

## Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,  
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le tableau ci-dessous reprend les principaux facteurs de risque accompagnés des impacts de marché possibles. Les probabilités reflètent notre propre jugement (ils ne reposent donc pas sur des variables de marché).

<p>Risque # 1</p>	<p><b>50 %</b> probabilité</p>	<p><b>Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</b></p>
<p><b>Analyse</b>   Donald Trump a augmenté les tarifs douaniers sur les importations chinoises des États-Unis et annonce un accroissement supplémentaire au 1<sup>er</sup> janvier. Les rétorsions de la Chine sont restées à ce stade modérées. Il est probable que les menaces de Trump quant à la possible mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre. Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère, notamment avec la Chine. À ce jour, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble toujours contenue (25 %) pour au moins deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif (vive opposition perceptible dans le camp républicain/ effet boomerang) ; (2) les pays partenaires prennent garde de ne pas tomber dans le piège en conservant une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque d'un affrontement plus sévère pour au moins deux autres raisons : (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier et l'incertitude induite ne pèse pas sur l'économie américaine (économie du plein emploi, climat des affaires dans les services au plus haut depuis au moins 1997).</p> <p><b>Impact de marché</b>   Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier en Europe) sur l'économie chinoise. Certains projets d'investissement privé pourraient être reportés. Même en l'absence d'une guerre commerciale de grande envergure, le commerce mondial peut ralentir davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute du commerce mondial de biens et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Un affrontement plus sévère sur le commerce ne ferait que des perdants.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p><b>50 %</b> probabilité</p>	<p><b>Une augmentation supplémentaire du prix du pétrole</b></p>
<p><b>Analyse</b>   Les prix du pétrole ont continué de grimper sur la période récente (86 \$ pour le baril de Brent le 4 octobre avant de se replier sur 83 \$ le 8 octobre), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par l'anticipation d'une baisse de l'offre disponible avec le début des sanctions des États-Unis sur l'Iran qui, en pratique, conduit de nombreux pays à cesser d'importer leur pétrole d'Iran. À ce jour les pays de l'OPEP et la Russie n'ont pas compensé l'offre manquante et les producteurs américains ne sont, quant à eux, pas en mesure de le faire (du moins pas à court terme en raison de goulots d'étranglement).</p> <p><b>Impact de marché</b>   La montée des prix du pétrole menace le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. La demande intérieure en zone euro est plus en risque qu'aux États-Unis. Les pays émergents importateurs, déjà affaiblis par les sorties de capitaux, voient également leur situation se détériorer. À court terme, la hausse du prix du pétrole peut augmenter la perception d'un risque inflationniste (effet de base) et augmenter la nervosité des banquiers centraux (Fed, certaines BC asiatiques). Mais en définitive l'inflation induite devrait rester transitoire, avec peu de transmission à l'inflation sous-jacente si la croissance ralentit. En définitive, un choc d'offre serait plus déflationniste qu'il ne serait inflationniste.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p><b>20 %</b> probabilité</p>	<p><b>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les <i>spreads</i> souverains en zone euro</b></p>
<p><b>Analyse</b>   L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations entre la coalition au pouvoir en Italie et les autres pays de l'UE sont tendues et vont le rester, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Le gouvernement italien a annoncé une hausse de son objectif de déficit budgétaire pour 2019-2021. Même si sa proposition initiale (2,4 % du PIB sur 3 ans) a été révisée en baisse dans les jours qui suivent (avec un déficit prévu à 1,8 % en 2021), les nouvelles projections contrastent toujours très fortement avec le précédent projet de loi de finance qui tablait sur respectivement -0,8 %, 0,0 % et + 0,2 % du PIB de déficit.</p> <p>Pour la Commission européenne et pour les agences de notation, la dérive budgétaire pourrait ne pas être considérée comme compatible avec la soutenabilité de la dette à moyen terme. La bonne nouvelle réside néanmoins dans le fait que le gouvernement reste apparemment soucieux de maîtriser le ratio dette/PIB. Les réactions de la Commission européenne et des agences de notation sont attendues prochainement. Le bras de fer avec la Commission ne fait que commencer.</p>		

