

## 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).

Risque # 1

**40 %**  
probabilité

### Nouvelle montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine

**Analyse** | Les États-Unis et la Chine ont interrompu les hostilités après un accord temporaire conclu par le président Trump et le président Xi lors de la réunion du G20 en Argentine. L'augmentation prévue des droits de douane en janvier 2019 a été suspendue et le risque d'une extension supplémentaire au reste des importations américaines en provenance de Chine (267 milliards de dollars) semble également avoir été repoussé, tandis que les négociations ont repris, et que la Chine semble prête à respecter certains des engagements avant la fin du délai de 90 jours. A minima, ceci devrait contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme, tandis que les effets directs sur le commerce seront moins prononcés et que le sentiment du marché s'améliorera légèrement après un épisode très pessimiste. Cela dit, l'accord demeure temporaire, et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. On ne peut néanmoins pas exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

**Impact de marché** | Les tensions commerciales ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier européen) et sur l'économie chinoise. De plus, certains projets d'investissement privé ont probablement déjà été reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà initié un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

**20 %**  
probabilité

### Ralentissement majeur en Europe

**Analyse** | La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % en T1 et T2 et 0,7 % en T3 et T4 2017. Si la faiblesse du troisième trimestre résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique est plus faible au T4 que ce que nous avons prévu. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement au-dessus du potentiel, mais les risques restent orientés à la baisse, notamment à court terme. En effet, la combinaison de tensions politiques internes persistantes avec des facteurs externes négatifs (ralentissement de la dynamique américaine et/ou chinoise) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est actuellement un facteur favorable jusqu'en début 2019. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.

**Impact de marché** | Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en place en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.

Risque # 3

**15 %**  
probabilité

### Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les *spreads* souverains en zone euro

**Analyse** | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu des relations très tendues avec l'UE jusque récemment. Le gouvernement a révisé à la baisse son objectif de déficit, avec une moindre détérioration du budget en 2019 (2,04 % contre 2,4 %). Il ne s'agit pas d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de « procédure de déficit excessif » à ce stade. Les relations avec la CE se sont améliorées au moins pour le moment. Les données récemment publiées (contraction de la croissance économique au T3 et faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le T4) ont accru les risques de récession, ce qui a incité le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis.

**Impact de marché** | Selon nous, il n'y a pas de risque systémique. D'un côté, la hausse des rendements obligataires italiens a resserré les conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance en Italie. Mais d'un autre côté, en l'absence de procédure de déficit excessif, les *spreads* se sont resserrés, apportant un certain soulagement à court terme. Cependant, les perspectives à long terme n'ont pour ainsi dire pas beaucoup évolué. Nous estimons que les risques demeurent domestiques. Il faut conserver à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait mobiliser, en cas de besoin, pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. Tout ceci devrait contenir le risque de contagion sur les *spreads* souverains périphériques et sur les *spreads* de crédit d'entreprises.

Risque # 4

15 %  
probabilité

### Brexit sans accord

**Analyse** | La situation a bien évolué depuis que le gouvernement britannique a pu obtenir un accord avec l'UE le 25 novembre 2018. Les développements les plus remarquables sont intervenus depuis début décembre: l'amendement « Grieve », qui donne davantage de poids aux députés concernant le processus du Brexit si un accord sur le Brexit est rejeté; La décision du gouvernement britannique de reporter la ratification de l'accord par le Parlement, qui devait échouer par une très large marge (une nouvelle tentative est prévue pour le 15 janvier 2019); La confirmation par la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) que le Royaume-Uni peut révoquer unilatéralement l'article 50; le maintien de la confiance des députés conservateurs en Theresa May. Depuis la mi-décembre, diverses annonces concernant des mesures d'urgence en cas de Brexit sans accord. Ces événements (malgré le dernier élément) ont légèrement réduit la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE dès mars 2019, avec ou sans accord (bien que la sortie avec un accord reste le scénario le plus probable), et ont augmenté la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE au-delà de mars 2019, avec une incertitude prolongée quant à la manière dont le Brexit se déroulera (à supposer même qu'il se produit). En définitive, nous estimons à 60 % les chances d'un accord. Nous attribuons une probabilité de 15 % à un scénario de non-accord. La probabilité d'une incertitude prolongée s'élève quant à elle à 25 %.

