit
(Bloomberg Composite)



Graphique 2
Taux de change de la livre sterling

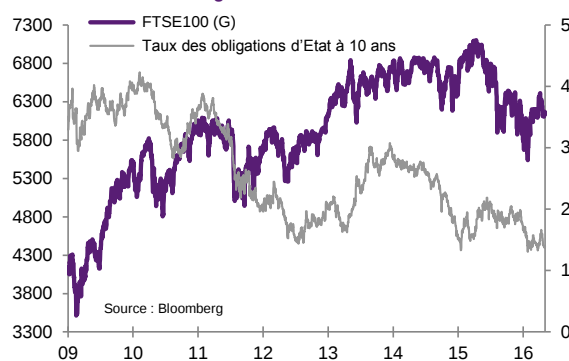


Des sondages
d'opinion risqués

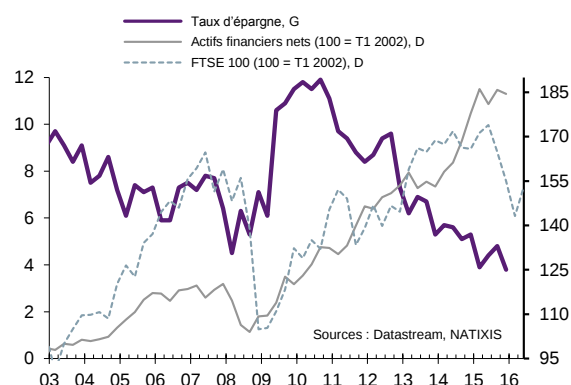
L'indicateur composite Bloomberg suggère que le pourcentage d'électeurs indécis a chuté à près de 10% mais pourrait remonter à la moyenne précédente de 17%. Par conséquent, il existe toujours une probabilité élevée d'une victoire franche du camp en faveur du maintien de la participation à l'UE et du camp en faveur d'une sortie. Les mises en garde des grandes institutions (FMI, OCDE, Trésor britannique), ainsi que le soutien du président américain à la participation du RU à l'UE, ont conduit les électeurs indécis à rejoindre le camp du *Remain* (**graphique 1**), mais l'effet n'a été que temporaire. En conséquence, il est plus que probable que la campagne pro-EU ait à nouveau besoin de souligner les avantages de l'UE et les coûts d'une sortie du marché unique à l'approche du référendum. Sur un plan moins positif, cependant, les arguments pro-UE ont trait aux avantages politiques et économiques (1/ accès au marché unique de l'UE, 2/ influence plus importante sur l'économie mondiale, 3/ voix au chapitre du RU concernant la réglementation) qui sont moins personnels que ceux de la campagne en faveur d'une sortie (1/ migration, 2/ contributions au budget de l'UE, 3/ services publics britanniques débordés). Cependant, nous pensons que les électeurs britanniques feront passer les intérêts du pays avant leurs intérêts personnels et voteront en faveur de la participation à l'UE. Les avantages de l'UE dans l'ensemble, à travers lesquels les membres partagent les opportunités et se protègent des menaces mutuelles, devraient convaincre les Britanniques flexibles et pragmatiques. En conséquence, après un premier semestre atone (légèrement moins de 0,4% T/T en moyenne), l'activité économique du RU devrait

rebondir à 0,6% T/T au second semestre 2016. Toutefois, l'économie enregistrera un ralentissement de la croissance du PIB à 1,9% en 2016, contre 2,3% en 2015.

Graphique 3
Royaume-Uni : comportement des marchés obligataires et boursiers



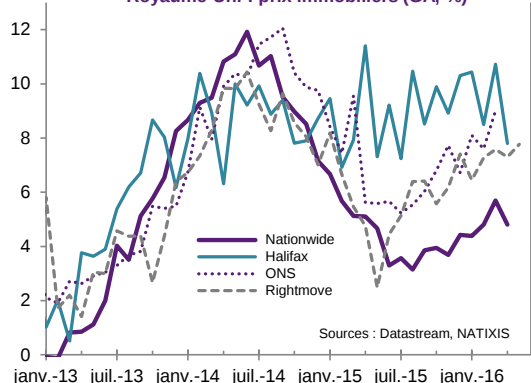
Graphique 4
ménages et taux d'épargne



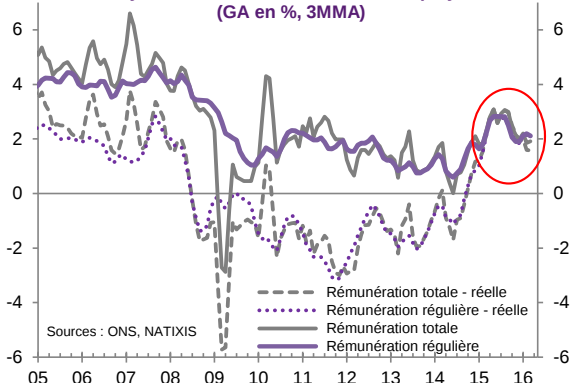
Livre sterling : victime du Brexit

La volatilité associée au prochain référendum a été particulièrement marquée au niveau du marché des changes (**graphique 2**), tandis que le vote UE a moins affecté les marchés d'actions et d'obligations britanniques (**graphique 3**). La bourse a davantage réagi aux évolutions des prix du pétrole et des autres matières premières au niveau mondial, les secteurs du pétrole et du gaz représentant plus de 13% du FTSE 100 et les secteurs miniers et de l'extraction environ 23%. De plus, la possibilité d'un Brexit, bien qu'associée à des risques baissiers, serait suivie d'une longue période d'assouplissement de la politique monétaire (baisse des taux et injection de liquidités dans l'économie), ce qui stabiliserait le marché boursier, à conditions que les actions des banques ne s'effondrent pas. Dans l'ensemble, le marché des actions est actuellement plus sensible aux facteurs internationaux. Par ailleurs, le marché obligataire a relativement bien résisté aux incertitudes domestiques en dépit d'un moindre succès des adjudications de gilts, ce qui a conduit le gouvernement à demander aux banques d'accroître leurs soumissions durant ces dernières attributions. En outre, le plan d'austérité budgétaire du gouvernement et la baisse des rendements dans d'autres pays développés, notamment les taux négatifs sur les dettes allemande et japonaise, ont contribué à la résilience du marché des gilts. Il s'agit certainement d'une bonne stratégie d'investissement pour les investisseurs domestiques à la recherche de taux d'intérêt sans risque. La situation est quelque peu différente pour les investisseurs étrangers, dans la mesure où ils doivent également tenir compte du risque de change. Néanmoins, le mois de mars a enregistré 7,8 Md£ d'achats de gilts après deux mois (janvier-février) de ventes de gilts par les investisseurs étrangers totalisant 9,2 Md£.

Graphique 5
Royaume-Uni : prix immobiliers (GA, %)



Graphique 6
Royaume-Uni : rémunération des employés (GA en %, 3MMA)

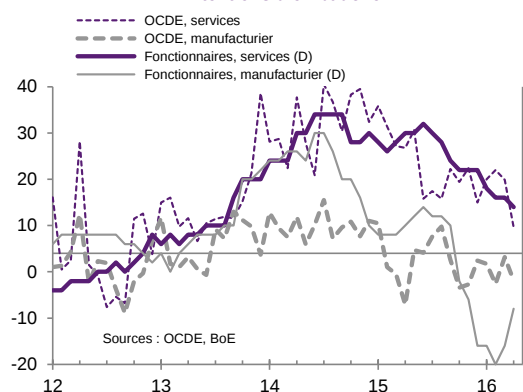


Risques baissiers pour les dépenses des ménages

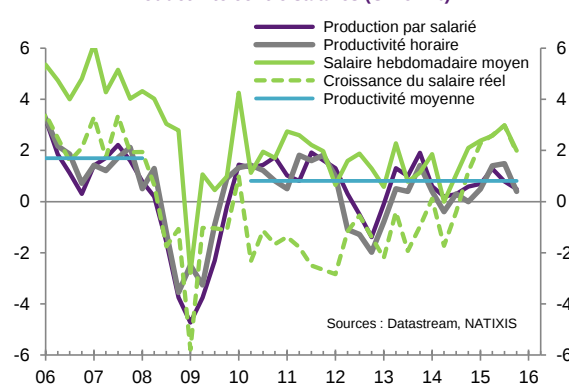
Les effets richesse liés aux actions et à l'immobilier (**graphiques 3 et 5**) ont joué un rôle significatif dans la réduction de l'épargne de précaution des ménages (**graphique 4**) et la hausse de la consommation privée en dépit de la croissance toujours écornée des salaires (**graphique 6**). Sur la majeure partie de la période ayant

suivi la crise financière, les salaires nominaux ont enregistré une faible croissance par rapport aux niveaux d'avant crise. Ils n'ont commencé à se redresser qu'au cours des premiers mois de 2015 (dépassant légèrement les 3% en mi 2015). Cependant, la reprise n'a été que de courte durée au regard de la baisse de la croissance des salaires à 2,0% fin 2015 (soit la moitié du niveau d'avant crise). Sur un plan positif, le pouvoir d'achat des ménages a davantage progressé, soutenu par la hausse du revenu disponible réel en 2015 pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière, après une chute de l'inflation britannique à zéro parallèlement à la baisse des cours mondiaux des matières premières (**graphique 5**). Néanmoins, le ralentissement de la croissance des salaires nominaux indique un resserrement moins marqué des conditions sur le marché du travail ainsi qu'un recul des intentions d'embauche (**graphique 7**). La croissance trimestrielle de l'emploi a ralenti pour s'inscrire à un rythme à deux chiffres (+44k au T1) début 2016 contre une croissance à trois chiffres au second semestre 2015. De plus, l'appréciation des prix immobiliers a quelque peu ralenti, ce qui d'une part réduit les risques de surchauffe (également grâce aux mesures du gouvernement visant à contenir les achats destinés à la location) mais pourrait indiquer d'autre part une hausse de la sensibilité du marché immobilier à l'accroissement des risques. Dans l'ensemble, bien que les marchés immobiliers et financiers aient fait preuve de résistance et que la demande de main d'œuvre soit toujours présente, les signes traduisant une montée des risques baissiers sur la consommation des ménages se sont accumulés.

Graphique 7
Intentions d'embauche

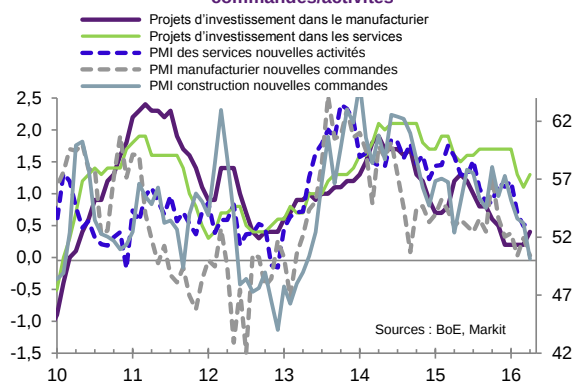
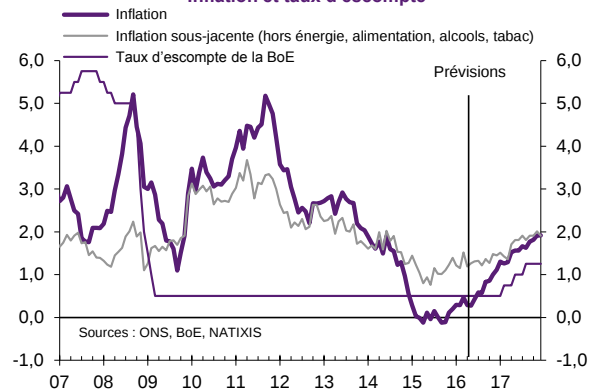


Graphique 8
Productivité contre salaires (GA en %)



Peut-on espérer des hausses de salaires ?