**Impact de marché** | Il n'y a pas de risque systémique. La remontée des taux italiens vient durcir les conditions financières locales ce qui va peser sur la reprise en cours en Italie et risque, si jamais elle se poursuit, de mettre en péril la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Aux niveaux actuels de croissance et de taux d'intérêt, la dette est néanmoins soutenable. Le risque demeure local dans la mesure où l'épargne italienne est abondante et où les titres de dette publique sont essentiellement détenus par les résidents (à 70 %) : à court terme, ces derniers ont la capacité d'absorber une partie des émissions supplémentaires de titres du Trésor. Par ailleurs, la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter une éventuelle propagation des tensions financières aux autres pays périphériques. Tout cela explique le peu d'impact à ce jour sur les spreads souverains périphériques et sur le crédit en général.

Risque # 4

20 %  
probabilité

« Hard Brexit »

**Analyse** | la situation politique britannique est particulièrement instable, avec un gouvernement, une majorité et un parlement particulièrement divisés. Nous identifions quatre scénarios :

(1) « Soft Brexit » (probabilité: 50 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJE...).

(2) Brexit « très soft » (probabilité: 20 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

(3) Un « hard Brexit » (probabilité: 20 %), selon les termes de l'OMC avec très peu d'accès aux services.

(4) Pas de Brexit (probabilité: 10 %); ce dernier scénario nécessiterait probablement des élections anticipées et un changement majeur de gouvernement, suivi d'un autre référendum. Un scénario « sans Brexit » ne peut être confirmé qu'après une longue période d'incertitude (retrait de l'article 50 du Royaume-Uni).

**Impact de marché** | Les scénarios (3) et (4) s'accompagneraient de turbulences financières mais pour des raisons très différentes. Il faudrait vraisemblablement passer par une crise politique sérieuse pour remettre en cause le Brexit (scénario 4). Même si la probabilité de « hard Brexit » (scénario 3) nous semble faible, les négociations s'enlisent ce qui n'est pas bon signe. Nous tablons sur de vives tensions dans les mois qui viennent. C'est peut-être d'ailleurs la condition qui permettra aux parties en présence, de trouver un compromis et d'organiser le Brexit dans la durée. Dans le cas où les dispositions seraient *in fine* défavorables au Royaume-Uni, on assisterait à un affaiblissement de la livre sterling et de la croissance potentielle.

Risque # 5

20 %  
probabilité

Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

**Analyse** | Les marchés émergents sont en difficulté depuis quelques mois, impactés par les hausses de taux de la Fed, par la montée des craintes de guerre commerciale, par le durcissement des conditions monétaires locales (hausse des taux directeurs de nombreuses banques centrales) et par la baisse de certains marchés spécifiques (difficultés spécifiques en Argentine, en Chine, en Turquie, en Afrique du Sud, au Brésil...). En bref, si le risque systémique est plus faible compte tenu de la moindre vulnérabilité des pays émergents, il n'en demeure pas moins vrai qu'au final, la plupart de ces marchés sont en baisse depuis le début de l'année. Des craintes de guerre commerciale plus intense entre les États-Unis et la Chine pousseraient sans aucun doute vers une plus grande contagion (car les chaînes de valeur sont très intégrées)

**Impact de marché** | Spreads de crédit et marchés d'actions seraient fortement chahutés, et ce d'autant plus que les devises émergentes resteraient sous pression avec les sorties de capitaux. Même si le monde émergent n'est pas un bloc homogène, il a nettement tendance à se comporter comme tel lorsque les conditions de marché se dégradent fortement et brutalement. C'est pour cela – aussi – que la prudence envers les marchés émergents reste de mise. La montée des prix du pétrole est un facteur de vulnérabilité supplémentaire pour de nombreux pays.