**Impact de marché** | Dans tous les cas, le chemin menant à une éventuelle ratification sera une source de stress, au moins temporairement. Si le résultat était finalement défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. Mais si jamais un accord est trouvé, la livre se réapprécierait et l'investissement privé bénéficierait vraisemblablement du repli de l'incertitude.

Risque # 5

15 %  
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 ont baissé en 2018. Le fait que la Fed soit proche de mettre un terme à ses hausses de taux et que le dollar se stabilise voire se déprécie est une bonne nouvelle pour les marchés émergents en 2019. Cependant, des tensions commerciales plus intenses 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

### Récession américaine

**Analyse** | Les enquêtes récentes indiquent que l'économie américaine a commencé à ralentir au T4. Nous estimons que la croissance va se tasser en 2019, notamment du côté de l'investissement privé. Compte tenu de la fermeture prolongée de nombreux services fédéraux (*shutdown*), il ne faut pas s'attendre à un compromis entre démocrates et républicains sur les infrastructures. Tous les regards sont plutôt tournés vers la Réserve fédérale, qui semble s'appêter à cesser de resserrer sa politique monétaire plus tôt qu'initialement prévu.

**Impact de marché** | Les investisseurs deviendraient plus prudents quant aux prévisions de croissance pour 2020, le ralentissement pouvant devenir plus durable. Le meilleur choix pour les investisseurs est de limiter leur exposition au crédit, de diversifier leur portefeuille et d'adopter une gestion de la durée souple (presque neutre à ce stade). Du côté des actions, la sélection des thèmes, des secteurs et des noms sera de plus en plus cruciale.

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 a bondi depuis le GFC (Great Firewall of China). La bonne nouvelle vient de ce que cette dernière avait commencé à se replier (en % du PIB) depuis fin 2017. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. 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**Crise politique majeure en Europe**

**Analyse** | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques marginales dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne non traditionnelle a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et semblent menacer sérieusement la poursuite de son programme de réforme de l'offre. Bien que moins inquiétante dans l'immédiat, la perspective politique est également incertaine en Allemagne (en raison du changement de direction à la tête de la CDU d'Angela Merkel et de l'incertitude quant à l'avenir de la coalition gouvernementale) et en Espagne (en raison de l'absence d'une vraie majorité au Parlement et de la récente émergence d'un parti d'extrême droite). Plus généralement, la combinaison d'un fort sentiment anti-immigration et de frustration à l'égard des institutions européennes semble donner une importante impulsion aux forces politiques antisystèmes et l'élection européenne de mai 2019 sera un indicateur clé de leurs progrès.

**Impact de marché** | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas que ces événements déclencheront un nouveau cycle de crises systémiques en Europe. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, sans toutefois quitter la zone euro. Toutefois, ce flux d'informations politiques problématiques continuera à générer des tensions sur le marché en 2019, tandis que la difficulté à comprendre les institutions européennes pour les investisseurs extérieurs signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre le bon du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

## 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 de 75 %) :**  
la croissance mondiale ralentit lentement mais sûrement.