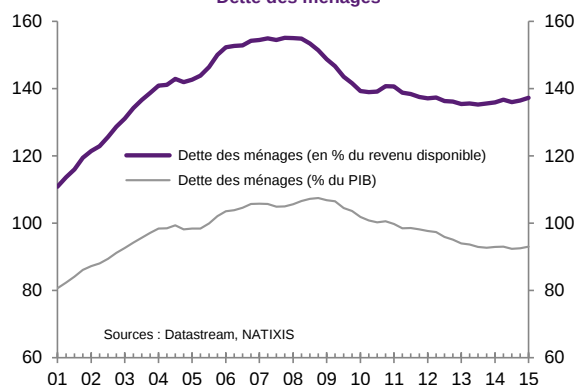
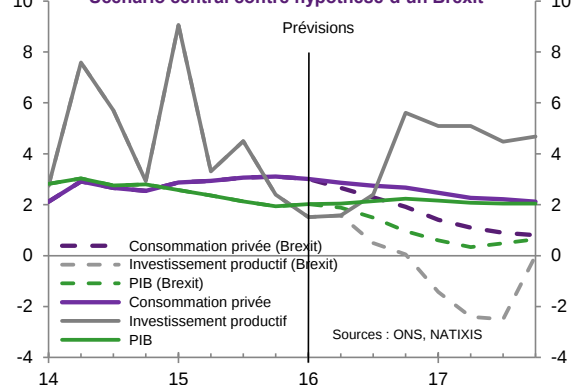
De surcroît, la reprise graduelle de l'inflation qui devrait revenir à 2% au cours des deux prochaines années mettra progressivement fin aux effets réels si les salaires nominaux ne parviennent pas à rebondir durablement (**graphique 8**). Les ingrédients minimums d'un redressement durable des salaires sont : 1/ l'absence de fortes incertitudes et 2/ un rebond de la productivité. Cependant, l'insécurité économique dans un contexte mondial difficile accompagné d'un risque de Brexit paralyse l'activité des entreprises (**graphique 9**), rendant la recherche de gains de productivité secondaire et moins prioritaire. Par ailleurs, la chute de l'investissement dans l'extraction a continué à peser sur la croissance de l'investissement total des entreprises (-3,5pp au T4 à 3,0% en GA), affectant le climat général des affaires. Les intentions d'investissement ont légèrement augmenté en avril, mais les perspectives d'activité n'en restent pas moins moroses (**graphique 9**). En conséquence, à court terme, nous n'anticipons pas de surprise à la hausse de la croissance étonnamment faible de la productivité (**graphique 8**), tandis que les capacités toujours inutilisées dans l'économie limitent toute hausse durable des salaires. Sur un plan positif, cependant, l'incertitude liée au référendum devrait se dissiper avec la victoire du *Remain* le 23 juin, engendrant un fort rallye boursier et un rebond de la confiance. En outre, l'augmentation progressive des prix du pétrole diminuera les obstacles à la croissance de l'investissement venant de la faiblesse du secteur de l'extraction. En cas de rejet du Brexit, l'investissement privé devrait rebondir à 3,7% en 2017 contre 1,8% cette année. Ce scénario présente cependant toujours des risques baissiers : en particulier, la période d'incertitude accrue pourrait avoir un impact négatif plus persistant qu'actuellement anticipé sur les dépenses d'investissement et s'il se prolongeait pendant au moins deux ans (en cas de sortie de la Grande Bretagne), cela pourrait faire basculer le RU dans la récession.

Graphique 9
Projets d'investissement et nouvelles commandes/activitésGraphique 10
Inflation et taux d'escompte

Si seulement le
RU votait pour
rester...

Au contraire, si les risques liés au référendum se dissipaient complètement, la hausse du salaire minimum vital (à 7,2£ depuis avril), les conditions relativement tendues sur le marché du travail (taux de chômage à 5,1%), conjugués à la solidité de la demande domestique et à la hausse des prix à la consommation et à la production, devraient inciter les entreprises à réaliser des gains de productivité. Si ces derniers se réalisaient, cela ouvrirait la voie à une croissance durable des salaires. Tandis que l'inflation générale actuelle est plombée par les baisses antérieures des prix énergétiques et alimentaires, l'inflation sous-jacente a également été restreinte (**graphique 10**). Les effets de base liés à la chute antérieure des prix de l'énergie et de l'alimentation ainsi que la récente faiblesse de la livre sterling soutiendront une accélération progressive de l'inflation. A terme, avec l'absorption des capacités excédentaires, l'inflation dépendra de plus en plus de la demande domestique et des tensions sur les coûts.

Tout bien considéré, la dépendance toujours excessive vis-à-vis des effets de richesse ainsi que l'accélération graduelle de l'inflation générale devraient réduire le soutien au pouvoir d'achat. De plus, les ménages britanniques sont toujours très endettés (**graphique 11**), ce qui les rends très vulnérables à des hausses de taux d'intérêt tandis que la politique budgétaire restera sur la voie de la consolidation jusqu'à 2019-2020. Aussi les gains de productivité et les hausses de salaires sont-ils essentiels au maintien d'une croissance économique robuste, ce qui permettrait également à la BoE de normaliser sa politique.

Graphique 11
Dettes des ménagesGraphique 12
Scénario central contre hypothèse d'un Brexit

Le RU doit-il dire
au revoir ...

Pour l'heure, la faiblesse du sterling et des intentions d'investissement et d'embauche des entreprises constituent les principaux freins de l'économie. La dépréciation de la devise, bien qu'elle contribue normalement à la compétitivité des exportations, soutiendra moins fortement les exportations du RU. Ceci s'explique par le fait que les exportations britanniques soient largement sophistiquées et donc inélastiques aux prix (notamment l'équipement électronique, les produits pharmaceutiques et les services financiers, juridiques et informatiques). De plus, l'économie britannique continuera à importer des produits manufacturés compte tenu de la taille relativement petite de son industrie manufacturière. Si le RU votait en faveur d'une sortie de

l'UE, l'instabilité politique conjuguée à la forte montée de l'incertitude et de l'aversion des investisseurs étrangers porteraient un coup d'arrêt immédiat au marché et à l'activité commerciale. Par ailleurs, une sortie de l'UE prendrait jusqu'à deux ans, voire plus, de sorte que l'incertitude concernant les nouveaux termes de la relation UE/RU continuerait à affecter le sentiment général, à fortement durcir les conditions de liquidités et à alimenter davantage la dépréciation de la devise. Dans l'ensemble, le vote en faveur d'une sortie entraînerait un ralentissement abrupt de la croissance qui requerrait un assouplissement du *policy mix*.

L'intérêt de
l'économie avant
tout

Cependant, dans notre scénario central, l'argument du camp pro-UE selon lequel une économie relativement petite et ouverte s'en sortirait beaucoup moins bien livrée à elle-même l'emportera le 23 juin, les Britanniques flexibles et pragmatiques étant susceptibles de faire passer l'intérêt de l'économie avant tout. Les indicateurs du T1 ont été assez décevants, tandis que les enquêtes indiquent que l'essoufflement de l'activité s'est prolongé au T2, avec des entreprises faisant état d'un affaiblissement de la demande domestique et étrangère. Cependant, une fois que ces incertitudes se seront dissipées fin juin, l'activité économique devrait se renforcer sur la base d'un choc de confiance positif. Ainsi, après un premier semestre 2016 marqué par une croissance contrainte (légèrement inférieure à 0,4% T/T en moyenne), le PIB du RU devrait rebondir à 0,6% T/Tau second semestre 2016. Toutefois, la croissance devrait ralentir à 1,9% en 2016, après 2,3% en 2015. Le rallye boursier et le rebond de la confiance permettront aux effets richesse des ménages de continuer à apporter leur soutien. De surcroît, l'activité domestique sera confortée et ne sera plus soumise à l'incertitude. Le rebond de l'activité économique contribuera à absorber les capacités excédentaires, laissant présager l'avènement de gains d'efficacité et de productivité. En conséquence, la BoE devrait commencer à normaliser sa politique monétaire dans le courant du premier semestre 2017.

Sylwia Hubar

Prévisions macroéconomiques et financières : Royaume-Uni

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Royaume-Uni	2014	2015 ^P	2016 ^P	2017 ^P
Consommation privée (GA, %)	2,5	2,7	2,6	2,5
Consommation publique (GA, %)	2,5	1,5	1,7	0,5
Investissement (GA, %)	7,3	4,1	1,4	3,7
Stocks (contrib., pt %)	0,2	-0,4	0,2	-0,2
Exportations (GA, %)	1,2	5,1	1,2	2,5
Importations (GA, %)	2,4	6,3	3,1	2,5
Commerce extérieur (contrib., pt %)	-0,4	-0,5	-0,7	-0,1
PIB	2,9	2,3	1,9	2,0
Inflation	1,5	0,0	0,6	1,7
Taux de chômage (BIT) (moy. Ann.)	6,2	5,4	5,0	4,8
Emploi (GA, %moy. Ann.)	2,3	1,5	0,9	0,7
Solde budgétaire (% PIB)	-5,1	-3,9	-3,3	-1,9
Balance courante (mds £)	-92,5	-96,2	-88,2	-80,2
Balance courante (% PIB)	-5,1	-5,2	-4,6	-4,1

Marchés	juin-16	3M	6M	12M
Taux d'intérêt*				
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,75
3 mois	0,60	0,60	0,68	1,15
2 ans	1,00	1,17	1,36	1,80
5 ans	1,36	1,53	1,70	2,05
10 ans	1,71	1,89	2,04	2,30
Change				
EUR / GBP	0,77	0,74	0,71	0,71
GBP / USD	1,42	1,48	1,53	1,56

* Taux annualisés

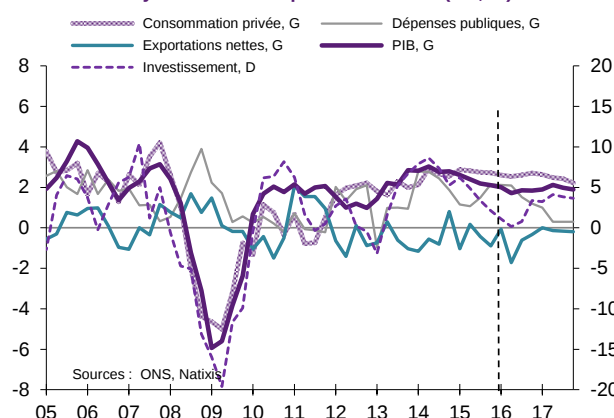
Profil trimestriel, Royaume-Uni	T1-15	T2-15	T3-15 ^P	T4-15 ^P	T1-16 ^P	T2-16 ^P	T3-16 ^P	T4-16 ^P	T1-17 ^P	T2-17 ^P	T3-17 ^P	T4-17 ^P
PIB (T/T, %)	0,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5
PIB (GA, %)	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	2,0	1,9
Inflation (CPI)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,7	1,2	1,5	1,8	1,9	1,9
Taux de chômage (BIT)	5,5	5,6	5,3	5,1	5,1	5,1	5,1	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7
Taux de base (fin de trimestre)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25

Environnement international	2014 ^P	2015 ^P	2016 ^P
Etats-Unis			
PIB (GA, %)	2,4	1,9	2,1
Inflation (%)	0,1	1,1	2,4
Solde budgétaire (% PIB)	-2,4	-3,0	-3,1
Zone Euro			
PIB (GA, %)	1,5	1,5	1,4
Inflation (%)	0,0	0,1	1,4
Solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-1,8	-1,6
Brent (Brl.S. moyenne annuelle)	99,8	53,5	44,1

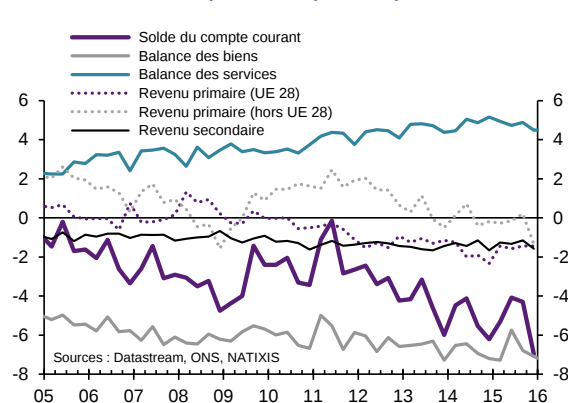
Taux d'intérêt	juin-16	3M	6M	12M
Repo BCE	0,00	0,00	0,00	0,00
10A Bund	0,30	0,45	0,60	0,75
Fed funds	0,75	0,75	1,00	1,25
10A Treasuries	1,95	1,95	2,10	2,20
Taux de change	juin-16	3M	6M	12M
EUR/USD	1,10	1,10	1,08	1,10
USD/JPY	111,0	111,0	113,0	114,0

Sources : ONS, Datastream, prévisions NATIXIS
P : Forecasts

Royaume-Uni: composantes du PIB (GA, %)



Compte courant (% du PIB)