Risque # 6

15 %  
probabilité

L'impact de la politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu

**Analyse** | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) stimule la croissance. Avec une croissance du PIB réel de l'ordre de 3 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un *output gap* positif), le taux réel des fed funds devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit évidemment éviter toute erreur de communication en raison de la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25 pb (non préparé). Ce type d'erreur est très improbable de nos jours : la Fed communique désormais sur le fait qu'elle ne sur-réagirait pas si l'inflation devait surprendre à la hausse temporairement. Notons par ailleurs que l'impact favorable à court terme de la politique budgétaire devrait permettre à la Fed de continuer à relever ses taux d'intérêt sans accroître le risque de récession, donc sans dommage pour les marchés financiers.

**Impact de marché** | Si jamais la Fed accélérât ses hausses de taux, il faudra miser sur une forte baisse du marché du crédit et de celui actions, et sur une contagion notamment sur les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis.

Risque # 7

15 %  
probabilité

### Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (dépréciation du change, politique monétaire, politique budgétaire) si bien que l'économie demeure résiliente. Ceci dit, le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est très élevé. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier avait commencé à se replier (en % du PIB). Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

**Impact de marché** | Un *hard landing* lié à un éclatement de la bulle de crédit aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impact sur le commerce régional et mondial et donc sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 8

10 %  
probabilité

### Une remontée durable et significative des taux longs

**Analyse** | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins : i) une remontée significative des perspectives de croissance (nominale, réelle ou potentielle), ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Néanmoins ces facteurs nous semblent plus improbables qu'en début d'année. Cette conclusion vaut notamment dans le cas de la zone euro, où la croissance se tasse et où la BCE entend maintenir durablement des conditions monétaires très accommodantes. C'est en effet une condition nécessaire pour voir l'inflation se redresser graduellement. Toutefois, la volonté d'abaisser le degré d'accommodation monétaire – notamment en mettant fin au QE d'ici la fin de l'année – demeure intacte. Une hausse modérée des taux européens semble inévitable. Mais une hausse marquée est improbable (en dehors de l'Italie).

**Impact de marché** | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises : cela fragiliserait la croissance et porterait en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein pour la hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains et européens. Ceci dit force est de reconnaître, que le risque sur les taux demeure haussier à court terme aux États-Unis en raison notamment de la vigueur du cycle outre-Atlantique et d'une possible accélération supplémentaire des salaires.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Cette section fournit un rappel sur notre scénario central et sur les scénarios alternatifs