- **La croissance mondiale se tasse :** 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cette situation n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur monnaie a généré de l'inflation au niveau local et conduit leurs banques centrales à resserrer leurs politiques monétaires, ce qui a pesé sur des économies déjà affectées par des sorties massives de capitaux. La zone euro a commencé à ralentir. L'année 2019 débute sur un ralentissement synchronisé avec des risques baissiers qui prédominent. La baisse des cours du pétrole depuis le début du mois d'octobre ( devrait néanmoins offrir un soutien précieux aux économies européennes et aux émergents importateurs de pétrole comme l'Inde et la Turquie.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial continue de s'affaiblir et après avoir débuté 2018 à environ 5 % en glissement annuel se situait en octobre autour de 3,6 %. Les discours protectionnistes ont ébranlé la confiance des entreprises, en particulier en Europe. Cela dit, l'incertitude a tendance à freiner l'investissement et à perturber les chaînes de valeur qui se sont développées au même rythme que l'expansion du commerce mondial au cours des 15 dernières années. La trêve commerciale conclue entre les États-Unis et la Chine – avec le report de 90 jours (1er mars 2019) de l'augmentation de 10 à 25 % des droits de douane américains sur les importations chinoises – est néanmoins rassurante à court terme.
- **États-Unis :** l'économie a été stimulée par une politique budgétaire très accommodante dont les effets devraient s'éroder progressivement cette année. Nous pensons que la croissance va ralentir pour converger vers son potentiel d'ici début 2020, ce qui signifie en pratique que l'économie américaine va perdre 1pp de croissance d'ici la fin de cette année. En effet, nous avons revu notre prévision de croissance de 2,7 % à 2,4 % en 2019 et de 2,0 % à 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3,1 % au T4 2018 à 2,1 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, surtout si les pressions inflationnistes se manifestent d'ici là, ce qui est possible, étant donné que l'économie fonctionne dans des conditions proches du plein-emploi. Nous maintenons néanmoins qu'il est très peu probable qu'une récession survienne en 2019, même si le thème de fin de cycle va rester probablement sur le devant de la scène, l'incidence du multiplicateur budgétaire s'estompant et les effets du resserrement de la politique monétaire se faisant sentir.
- **Zone euro :** nous avons déjà révisé nos prévisions de croissance le mois dernier. Malgré une reprise amorcée bien après celle des États-Unis, les économies nationales ont commencé à ralentir en 2018. L'écart de production s'est réduit dans la plupart des pays, et l'Italie est le seul pays de la zone euro (à l'exclusion de la Grèce) dont le PIB n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement de la croissance en 2018 dont les plus importants ont été le ralentissement du commerce mondial et, jusqu'à octobre, les cours élevés du pétrole. En outre, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne après la défaite des deux principaux partis de la coalition gouvernementale (CDU et SPD) aux élections locales marque la fin de l'ère Merkel. La perte de leadership de la chancelière pourrait faire obstacle aux initiatives envisagées pour renforcer l'intégration de la zone euro. Il faudra probablement attendre les élections européennes de mai 2019 et le nouveau parlement, la nouvelle Commission européenne, le nouveau chancelier en Allemagne et des éclaircissements quant au leadership des institutions de l'UE (Commission, BCE) pour faire des progrès significatifs dans le renforcement de l'Union européenne et de la zone euro. En Italie, les données entrantes sur la contraction de la croissance économique au troisième trimestre et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le quatrième ont accru les risques d'un autre fléchissement, incitant le gouvernement à modérer son discours.
- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable avec un vote parlementaire qui est attendu le 15 janvier. Tout dépendra en définitive du scénario (cf. section facteurs de risque et notre « investment talk » publié sur le sujet le 9 janvier).

- **Chine :** la croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (politique de change couplée aux politiques monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait continuer à résister. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial devrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de hard landing ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait se redresser progressivement. Cela dit, le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs liés à l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. Une « surprise inflationniste » reste possible avec la progression des salaires (États-Unis, zone euro), mais ne durerait pas longtemps (faute de marge de manœuvre pour les entreprises pour augmenter les prix) et ferait plus baisser les marges des entreprises que les prix de vente finaux et ce, d'autant plus si la croissance mondiale s'étirole. Il n'en va pas de même dans les économies émergentes, où les pressions inflationnistes sont plus fortes dans de nombreux pays, ce qui a amené de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
- **Prix du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril au 4 octobre à moins de 60 USD/baril début janvier. Le principal facteur déclenchant a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEP et les pays non membres de l'OPEP, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les prix du pétrole sur ce niveau.
- **Des banques centrales plus accommodantes :** La Fed va cesser de remonter ses taux plus tôt que prévu (nous n'attendons plus qu'une hausse de ses taux directeurs cette année). La BCE a mis fin à ses achats de titres mais continuera à remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019) en conservant de la flexibilité sur sa politique de réinvestissement. Nous n'attendons pas de hausse des taux de la BCE en 2019. La BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour normaliser sa politique monétaire (ralentissement de la croissance, absence d'inflation)



### Scénario de risque baissier (probabilité de 20 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque.

- Le risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis (même après les 90 jours convenus lors de la dernière réunion du G20), suivies de représailles par le reste du monde, reste élevé. La Chine et l'UE sont particulièrement exposées à ce risque.
- L'incertitude quant à la montée des tensions commerciales (principalement entre les États-Unis et la Chine) dans un contexte de risques géopolitiques, de crises dans plusieurs grandes économies émergentes (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement en Chine et de tensions politiques en Europe (détérioration de la situation budgétaire en Italie, Brexit) incite les entreprises à rester prudentes.