5. Prévisions économiques et financières

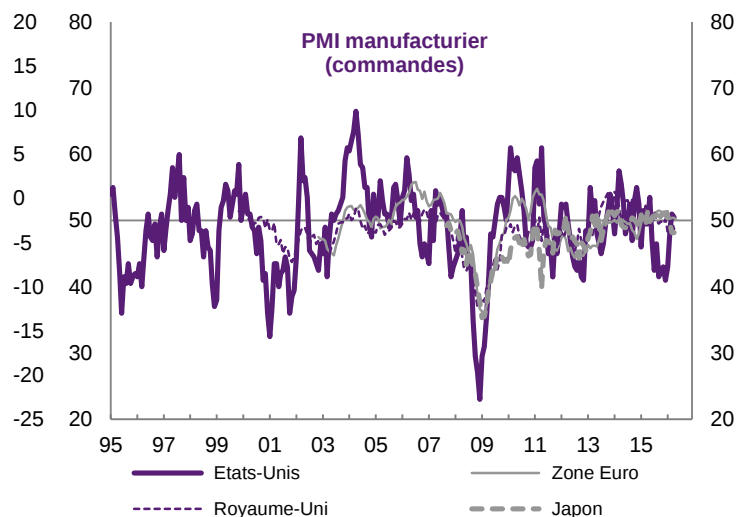
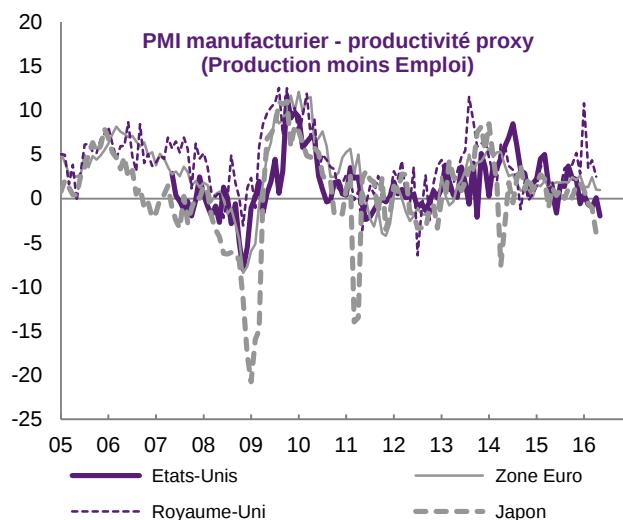
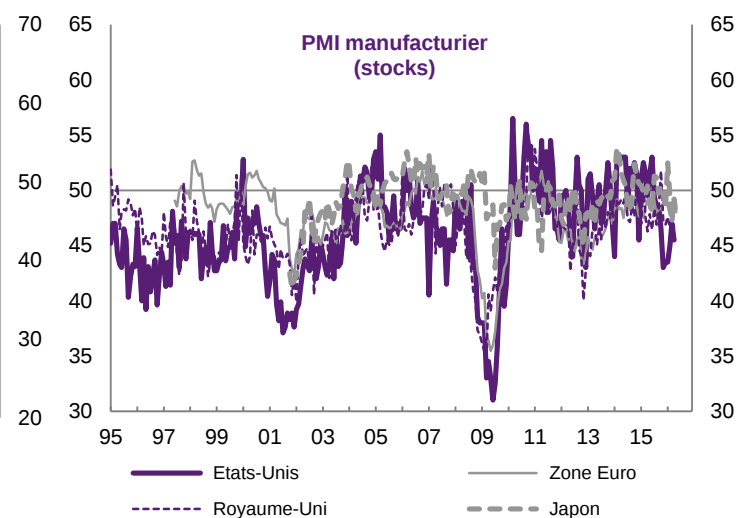
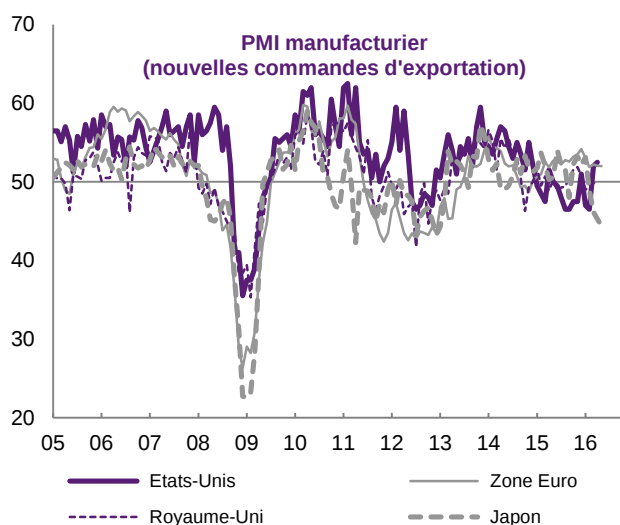
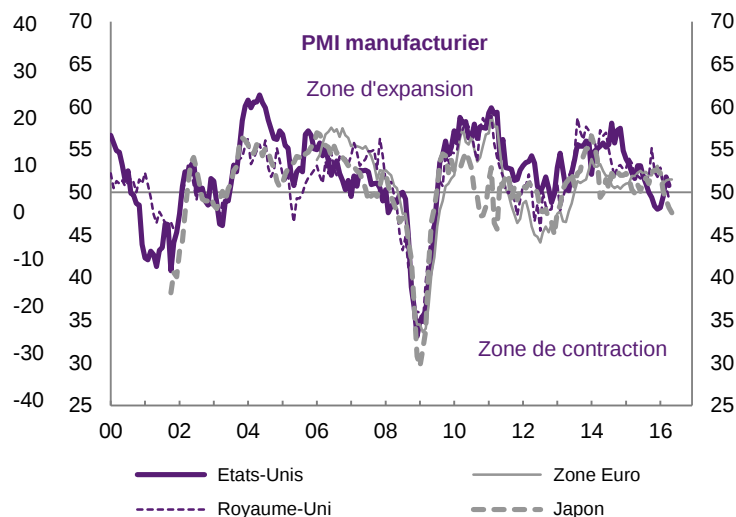
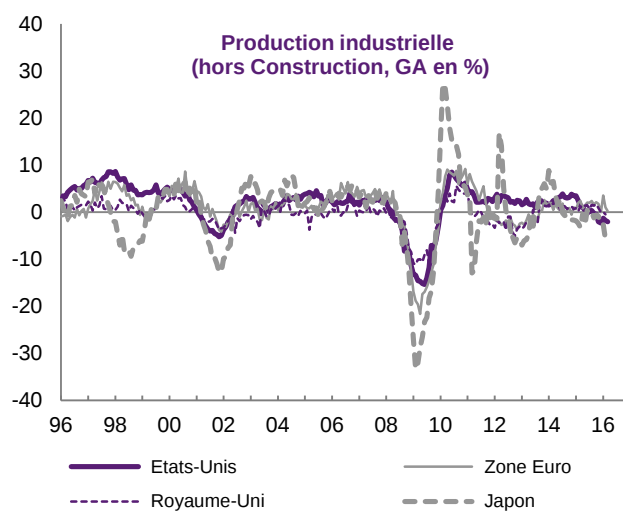
	PIB (%)			Inflation (%)			Solde budgétaire (% PIB)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Etats-Unis	2,4	1,9	2,3	0,1	1,2	2,3	-2,4	-3,0	-3,1
Amérique Latine	-1,3	-2,2	-0,6	15,1	61,2	15,0	-7,6	-7,0	-4,5
Brésil	-3,8	-4,5	-2,0	9,0	7,2	6,0	-10,3	-8,6	-7,5
Mexique	2,5	2,7	3,0	2,7	3,2	3,0	-3,4	-4,0	-3,8
Argentine	2,1	-2,0	1,0	27,1	35,6	27,0	-5,0	-5,0	-4,6
Royaume Uni	2,3	1,9	2,0	0,0	0,6	1,7	-3,9	-3,3	-1,9
Zone Euro	1,5	1,5	1,4	0,0	0,3	1,5	-1,9	-1,8	-1,6
Allemagne	1,4	1,6	1,4	0,1	0,4	1,7	0,7	0,3	0,5
France	1,2	1,3	1,1	0,1	0,3	1,3	-3,6	-3,3	-3,0
Italie	0,6	1,2	1,0	0,1	0,1	0,9	-2,6	-2,5	-2,5
Espagne	3,2	2,9	2,5	-0,6	-0,4	1,6	-5,0	-3,6	-2,8
Pays-Bas	2,0	1,8	1,7	0,2	0,5	1,7	-1,8	-1,7	-1,5
Europe centrale*	3,6	3,1	3,3	-0,5	0,0	1,6	-2,1	-2,4	-2,5
Turquie	4,0	3,6	3,4	7,7	7,3	7,5	-1,2	-1,7	-1,5
Russie	-3,7	-1,2	1,4	15,6	8,5	6,5	-3,3	-3,6	-3,2
Chine	6,9	6,8	6,7	1,4	1,8	1,9	-3,5	-3,5	-3,7
Japon	0,6	0,3	0,1	0,8	0,4	1,7	-6,7	-7,8	-7,0
Asie hors Chine et Japon**	4,6	4,5	4,6	2,9	3,1	3,5	-1,8	-2,1	-1,9
Inde	7,4	7,5	7,6	4,9	5,0	5,4	-4,0	-3,9	-3,6
Corée	2,6	2,5	2,5	0,7	1,5	1,7	0,0	0,2	0,6
Economies développées	1,9	1,6	1,7	0,2	0,7	1,9	-	-	-
Economies émergentes	3,9	3,9	4,3	5,1	14,9	5,8	-	-	-
MONDE	2,3	2,0	2,2	1,5	4,1	2,8	-	-	-
MONDE (PPA)	2,9	2,7	3,0	-	-	-	-	-	-

* Pologne, Hongrie, République Tchèque, Slovaquie, Slovaquie, Estonie, Lettonie, Lituanie, Bulgarie, Roumanie

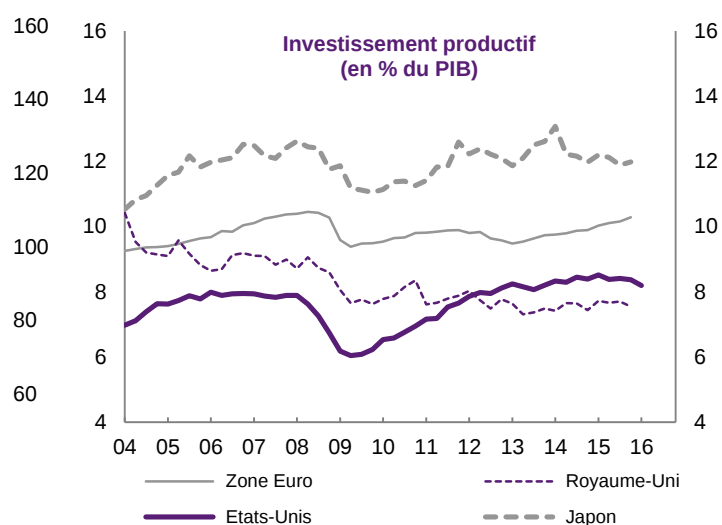
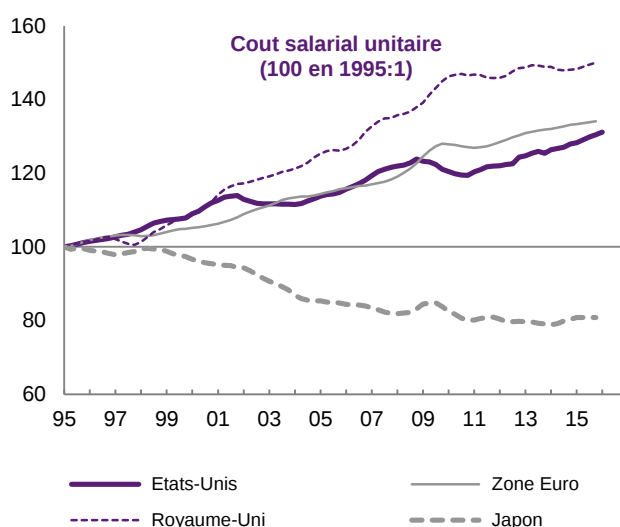
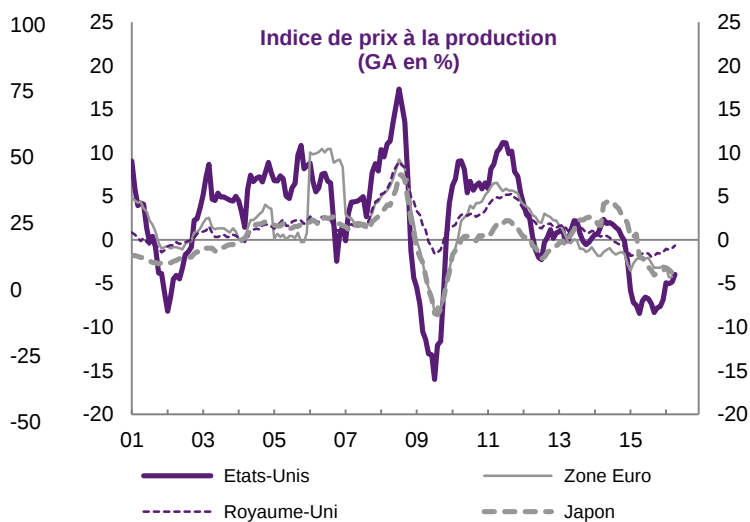
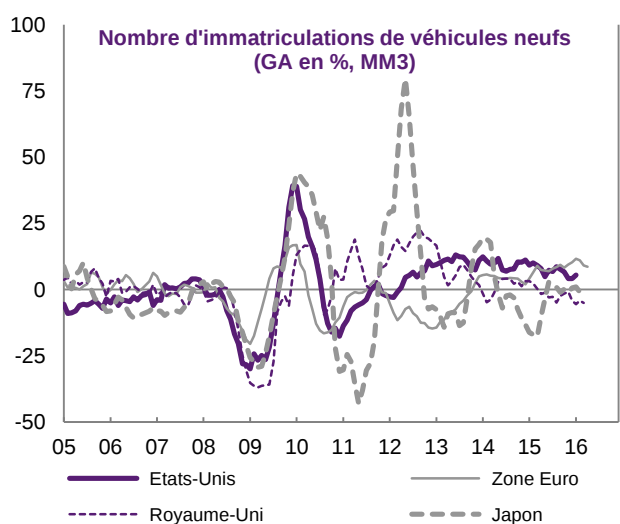
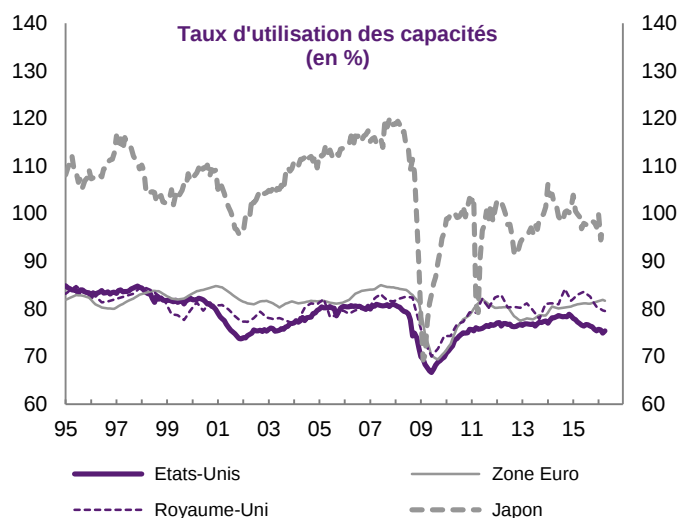
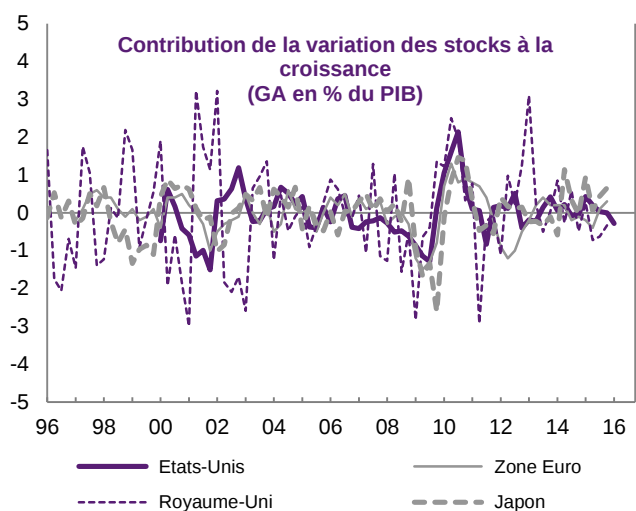
** Inde, Corée, Taïwan, Thaïlande, Malaisie, Singapour, Indonésie, Philippines, Vietnam