**Scénario central (probabilité 70 %) :**  
la croissance mondiale ralentit, lentement mais sûrement.

- **La croissance mondiale se tasse: depuis l'été, l'économie mondiale tend à évoluer en ordre dispersé.** La croissance s'est tassée en zone euro tandis qu'elle reste très solidement ancrée aux États-Unis. En dépit de la montée des risques, les enquêtes restent néanmoins sur un niveau élevé, notamment dans les services. En revanche, le climat des affaires dans le secteur manufacturier subit l'affaiblissement du commerce mondial et la montée du prix du pétrole. Les économies émergentes ont été fragilisées par la contagion financière qui a résulté des crises en Argentine et en Turquie et par l'appréciation généralisée du dollar (car une part substantielle de leur dette est en dollar). Il en a résulté un mouvement de sorties de capitaux des pays émergents et une dépréciation des devises qui pèse sur l'inflation locale. En définitive, les banques centrales ont commencé à durcir simultanément leur politique monétaire dans de nombreux pays émergents. Enfin on note un ralentissement économique plus prononcé qu'attendu en Chine qui a conduit les autorités à modifier l'orientation de la politique économique.
- **Commerce mondial:** il s'est affaibli depuis le début de l'année (+3,8 % sur un an en juillet vs 4,8 % en décembre). On observe que la menace protectionniste a pesé sur la confiance des chefs d'entreprise notamment en Europe. Rappelons toutefois que jusqu'à maintenant les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les mesures de rétorsion sont mesurées. Ceci dit, l'incertitude tend à peser sur l'investissement et à perturber le fonctionnement des chaînes de valeur dont le développement a été étroitement lié à la croissance du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i.e. sur une croissance du commerce en deçà de celle du PIB mondial).
- **États-Unis:** sans surprise la croissance est attendue supérieure à 3 % au T3 2018 et l'économie continue de créer des emplois. Le marché du travail se tend davantage et les salaires commencent à accélérer. Les enquêtes (ISM non manufacturier à son plus haut niveau historique en octobre) continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel dans les trimestres à venir. Les conditions monétaires et financières demeurent accommodantes en dépit de la remontée des taux de la Fed et de l'appréciation du dollar. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) explique le dynamisme de la conjoncture à ce stade du cycle. Pas de récession à craindre en 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement des conditions monétaires en cours). Nous tablons donc sur un ralentissement de la croissance à l'horizon 2020, avec une croissance proche de 2 % à cet horizon.
- **Zone euro:** nous avons revu notre prévision de croissance légèrement à la baisse le mois dernier à 2,0 % (2018) et 1,8 % (2019). Il est probable que nous révisons une nouvelle nos prévisions compte tenu de la montée du prix du baril pétrole, particulièrement significative en euro. Les menaces protectionnistes ont pesé sur le climat de confiance (secteur manufacturier) mais les dernières enquêtes (notamment dans les services) montrent que la zone euro est résiliente. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique budgétaire annoncée en Italie aura un impact économique marqué: ce qui sera gagné avec un assouplissement de la politique budgétaire sera probablement perdu du fait du durcissement des conditions financières locales (hausse des taux d'intérêt). À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée de son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, la question des migrants continue d'occuper une place prépondérante dans les débats. Ce qui laisse augurer de tensions récurrentes dans la perspective des élections européennes de mai 2019. En Allemagne, les élections en Bavière le 14 octobre auront valeur de test.
- **Royaume-Uni:** les négociations sur le Brexit sont au point mort et les dissensions au sein du camp conservateur sont particulièrement vives (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière) si bien que la date butoir pour parvenir à un accord avec l'UE cette année sera probablement dépassée. Il faut s'attendre à une montée des tensions dans les mois qui viennent. L'UE tient en effet de son côté à montrer qu'un pays qui s'engage dans une sortie de l'UE n'a rien à gagner.

En définitive, nous attendons néanmoins un accord « de dernière minute » (sans doute pas avant 2019) qui permettrait au Royaume-Uni de bénéficier de la période de transition jusqu'en décembre 2020. Nous tablons sur un rythme de croissance affaibli tant que l'incertitude n'est pas levée.