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé durable de la croissance et, à court terme, de l'inflation. Cela dit, une guerre commerciale mondiale deviendrait rapidement déflationniste en créant un choc sur la demande mondiale.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des *spreads* des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Crainte de récession aux États-Unis
- Dans le pire des cas, hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que les achats de titres financés par création monétaire



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

**Donald Trump fait une volte-face, réduisant les obstacles au commerce et s'engageant dans des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan intérieur, le thème de l'augmentation des dépenses d'infrastructure pourrait revenir au premier plan et prolonger le cycle aux États-Unis.**

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire pro-cyclique des États-Unis ayant un impact plus marqué que prévu sur la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un « policy mix » stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

- Accélération de la croissance mondiale qui renforcerait les anticipations d'inflation, obligeant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leurs politiques monétaires.
- Hausse des taux directeurs réels, en particulier aux États-Unis.

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### États-Unis : potentiellement plus de signaux contrastés

- La croissance demeure supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif. La maturité du cycle augmente la probabilité de signaux contrastés parmi les statistiques économiques.
- La demande intérieure est toujours le principal moteur de croissance et sa structure se modifie (plus forte contribution de la consommation que des investissements).
- La confiance des entreprises reste élevée, même si les chiffres montrent un fléchissement des projets de dépenses et des investissements résidentiels et non résidentiels.
- Le marché du travail demeure bien orienté : l'accélération de la croissance des salaires et des coûts du travail correspond davantage à la phase du cycle.
- Les perspectives d'inflation restent favorables, avec de légères tensions domestiques faisant converger l'IPC et l'IPC sous-jacent à 2,2 %.
- À sa réunion du 19 décembre, la Fed a procédé à un relèvement de taux largement attendu (portés dans une fourchette de 2,25 %-2,5 %), mais sa déclaration a dénoté des perspectives plus prudentes. Les « dots » impliquent maintenant deux interventions en 2019.
- Le sommet du G20 en décembre a relancé les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, suspendant l'escalade pour 90 jours.

### Facteurs de risque

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

### Zone euro

#### La reprise continue malgré des chiffres décevants et la montée des risques politiques

- La croissance a été très décevante en 2018. Des facteurs temporaires négatifs (secteur automobile en Allemagne) ont joué mais ne peuvent expliquer à eux seuls cette faiblesse. La hausse du pétrole (jusqu'en octobre) les tensions commerciales et les risques politiques ont également pesé. La reprise va continuer, mais à un rythme plus faible que ce qui était attendu auparavant (prévision de croissance 2019 de nouveau abaissée de 1,6 % à 1,5 %).
- Si un accord a été trouvé au sujet du budget italien, la France a connu de très vives tensions sociales au T4 et les risques politiques vont rester élevés en 2019.

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

### Royaume-Uni

#### Forte incertitude à l'approche du Brexit

- Malgré le manque de visibilité concernant les modalités du Brexit, le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif. Le recul du prix du pétrole va permettre une baisse de l'inflation.
- Le Brexit pèse cependant sur la confiance et l'investissement. La ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre est très incertaine et de nombreux scénarios sont possibles, même si un « no deal » nous paraît, au final, peu probable.