	déc.-15	27/05/2016	sept.-16	déc.-16	mars-17	juin-17	sept.-17	déc.-17
FED	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75
3M Libor \$	0,61	0,67	1,00	1,25	1,30	1,55	1,80	2,05
Forward			0,72	0,83	0,94	1,02	1,09	1,16
BCE	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor	-0,13	-0,26	-0,27	-0,28	-0,29	-0,30	-0,30	-0,25
Forward			-0,26	-0,28	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
eonia	-0,13	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,38	-0,39	-0,37
forward			-0,34	-0,37	-0,38	-0,40	-0,40	-0,41
BOE	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25
3M Libor £	0,59	0,59	0,60	0,68	0,85	1,10	1,35	1,40
Forward			0,59	0,58	0,60	0,65	0,72	0,80
BOJ	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3M Libor ¥	0,08	-0,02	-0,04	-0,06	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08
Forward			0,06	0,00	-0,05	-0,08	-0,09	-0,10
SNB	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M Libor CHF	-0,76	-0,73	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Forward			-0,74	-0,78	-0,80	-0,81	-0,81	-0,81

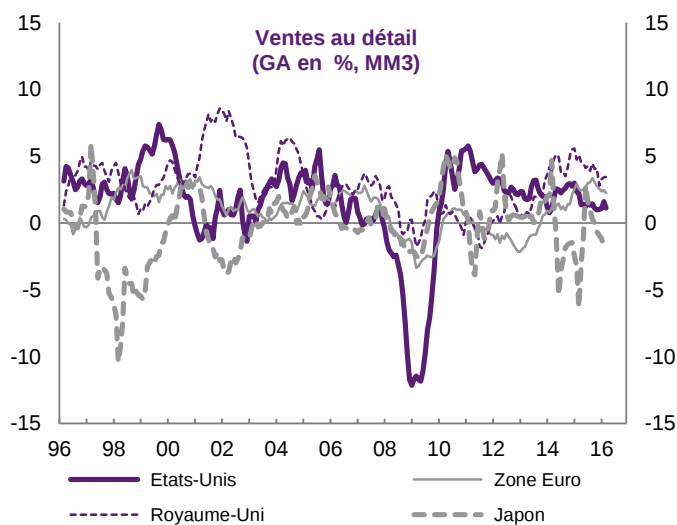
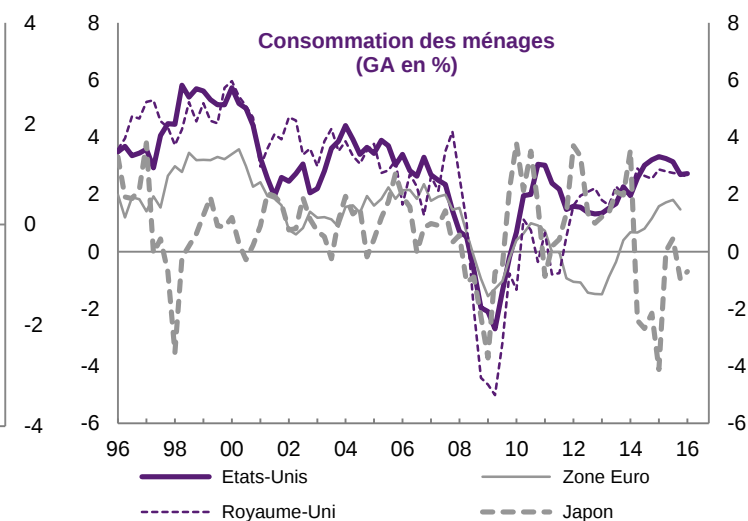
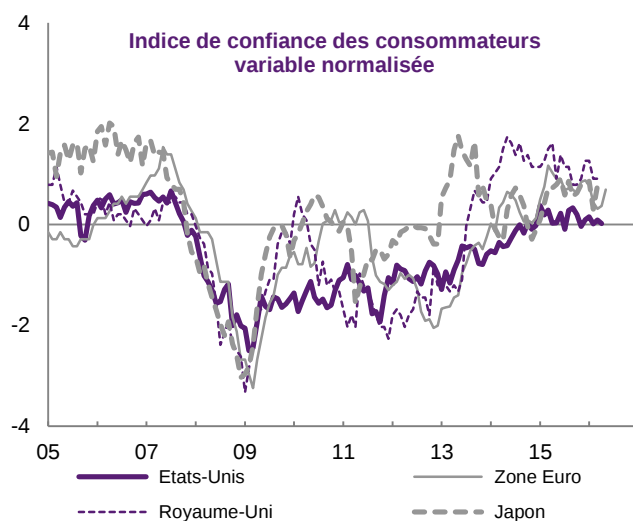
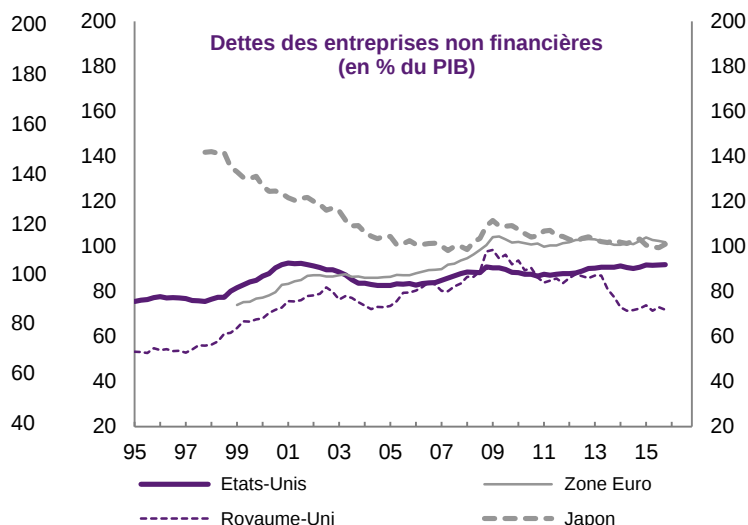
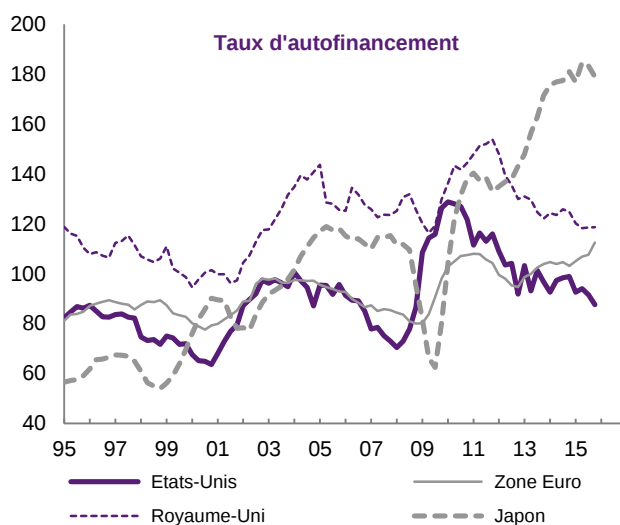
6. Graphiques : G4



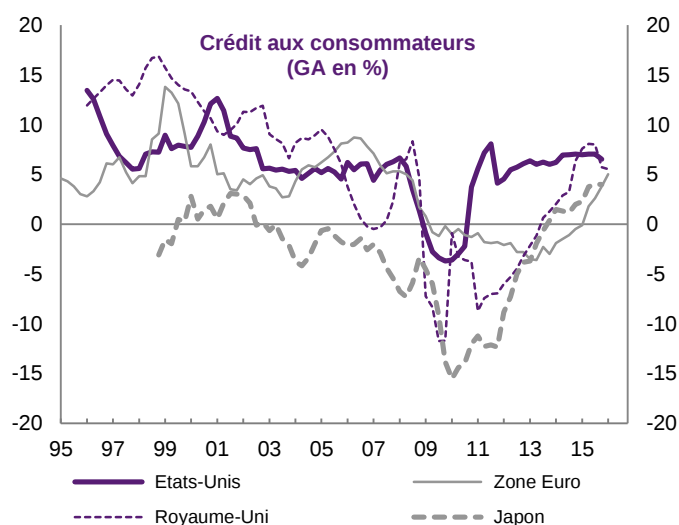
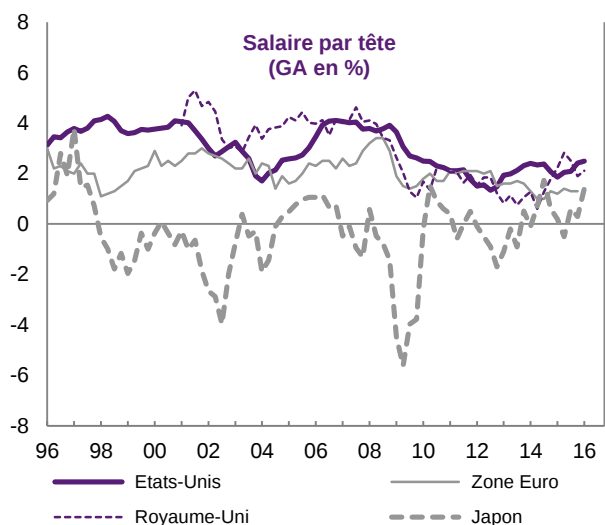
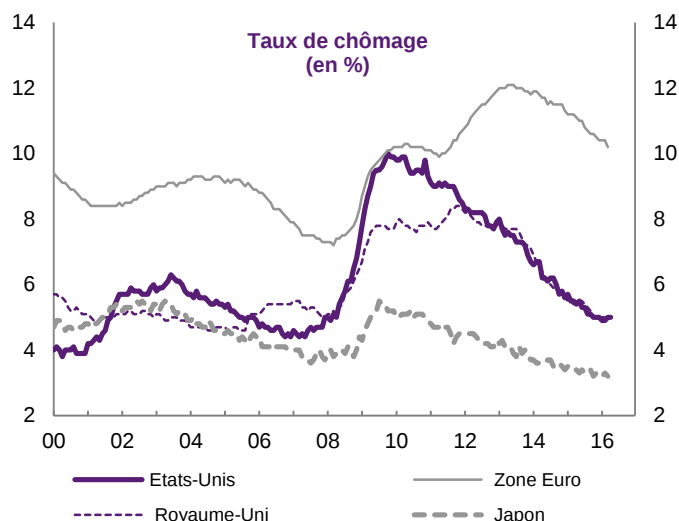
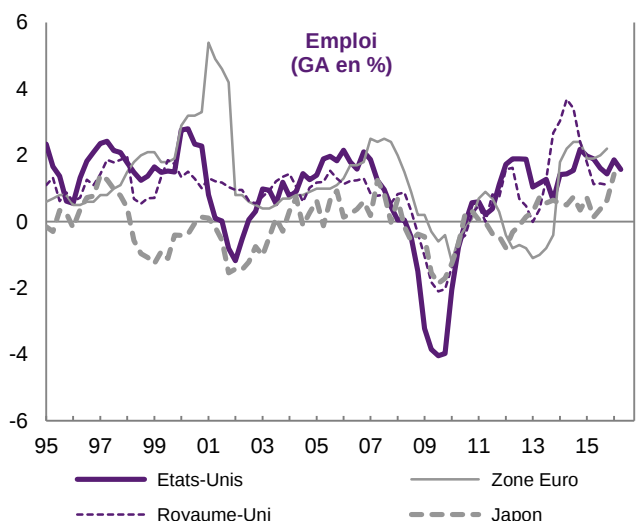
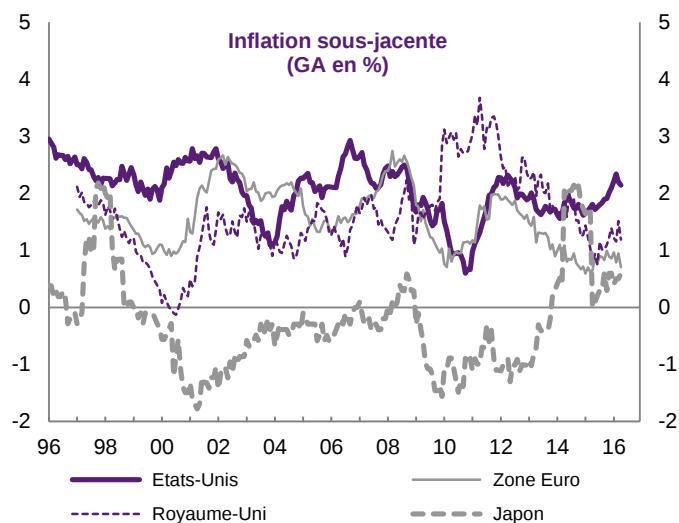
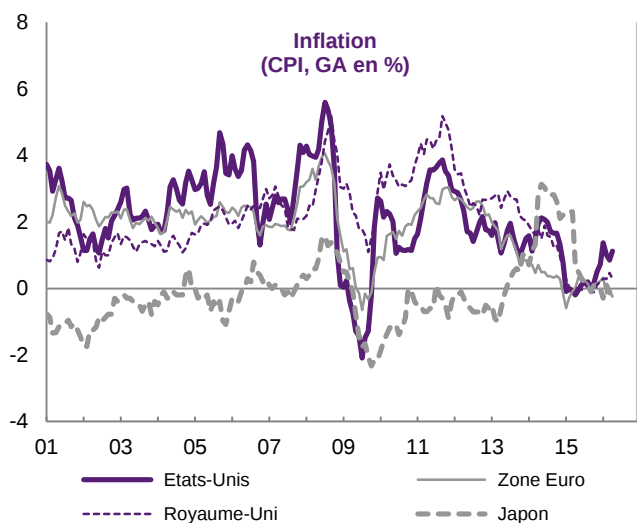
Sources : Datastream, Natixis