- **Chine:** l'économie chinoise est en train de ralentir. L'affaiblissement du commerce mondial explique en partie cela. Les tensions sur le commerce avec les États-Unis continuent de dominer l'actualité. Les mesures de rétorsion prises par le gouvernement chinois à l'encontre des États-Unis suite à la hausse des tarifs douaniers décidée par Donald Trump sont très mesurées. La Chine semble tabler sur une accalmie, une fois les élections de mi-mandat passées. Elle a opéré un virage de politique économique avec une politique budgétaire de soutien à la croissance, et une politique monétaire accommodante. Ceci dit les risques qui pèsent sur la croissance nous semblent désormais baissiers.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait continuer de se redresser graduellement. Ceci dit, le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste dans les pays avancés. Une « surprise inflationniste » demeure possible avec la remontée des prix du pétrole et l'accélération des salaires (États-Unis, zone euro) mais elle serait de courte durée (peu de « *pricing power* ») et pèserait sur les marges des entreprises davantage que sur les prix de vente finaux, a fortiori si la croissance mondiale se tasse. La situation est assez différente dans les économies émergentes où les pressions inflationnistes sont plus vives dans de nombreux pays, ce qui a conduit de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
- **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (86 \$ pour le baril de Brent le 4 octobre), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par l'anticipation d'une baisse de l'offre avec le début des sanctions des États-Unis sur l'Iran qui, en pratique, conduisent de nombreux pays à cesser (ou à diminuer) leurs importations de pétrole d'Iran. À ce jour les pays de l'OPEP et la Russie semblent réticents à compenser l'offre manquante et les producteurs américains ne sont, quant à eux, pas en mesure de le faire (du moins pas à court terme). Les risques demeurent donc haussiers à court terme. Le rééquilibrage par un accroissement de l'offre mettra du temps à se matérialiser (la production américaine est déjà très élevée). Notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$), pourrait elle-même être revue en hausse. L'incertitude sur l'offre disponible de pétrole est très élevée: nul ne sait encore quelle sera « l'offre manquante »...
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons encore 1 hausse de 25pb cette année, en décembre, et 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité). La BCE mettra fin à ses achats de titres mensuels fin décembre, comme annoncé. Elle continuera en revanche de remplacer les titres venant à maturité (ce qui représente un montant de 160 à 200 Mds € en 2019) sans clarifier sa politique de réinvestissement pour conserver des marges de manœuvre. Le 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

**Les mesures protectionnistes annoncées par Trump ont fait monter le niveau d'incertitude à l'échelle mondiale, nourri l'appréciation du dollar et les sorties de capitaux des pays émergents, très sensibles par ailleurs à la thématique du commerce international. Les pays émergents, dans leur ensemble, en ressortent affaiblis. Les pays avancés sont quant à eux sensibles à des risques de différente nature (élections de mi-mandat, Brexit, Italie, montée du pétrole). La stratégie politique de Donald Trump après les élections de mi-mandat est en question. À très court terme, la probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce demeure élevée, et ce dans une période où la montée du pétrole pèse sur le secteur manufacturier et menace les marges des entreprises.**



### Scénario baissier (probabilité de 25 %) : ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.

- Le risque d'annonce de nouvelles mesures protectionnistes par les États-Unis et de mesures de rétorsion par le reste du monde reste élevé à l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Le risque concerne particulièrement la Chine et l'UE.
- Aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Le prix du pétrole pourrait monter au-delà de 100\$.
- L'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis et la Chine notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran), de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement chinois et de tensions politiques en Europe (dérive budgétaire en Italie, Brexit), incite les entreprises à rester prudentes.

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale pèserait sur le commerce mondial et provoquerait un ralentissement synchronisé de la croissance, et à court terme de l'inflation. Ceci dit une guerre commerciale apparaîtrait rapidement déflationniste (en raison du choc induit sur la demande globale).
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cesseraient de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), auraient de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



### Scénario haussier (probabilité de 5 %) : accélération de la croissance mondiale en 2019

**Volte-face de Donald Trump après les élections de mi-mandat, avec une diminution des barrières tarifaires et des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan domestique, la thématique d'une augmentation des dépenses en infrastructure peut revenir sur le devant de la scène et allonger le cycle aux États-Unis.**

- Accélération tirée par l'investissement des entreprises et le rebond du commerce mondial.
- La politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance réaccélère en zone euro après un trou d'air. Ré-accélération en Chine compte tenu du *policy mix* stimulant.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

- Une accélération de la croissance mondiale augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directeurs réels (aux États-Unis notamment).
- Risque de boom/*bust*.