- « No Deal Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

### Japon

#### Croissance : risque baissier limité grâce à une politique budgétaire généreuse

- Les activités de reprise après les catastrophes naturelles, associées à un temps clément, devraient stimuler la croissance économique pour le moment. Une forte baisse des stocks stimule la production tandis que le retour des visiteurs étrangers profite aux économies régionales.
- L'enquête *Tankan* de la BoJ révèle que le moral des entreprises a résisté malgré les nombreuses incertitudes hors du Japon. Les dépenses d'équipement pour cette année ont connu un rythme d'expansion record.
- Suite aux rallonges budgétaires de l'exercice 2018 pour les plans d'urgence et le renforcement des infrastructures, le gouvernement a annoncé des mesures pour éviter tout revers économique après la hausse de la TVA d'octobre 2019. Ces mesures, combinées à des revenus plus élevés et à des politiques économiques annoncées à l'avance, devraient permettre de compenser en grande partie l'incidence négative d'une hausse de l'impôt.

- L'administration américaine adopte une position ferme à l'égard des négociations commerciales avec le Japon, à partir de janvier

**Chine**

- L'économie a continué de ralentir, tandis que les législateurs ont indiqué vouloir être plus proactifs en ce début d'année, après la Conférence annuelle sur le travail économique.
- Pour l'instant, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine semblent moins préoccupantes, les deux parties ayant repris les négociations. La Chine a pris plusieurs mesures, vraisemblablement convenues lors du sommet du G20, notamment des importations de soja américain, une réduction temporaire des droits de douane sur les automobiles américaines et une meilleure protection de la propriété intellectuelle.
- Les exportations semblent toutefois diminuer, quoique peut-être moins que prévu.
- Dans le même temps, les efforts de désendettement ont continué de peser sur la demande intérieure, en particulier dans le secteur automobile ces derniers mois.
- On note des signes de soutien politique se répercutant sur l'économie, mais ils n'en sont encore qu'à leurs débuts.
- Pour l'avenir, nous anticipons d'autres mesures politiques et des effets plus visibles. Au moins, le RMB semble s'être stabilisé ces dernières semaines.

**Facteurs de risque**

- L'incertitude demeure dans le conflit commercial sino-américain
- 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)**

- Au vu de l'escalade des tensions commerciales sino-américaines, la croissance s'est détériorée du fait de la demande extérieure. Nous avons abaissé nos prévisions de PIB.
- Les chiffres d'inflation sont demeurés globalement favorables. Les chiffres d'inflation sont demeurés globalement favorables. Aux Philippines, ils ont nettement fléchi, de 6,7 % à 6,0 % sur un an, et s'orientent vers l'objectif plus rapidement que prévu. L'inflation indienne a reculé à 2,3 % en octobre en raison d'une croissance négative des prix alimentaires.
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de resserrement monétaire agressif. La BoT a relevé son taux en décembre après avoir modifié son orientation politique.
- Ces deux derniers mois, un affrontement entre la RBI et le gouvernement indien a été rendu public. Avant les élections, le gouvernement souhaiterait que la RBI prenne plus d'initiatives pour permettre aux banques publiques d'alléger les conditions de crédit des PME.

- Révision à la baisse des perspectives de croissance dans la région
- Inflation toujours très favorable. Aux Philippines, l'inflation a commencé à reculer fortement
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de resserrement monétaire agressif
- La RBI signale des interférences du gouvernement

**Latam**

- Les chiffres du PIB du troisième trimestre 2018 récemment publiés mettent en évidence une situation macroéconomique contrastée dans la région : le Brésil et le Pérou ont accéléré plus vite que prévu, tandis que la Colombie, le Chili et le Mexique ont ralenti.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation a finalement confirmé la tendance au retournement de novembre avec une décélération plus prononcée à 4,7 % en glissement annuel. Au Pérou, l'inflation a continué de progresser à 2,2 % en glissement annuel, mais se maintient dans la fourchette visée par la Banque centrale.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leur politique monétaire inchangée lors de leurs récentes réunions, tandis que Banxico a relevé son taux directeur de 25 points de base à 8,25 % en décembre.
- Sur le plan budgétaire, la nouvelle la plus importante est la Loi de finances mexicaine pour 2019 qui permet d'évaluer l'orientation budgétaire de la nouvelle administration. Les chiffres budgétisés révèlent une approche prudente, même dans les hypothèses de dynamique du PIB, d'inflation et du peso mexicain.