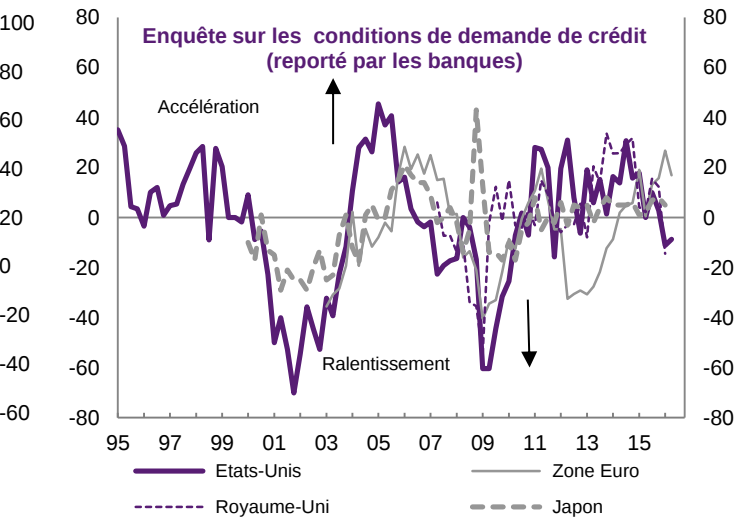
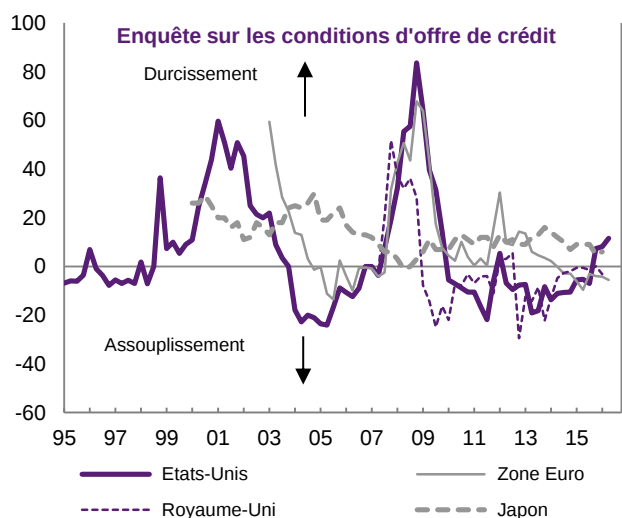
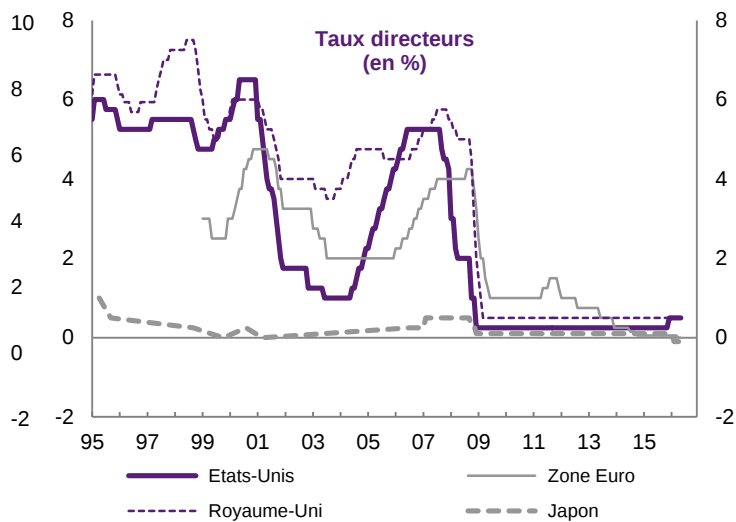
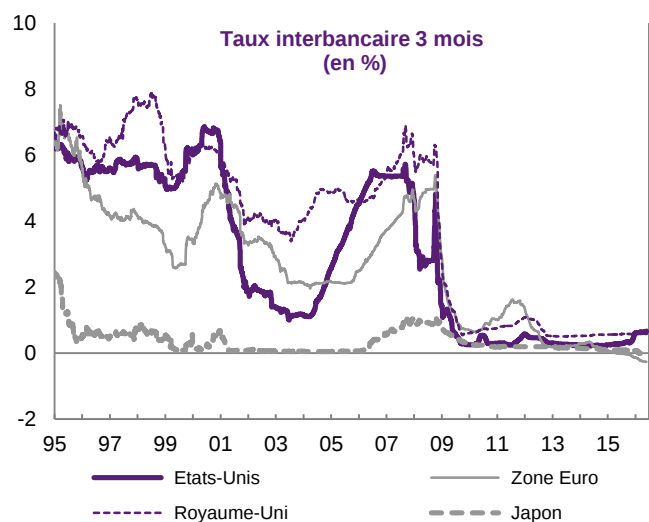
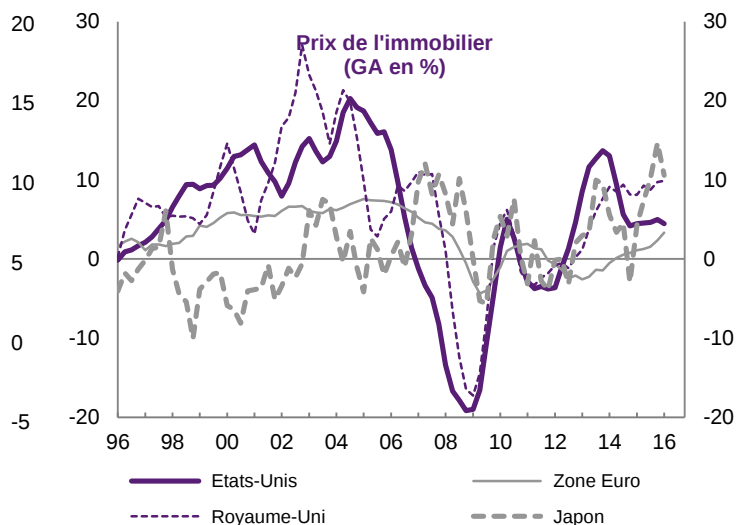
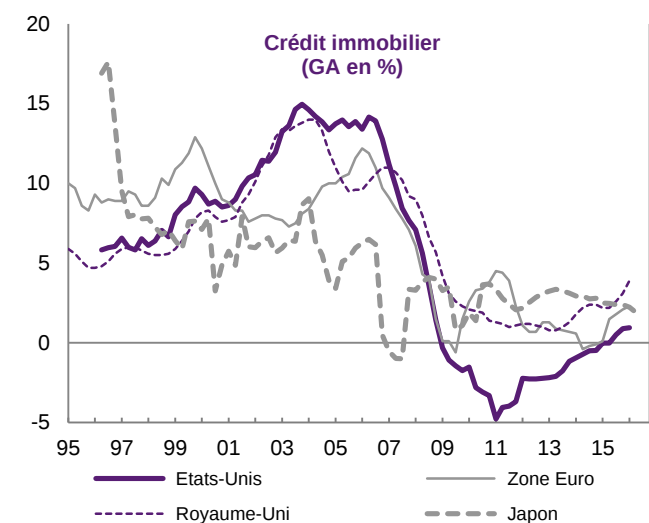
Sources : Datastream, Natixis



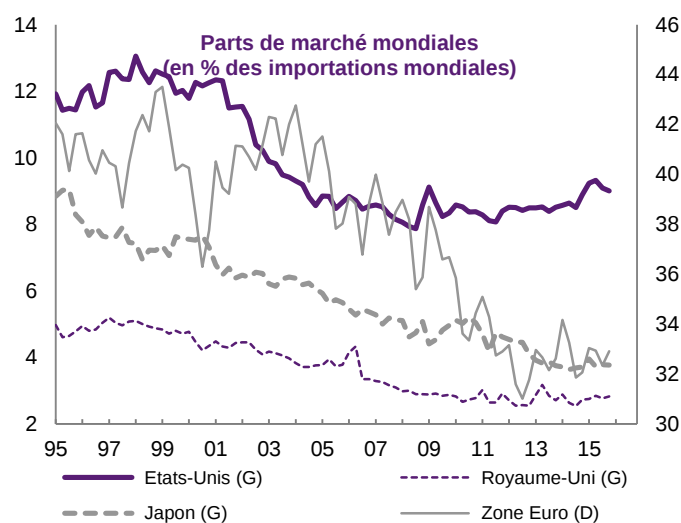
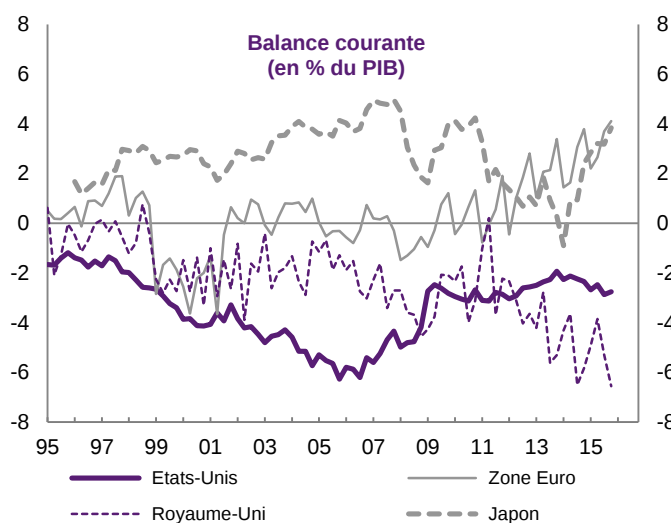
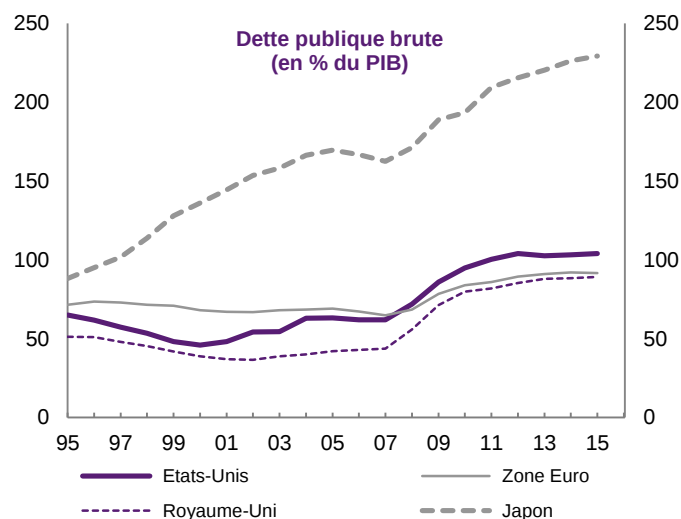
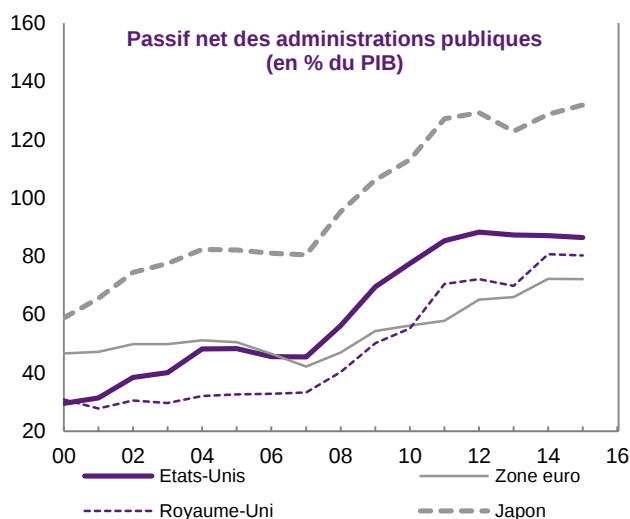
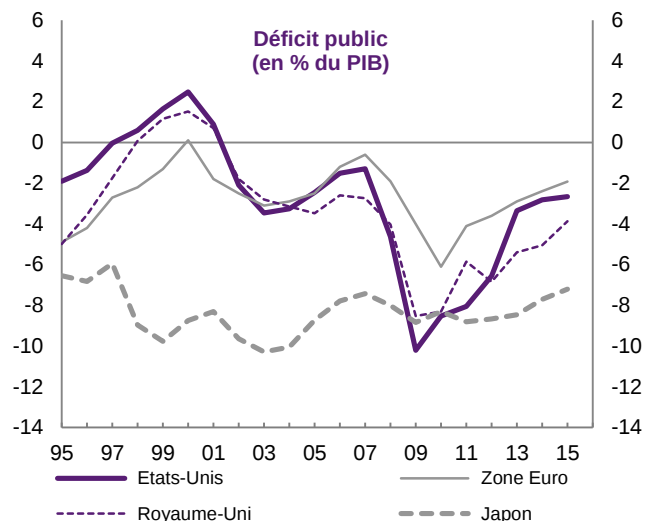
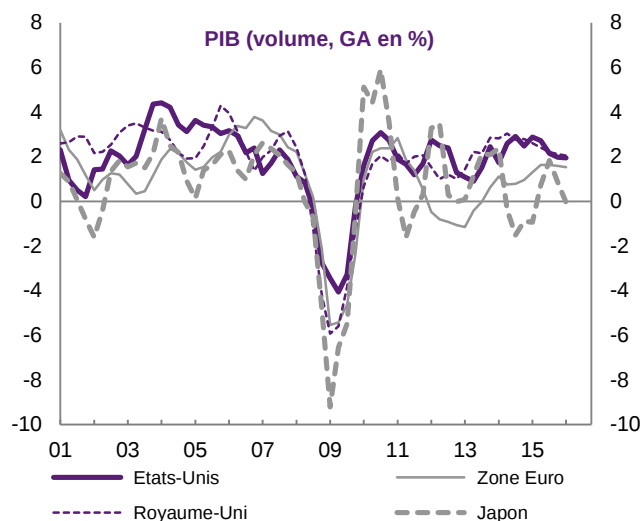
Sources : Datastream, Natixis