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### La croissance du PIB reste solide grâce à un fort regain de confiance

- La confiance demeure élevée parmi les entreprises et les enquêtes et étonne à la hausse. La montée des craintes, attestée par des signes éparés, s'explique sans doute par le renforcement des droits douaniers à l'encontre de la Chine.
- L'activité industrielle s'est stabilisée à la hausse grâce à la demande locale (nombreuses commandes de biens d'équipements) et aux ventes au détail globalement positives.
- Dans l'ensemble, l'inflation est restée conforme aux anticipations de la Fed et les mesures du PCE sont désormais le prochain objectif.
- Sans surprise, la Fed a relevé ses taux en septembre (2,00 % à 2,25 %) car elle est de plus en plus confiante quant à ses perspectives économiques et d'inflation, suggérant même une nouvelle hausse en 2018 et la poursuite probable en 2019 du tour de vis progressif de sa politique monétaire.
- Après une première série de 50 Mds\$ de taxes douanières, une nouvelle vague a été appliquée sur 200 Mds\$ de biens chinois. ALÉNA : après un accord préliminaire avec le Mexique, les États-Unis sont également parvenus à une entente avec le Canada.

### Facteurs de risque

- Les droits de douane et les mesures de rétorsion pénalisent les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Le durcissement de la Fed impacte les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (immobilier, crédit aux ménages)
- Resserrement brutal et sévère des conditions financières
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison-Blanche

### Zone euro

#### Croissance toujours positive mais en décélération dans un contexte de remontée des risques

- Après un début d'année très décevant (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), les indicateurs économiques se sont stabilisés au cours de l'été, quoique sans valider de fort rebond. L'inflation sous-jacente reste bloquée aux alentours de 1 % par an, mais la hausse des salaires devrait lui permettre de progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'annonce d'un projet de budget italien non conforme aux règles européennes menace d'accroître les tensions internes à la zone euro. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée aux tensions commerciales que les États-Unis.

- Montée des partis politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (notamment de guerre commerciale)

### Royaume-Uni

#### Montée de l'incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a rebondi au T2 (+0,4 %) confirmant que le faible chiffre du T1 (+0,2 %) sous-estimait la tendance réelle. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, l'incertitude liée au Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. D'importantes divergences font encore obstacle à un accord de sortie avec l'UE alors que le calendrier est de plus en plus serré. La probabilité d'un *Hard Brexit* est perçue comme étant en hausse.

- « Hard Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

### Japon

#### Un rebond de l'activité attendu après les typhons et tremblements de terre

- La croissance du PIB réel du 3<sup>e</sup> trimestre 2018 va probablement se tasser sous l'effet conjugué des séismes, des fortes pluies, des inondations et de la canicule. L'ajustement des stocks des biens de production continue de peser sur l'expansion économique. L'affaiblissement du yen ne parvient pas à dopper les exportations, entravées par le ralentissement de l'économie mondiale. La bonne nouvelle est que le Premier ministre, Shinzo Abe, a convaincu Donald Trump de ne pas augmenter les taxes sur les importations d'automobiles japonaises pour l'instant.
- L'économie devrait rebondir au 4<sup>e</sup> trimestre, les producteurs cherchant à effacer les pertes du trimestre précédent. La dynamique économique haussière devrait être amplifiée par l'aide humanitaire et les projets de reconstruction. Les entreprises japonaises prévoient d'accroître leurs dépenses d'investissement au rythme le plus élevé depuis 2006, et ce malgré d'importants différends sur le front du commerce international. Parallèlement, la croissance des salaires est suffisamment forte pour absorber l'inflation des prix à la consommation.