- Le Brésil est toujours sur la voie de la reprise
- Ralentissement de l'inflation au Mexique
- Politique monétaire plus dure au Chili et au Mexique
- Signaux contradictoires sur le plan budgétaire de la nouvelle administration mexicaine

**EMEA (Europe Middle East & Africa)****Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018 et un peu plus bas pour 2019 :**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2019, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.
- La Banque centrale pourrait augmenter ses taux de nouveau en Q1- 2019 en fonction de la faiblesse du rouble, des attentes d'inflation et des risques externes.

**Afrique du Sud : sortie de récession mais pas de miracle**

- L'Afrique du Sud est sortie de récession au T3 grâce à la reprise du secteur manufacturier et des services. Du côté des dépenses, la consommation des ménages a rebondi ainsi que les stocks alors que l'investissement privé et public ont diminué. La contribution des exportations nettes a également été négative.
- En termes de policy-mix, les marges de manœuvre sont très limitées. La SARB a remonté ses taux et il n'est pas exclu qu'elle doive encore le faire en 2019.

**Turquie : nous prévoyons une inflation à deux chiffres et une récession en 2019**

- Le fort resserrement des taux, le rebond de la livre, la baisse du prix du pétrole ainsi que la mise en œuvre de mesures discrétionnaires sur certains biens, ont apporté un peu de répit à l'inflation. Toutefois, celle-ci devrait ne pas baisser sous la barre des 20 % avant plusieurs mois.
- Dans un tel contexte, pouvoir d'achat des ménages et marges des entreprises sont au plus bas. Nous anticipons donc une chute marquée de l'activité au second semestre 2018 et une récession du PIB de 1 % en 2019.

- Chute du prix du pétrole, accroissement des sanctions américaines et des tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, montée des revendications sociales, manque de réformes structurelles
- Un assouplissement trop rapide de la banque centrale, une politique budgétaire trop souple, un ralentissement de l'activité en zone euro



## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (8 janvier 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	1,8	2,4	2,3	2,3
Japon	0,7	1,0	0,6	1,0	0,7	1,3
Zone euro	1,9	1,5	1,5	1,8	1,7	1,7
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	1,4	1,5	1,6	2,3	2,3	2,3
Brésil	1,3	2,2	2,1	3,7	4,5	4,3
Russie	1,7	1,5	1,7	2,9	4,9	4,2
Inde	7,8	6,9	7,1	4,0	3,9	4,7
Indonésie	5,1	5,3	5,4	3,2	3,4	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,2	2,4
Turquie	2,8	-1,0	1,5	16,2	16,5	13,3
Pays développés	2,2	1,9	1,6	2,0	1,9	2,0
Pays émergents	4,9	4,6	4,8	4,1	3,9	3,8
Monde	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,75	2,75	2,75	3,00
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,56	2,80/2,90	2,57	2,80/2,90	2,53
Allemagne	-0,58	-0,50/-0,40	-0,55	-0,50/-0,40	-0,52
Japon	-0,14	-0,20/0,00	-0,13	-0,10/0,10	-0,15
Royaume-Uni	0,75	0,80/1,00	0,77	0,80/1,00	0,75

Taux 10 ans					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,72	2,90/3,10	2,73	2,90/3,00	2,74
Allemagne	0,23	0,35/0,55	0,30	0,35/0,55	0,36
Japon	0,00	0,15/0,25	0,04	0,10/0,20	0,07
Royaume-Uni	1,26	1,40/1,60	1,32	1,40/1,60	1,37

Prévisions de change					
	09/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,15	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	108	109,0	111,0	107	108,0
EUR/GBP	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88
EUR/CHF	1,13	1,17	1,15	1,18	1,16
EUR/NOK	9,77	9,30	9,48	9,20	9,30
EUR/SEK	10,24	10,00	10,10	9,80	9,85
USD/CAD	1,32	1,30	1,30	1,30	1,29
AUD/USD	0,72	0,73	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,70
USD/CNY	6,81	6,8	6,90	6,7	6,80

# 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 bénéfices) et autres. ([www.msicbarra.com](http://www.msicbarra.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 de « 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](mailto:info@amundi.com).

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images — ansonmiao

### 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 Benoit**, équipe de Recherche