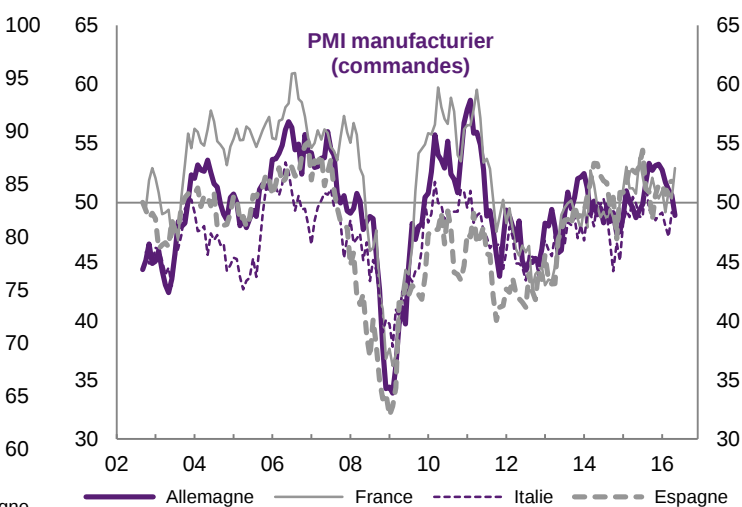
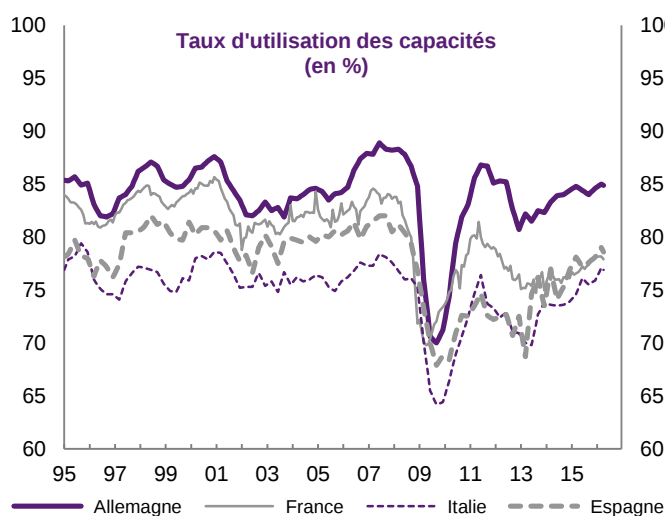
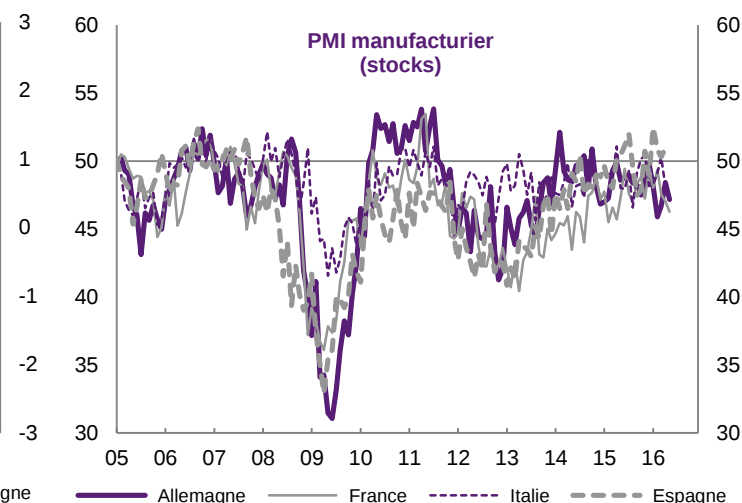
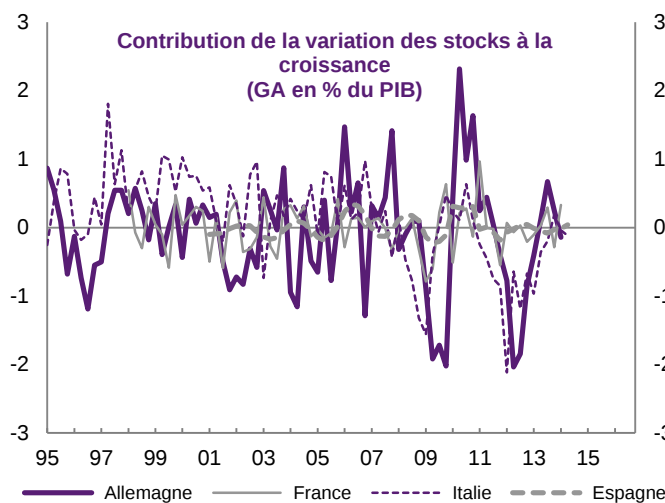
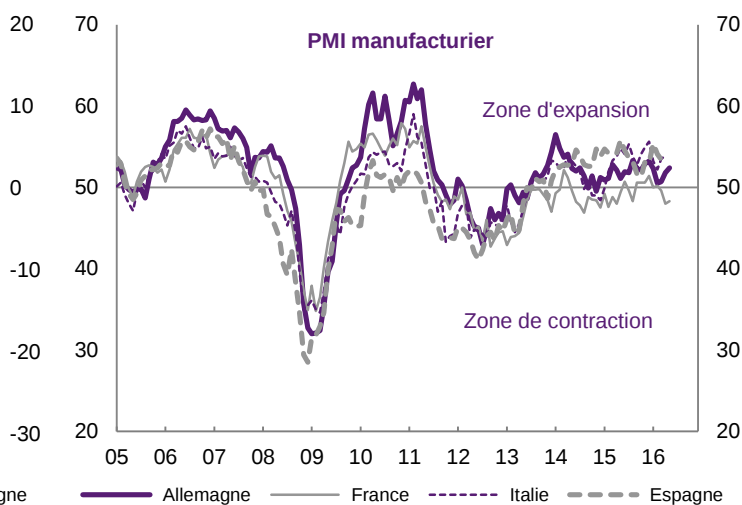
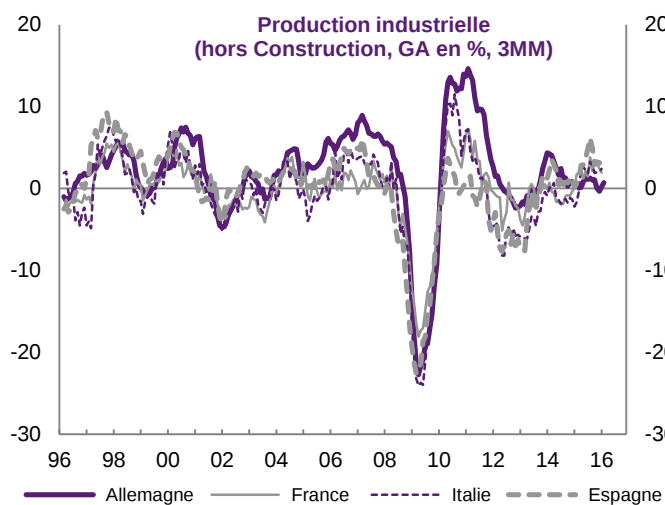
Sources : Datastream, Natixis



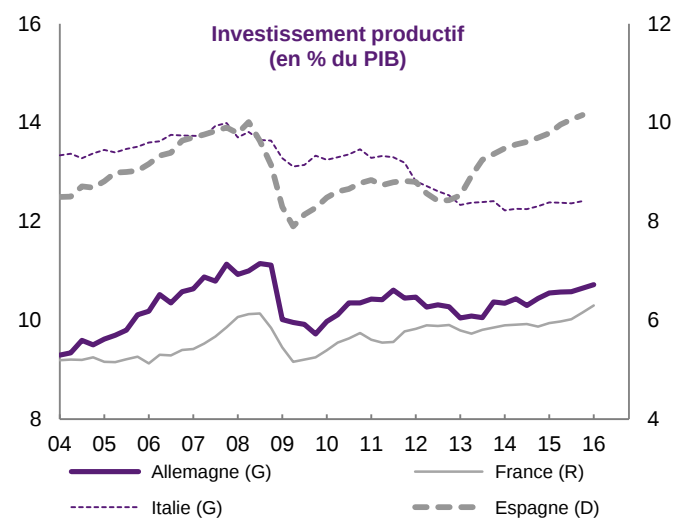
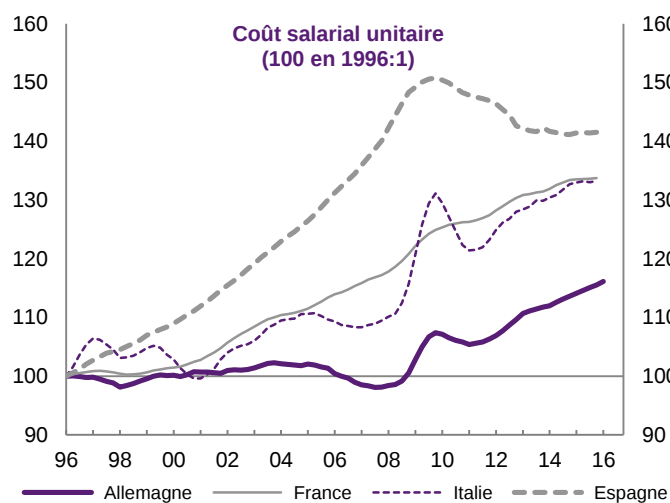
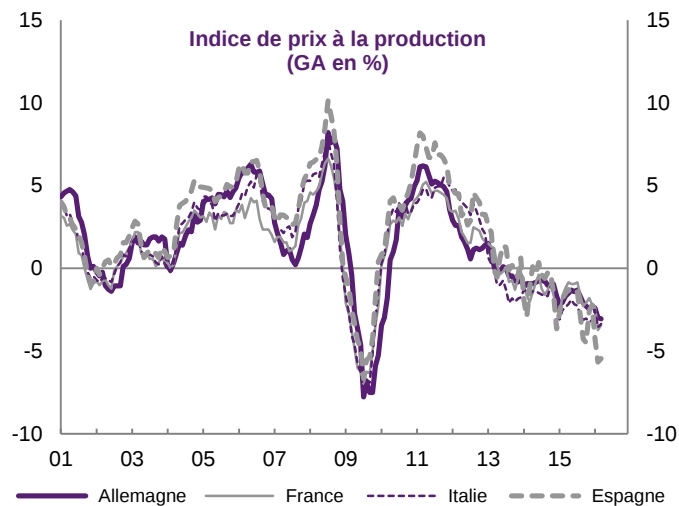
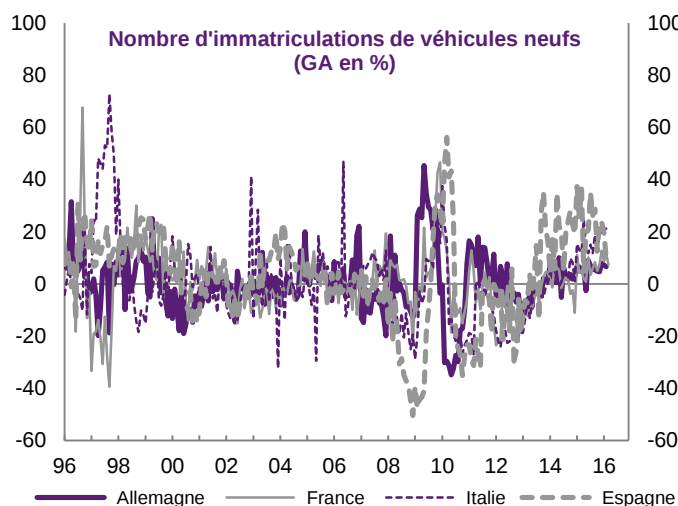
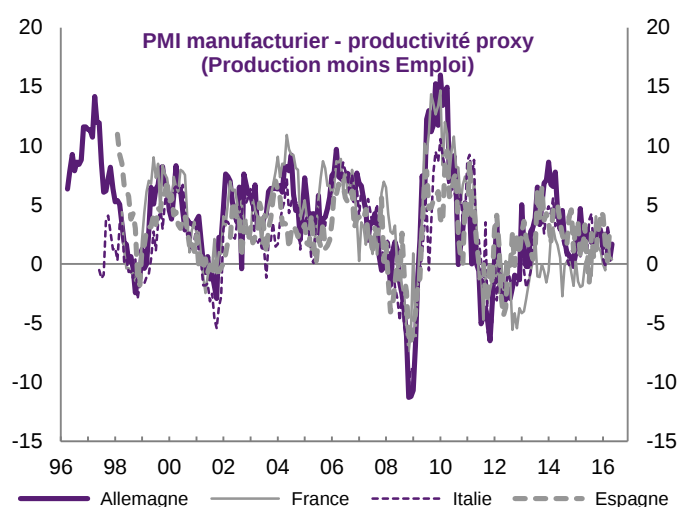
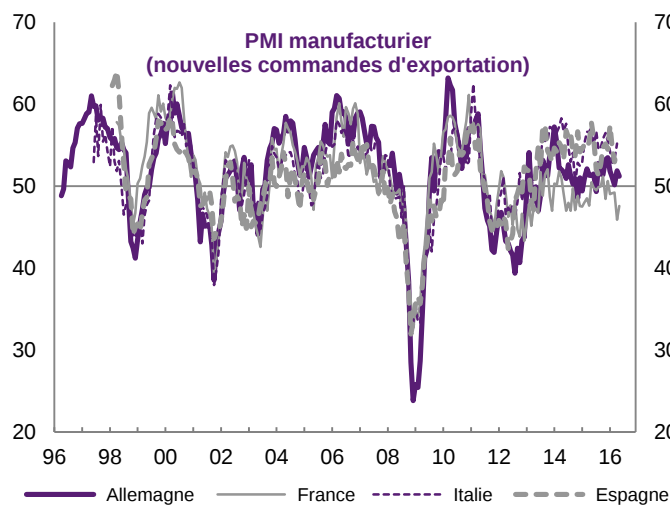
Sources : Datastream, Natixis



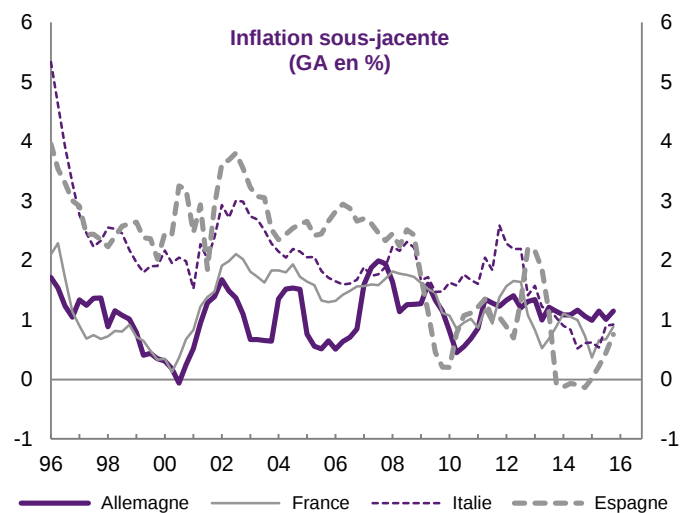
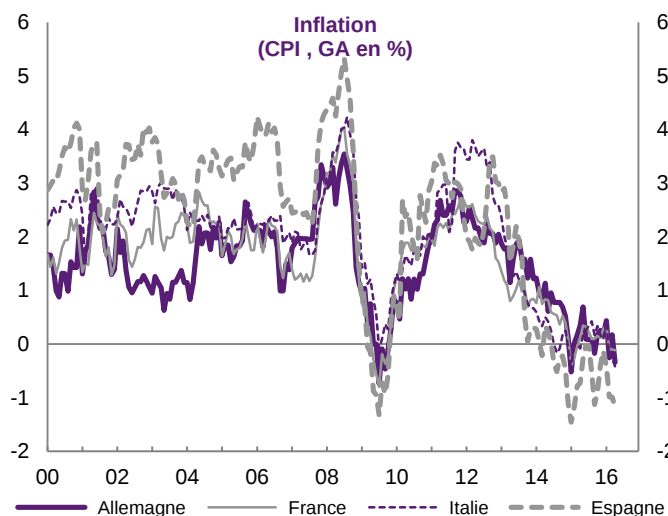
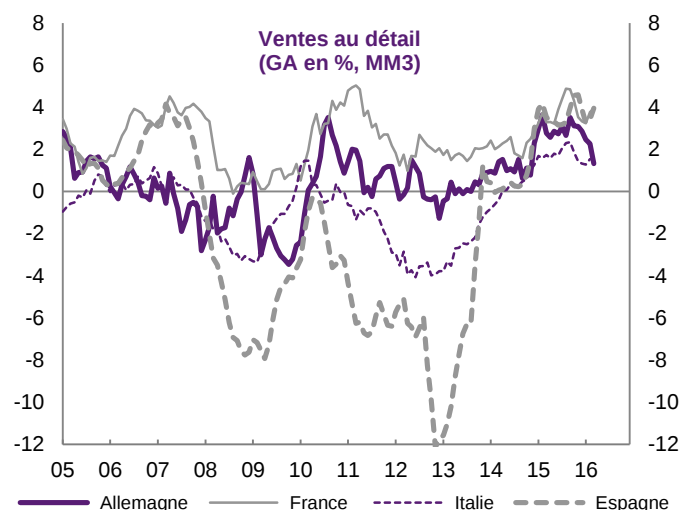
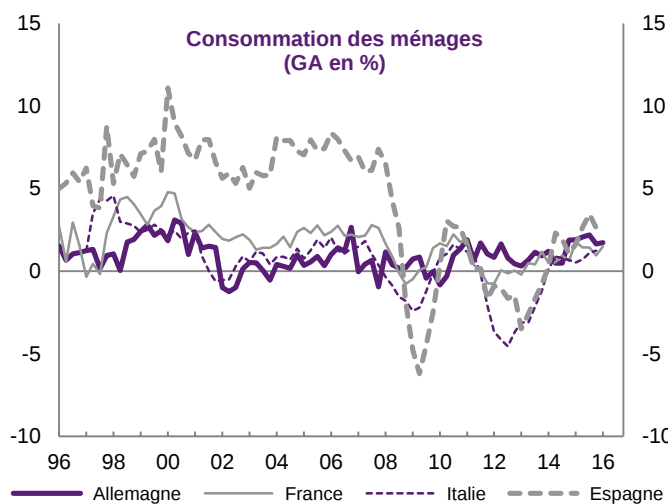
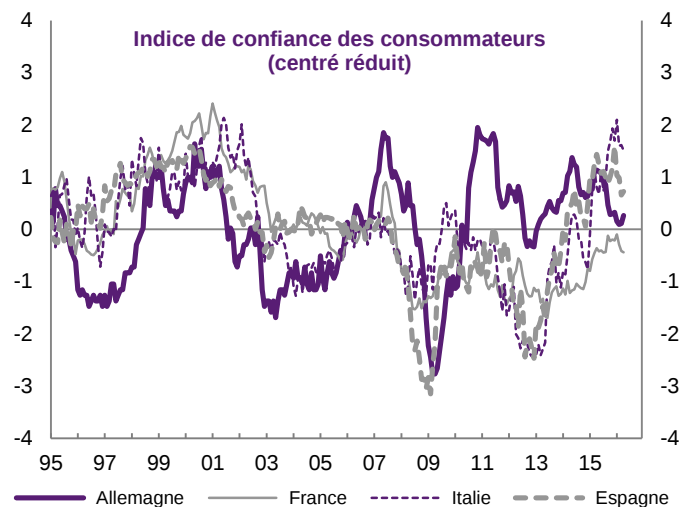
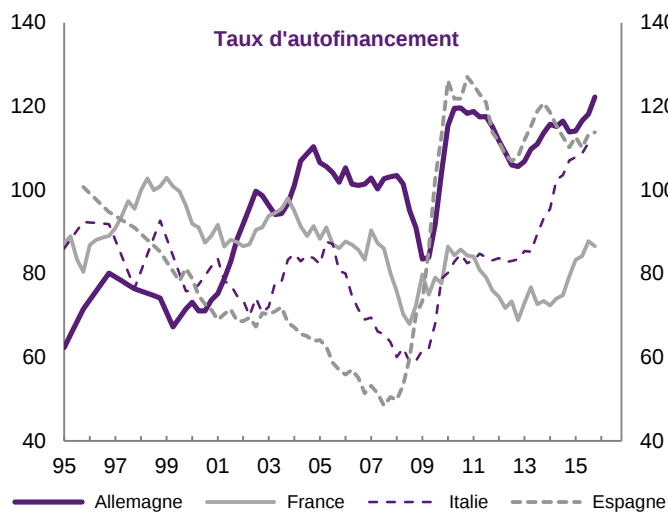
Sources : Datastream, Natixis



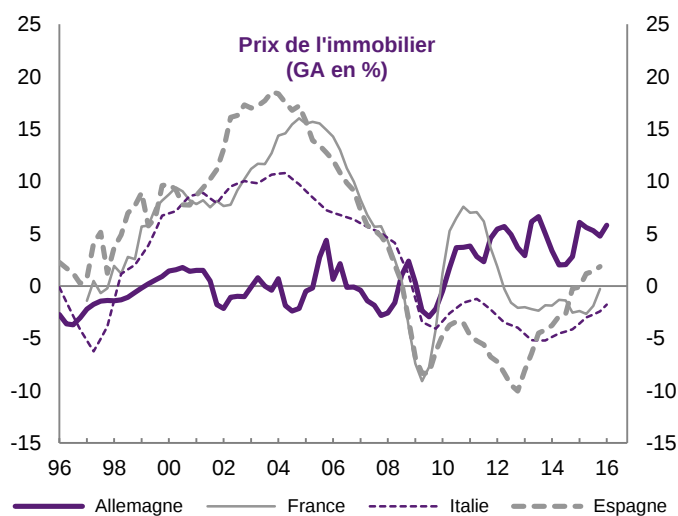
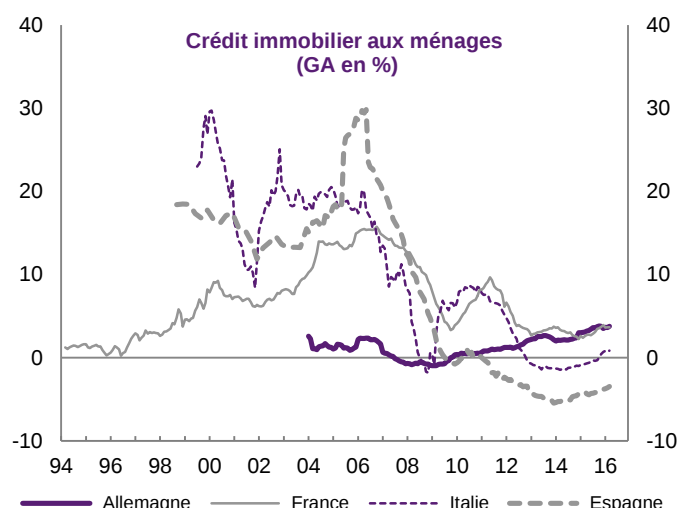
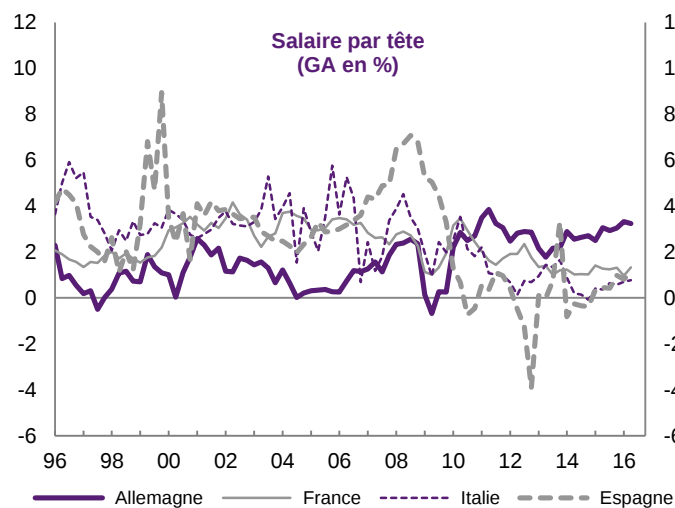
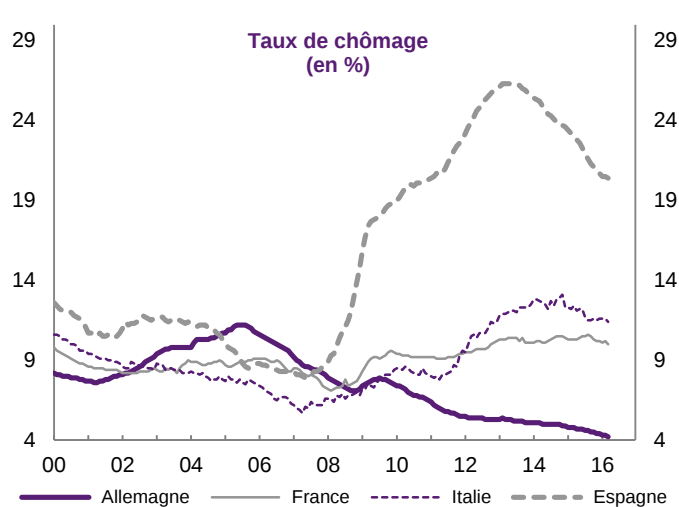
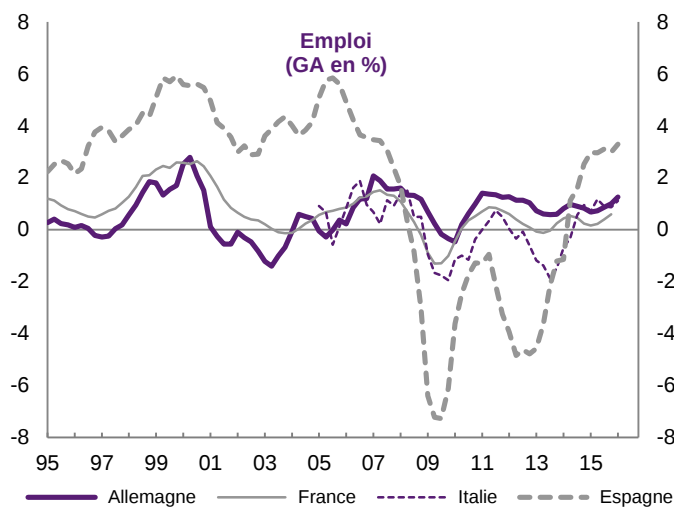
Sources : Datastream, Natixis



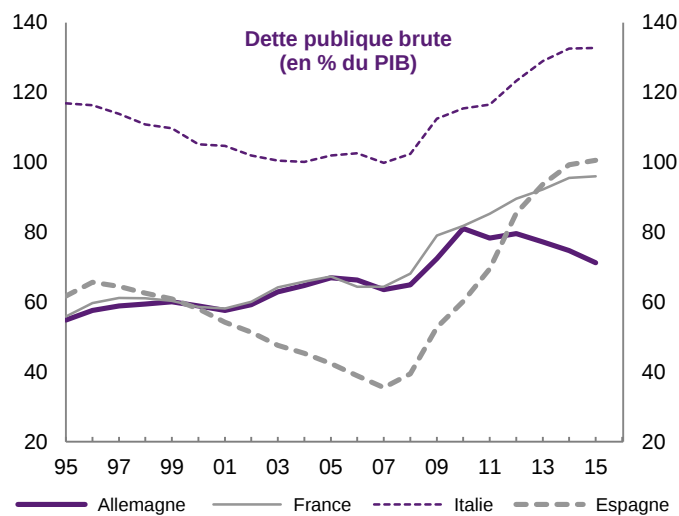
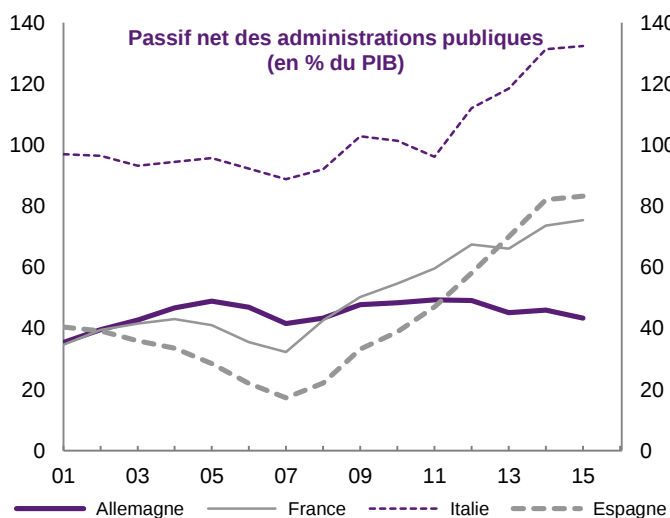
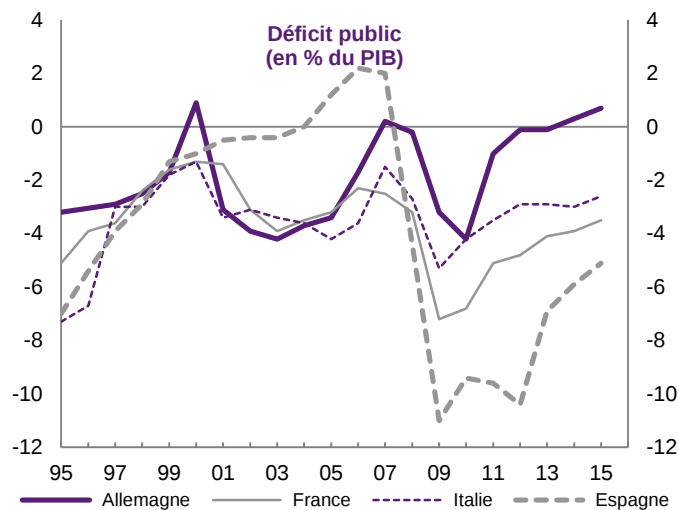
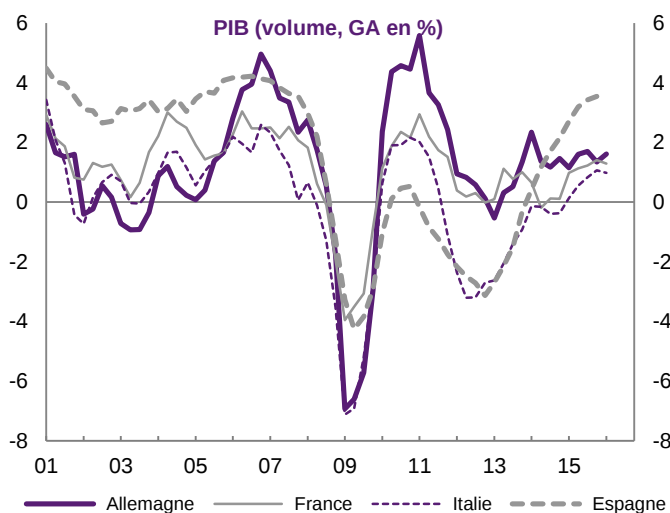
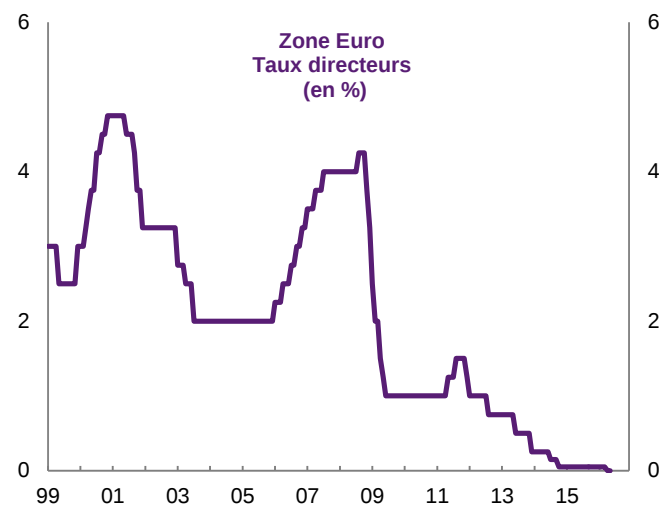
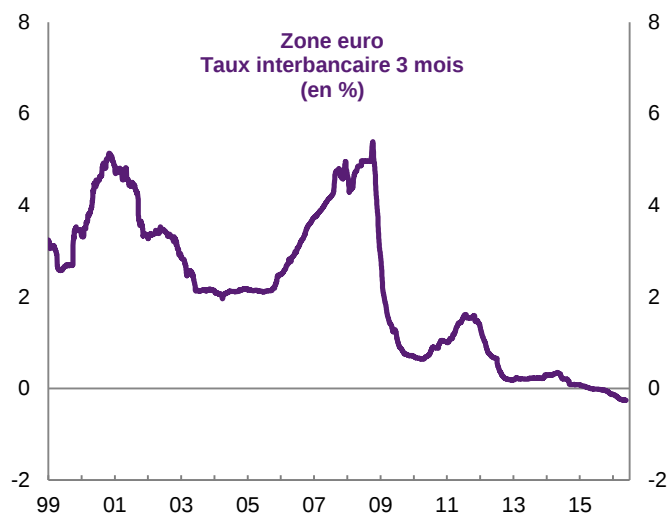
Sources : Datastream, Natixis



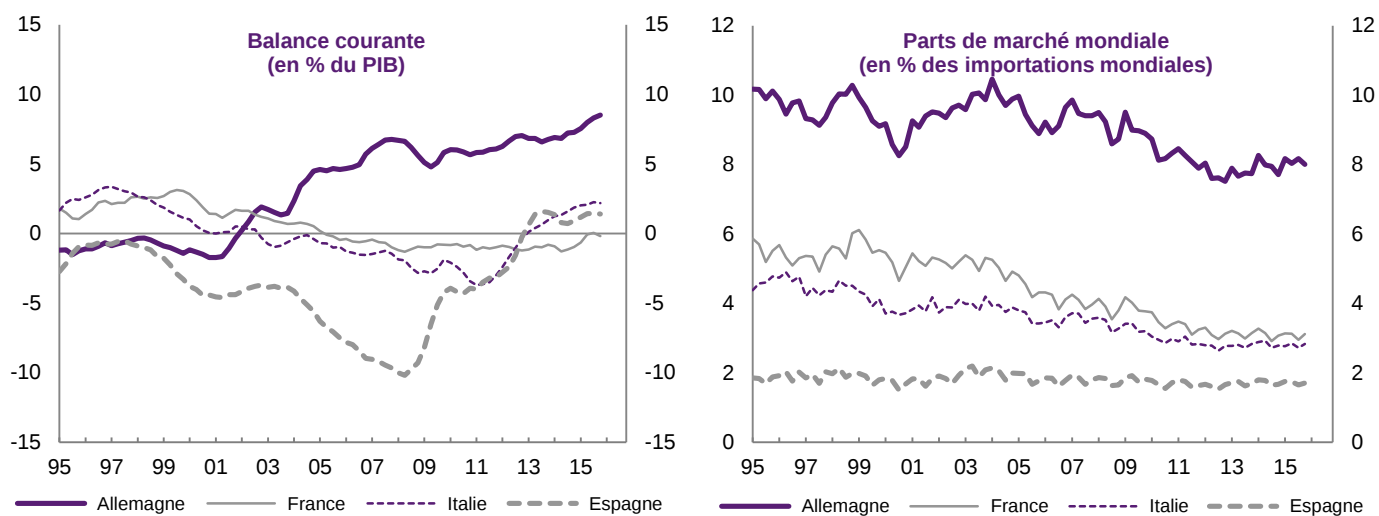
Sources : Datastream, Natixis



Sources : Datastream, Natixis



Sources : Datastream, Natixis



Sources : Datastream, Natixis

7. Contacts

Responsable Recherche Global Markets

Christophe Ricetti
christophe.ricetti@natixis.com
+33 1 58 55 05 22

Responsable Recherche Economique

Sylvain Broyer
sylvain.broyer@de.natixis.com
+49 699 7153 357

Adjointe au Responsable de la Recherche Economique

Cristina Peicuti
cristina.peicuti@natixis.com
+33 1 58 55 30 18

Recherche Economique Europe, Amériques

Jesus Castillo
Europe du Sud
jesus.castillo@natixis.com
+33 1 58 55 99 90

Johannes Gareis
Zone Euro, BCE, Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse
johannes.gareis@de.natixis.com
+49 699 715 3354

Sylwia Hubar
Europe Centrale, Royaume-Uni, Scandinavie
sylwia.hubar@de.natixis.com
+33 1 58 55 35 59

Thomas Julien
Etats-Unis, Canada
Thomas.Julien@us.natixis.com
+1 212 891 6219

Véronique Janod
Eurozone, France, Belgique
veronique.janod@natixis.com
+33 1 58 55 34 28

Alan Lemangnen
Institutions Européennes, Italie, Irlande
alan.lemangnen@natixis.com
+33 1 58 55 61 63

Inna Mufteeva
Europe émergente
inna.mufteeva@natixis.com
+33 1 58 55 52 04

Juan Carlos Rodado
Amérique Latine
juan-carlos.rodado@us.natixis.com
+1 212 872 5060

Responsable Recherche Economique Asie

Alicia Garcia Herrero
Responsable Asie Pacifique
alicia.garciaherrero@ap.natixis.com
+852 3900 8680

Recherche Economique Asie

Kohei Iwahara
Japon, Pacifique
kohei.iwahara@ap.natixis.com
+852 3900 8564

Trinh Nguyen
Asie émergente
trinh.nguyen@ap.natixis.com
+852 3900 8726

Iris Pang
Grande Chine
iris.pang@ap.natixis.com
+852 3900 8682

AVERTISSEMENT

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.