- Les droits de douane et quotas imposés par les États-Unis pourraient faire augmenter les coûts et perturber les chaînes d'approvisionnement

**Chine**

- Le ralentissement de l'économie chinoise semble toujours possible à surmonter.
- Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ne se sont pas apaisées. Les EU ont annoncé une 2<sup>e</sup> série de droits de douane de 200 milliards USD sur des marchandises chinoises, à hauteur de 10 % à partir du 24 septembre puis 25 % dès le 1<sup>er</sup> janvier 2019. En représailles, la Chine a réagi avec des taxes de 5 % à 10 % sur 60 milliards USD d'importations américaines.
- Certains signes trahissent un essoufflement de la dynamique des exportations de la Chine et des pays voisins, mais en parallèle, les mesures de soutien deviennent aussi plus perceptibles. La croissance du crédit se stabilise, les émissions obligataires des gouvernements locaux accélèrent et la PBOC s'est engagée à entretenir un niveau de liquidité élevé.
- D'autre part, Pékin a poursuivi sur la voie des réformes et des mesures d'ouverture avec notamment une 3<sup>e</sup> réduction des taxes à l'importation cette année, plus d'avantages fiscaux sur les IDE, ainsi qu'un allègement de l'impôt sur le revenu.
- Les autorités sont attentives à ne pas laisser le RMB se déprécier trop pour l'instant.
- Des incertitudes vont probablement continuer d'entourer la politique commerciale américaine, l'efficacité des mesures de soutien et les perspectives des réformes structurelles.

**Facteurs de risque**

- Tensions commerciales sino-américaines, dans le contexte des élections de mi-mandat à venir aux États-Unis
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

**Asie (ex JP & CH)**

- Le commerce résiste plutôt bien dans la région malgré le battage médiatique entourant l'escalade des tensions commerciales sino-américaines. Des mesures visant à affaiblir la dynamique des importations en Inde et en Indonésie ont été mises en place afin de corriger l'évolution négative des balances commerciale et courante.
- Les chiffres de l'inflation demeurent relativement favorables dans la région, sauf, comme d'habitude, aux Philippines, où l'inflation globale s'établit au-dessus de 6 % vs 4 % pour le sommet de la fourchette d'objectif de la banque centrale.
- Les banques centrales ont confirmé leur tonalité restrictive. La BSP et la BI ont à nouveau relevé leurs taux directeurs, de respectivement 50 pb et 25 pb, et devraient toutes les deux poursuivre sur cette voie.
- Les droits de douane américains sur 200 milliards USD de marchandises chinoises importées sont entrés en vigueur, et la Chine a réagi peu après avec des taxes sur 60 milliards USD de produits américains. La recrudescence du protectionnisme est un facteur de risque pour les pays de la région les plus intégrés dans la chaîne logistique de la Chine.

- Les échanges commerciaux résistent dans la région.
- L'inflation est toujours très favorable, sauf aux Philippines.
- La BSP et la BI ont poursuivi leur cycle de resserrement monétaire.
- Les risques s'accroissent pour les pays intégrés dans la chaîne logistique chinoise.

**Latam**

- Les statistiques macroéconomiques du 3<sup>e</sup> trimestre continuent de mettre en évidence des points faibles au niveau des plus grands pays de la région comme le Brésil, le Mexique et l'Argentine, tandis que les économies de taille plus réduite affichent toujours une croissance plus robuste.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation au Mexique s'est révélée inférieure aux attentes pendant la première quinzaine du mois, ce qui pourrait refléter une reprise de la trajectoire vers l'objectif interrompue en juin.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu le statu quo dans leurs réunions de politique monétaire. Après la révision du plan d'aide à l'Argentine déployé par le FMI, la BCRA a modifié le cadre de sa politique et abandonné le ciblage d'inflation au profit du ciblage des agrégats monétaires.
- D'après les sondages de septembre, les élections (le 7 octobre) au Brésil déboucheront sur un affrontement entre J Bolsonaro (PSL) et F Haddad (PT) au second tour (qui aura lieu le 28 octobre).

- Performance plus faible des grandes économies par rapport aux petites.
- Ralentissement de l'inflation au Mexique.
- Changement du cadre de politique monétaire en Argentine
- Calendrier politique chargé, avec les prochaines élections au Brésil le 7 et 28 octobre.

**EMEA (Europe Middle East & Africa)****Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur grâce à la hausse des cours du pétrole. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.

**Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 0.7 % en ga en 2018.**

- Avec un déficit courant substantiel financé par les entrées de portefeuille (et non par les IDE) et une liquidité externe inadéquate, l'AS reste vulnérable aux turbulences des marchés émergents.
- À ces risques s'ajoutent des vulnérabilités du côté fiscal et des passifs éventuels des entreprises publiques.

**Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 1.8 %.**

- La TRY s'est dépréciée de manière significative, compte tenu des grands déséquilibres extérieurs, de la faible liquidité externe et des politiques non orthodoxes du gouvernement.
- Malgré une hausse importante des taux d'intérêt en septembre, les actifs turcs resteront sous pression. Les entreprises turques ont commencé à faire défaut. Cela aura un impact très négatif sur la santé du secteur bancaire qui est fortement endetté en devises et trop large.

- Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines
- Baisse des prix des produits de base, des sorties de capitaux, des dérapages budgétaires et des retards dans les réformes structurelles
- Les turbulences persévérantes sur les marchés, la chute du PIB et le prix des actifs



## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (8 octobre 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,6	1,9	2,5	2,3	2,2
Japon	0,9	1,2	0,4	0,8	1,1	2,0
Zone euro	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,9
Allemagne	1,9	1,8	1,9	1,8	1,6	1,6
France	1,6	1,7	1,6	2,1	1,6	1,4
Italie	1,1	1,1	1,2	1,1	1,6	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	1,3	1,5	1,6	2,4	2,3	2,4
Brésil	1,2	2,0	1,8	3,7	4,9	4,8
Russie	1,8	1,7	1,7	2,9	4,6	4,0
Inde	7,7	6,1	6,7	4,3	4,7	5,1
Indonésie	5,2	5,4	5,4	3,3	4,0	4,3
Chine	6,6	6,3	6,2	2,1	2,5	2,7
Turquie	2,3	-1,0	1,5	16,5	16,5	7,2
Pays développés	2,2	2,1	1,7	2,0	1,9	2,1
Pays émergents	4,9	4,6	4,7	4,1	4,2	3,8
Monde	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	04/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T1 2019	Amundi + 12m.	Consensus T3 2019
États-Unis	2,25	2,75	2,75	3,00	3,00
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	04/10/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,88	2,9/3,1	3,08	2,9/3,1	3,15
Allemagne	-0,53	-0,4/-0,3	-0,30	-0,3/-0,2	-0,29
Japon	-0,12	-0,2/-0,0	-0,09	-0,1/0,1	-0,08
Royaume-Uni	0,86	0,80/1,00	1,00	0,9/1,1	1,10

Taux 10 ans					
	04/10/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	3,20	3,10/3,25	3,26	3,10/3,20	3,29
Allemagne	0,53	0,65/0,75	0,64	0,55/0,75	0,74
Japon	0,15	0,15/0,25	0,22	0,10/0,20	0,28
Royaume-Uni	1,66	1,6/1,8	1,74	1,70/1,80	1,81

Prévisions de change					
	02/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T1 2019	Amundi + 12m.	Consensus T3 2019
EUR/USD	1,15	1,18	1,18	1,21	1,22
USD/JPY	113,66	109	110	108	108
EUR/GBP	0,89	0,89	0,89	0,90	0,90
EUR/CHF	1,13	1,16	1,15	1,18	1,19
EUR/NOK	9,45	9,25	9,32	9,15	9,20
EUR/SEK	10,38	10,10	10,23	9,90	9,97
USD/CAD	1,28	1,26	1,28	1,24	1,26
AUD/USD	0,72	0,74	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,66	0,67	0,66	0,68	0,69
USD/CNY	6,87	6,80	6,85	6,76	6,79

# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :****research-center.amundi.com**

Monetary Policies

Forecasts

**Investment Strategies**

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.msclbarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — dkfielding

**Directeur de la publication****BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche