

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

25 %
probabilité

Escalade continue des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

Analyse | Les négociations entre les États-Unis et la Chine ont pris une tournure surprenante avec une hausse de 10 % à 25 % des droits de douane sur 200 milliards de dollars de marchandises chinoises, ajoutant de ce fait de nouvelles pressions à la baisse sur le commerce mondial. L'incertitude à court terme a augmenté après l'annonce par les États-Unis de restrictions sur les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains. La prudence est donc de mise à court terme. D'un autre côté, cette augmentation tarifaire devrait être gérable pour la Chine. En effet, les décideurs politiques chinois sont mieux préparés que l'an dernier et les retombées des mesures politiques sont en train de se faire sentir. Pour ce qui est de l'avenir, la fenêtre permettant aux États-Unis et à la Chine de parvenir à un accord est encore ouverte. Les deux parties ont fait des avancées concrètes, mais les Présidents Trump et XI doivent encore régler plusieurs questions importantes. Tous deux devraient ressentir une pression accrue avec des difficultés plus importantes en perspective. Une augmentation des droits de douane sur les produits chinois restants d'une valeur de 300 milliards de dollars serait risquée pour les États-Unis, car, contrairement aux tranches précédentes, il s'agit essentiellement de biens de consommation.

Impact de marché | La question des droits de douane vient à nouveau troubler le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Par conséquent, certains projets d'investissement privé ont probablement 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 hausse générale de l'aversion au risque (en raison des craintes de récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

25 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Le Royaume-Uni est plongé dans une crise politique profonde. Les conservateurs et les travaillistes ont été sanctionnés par les électeurs. Le grand vainqueur est le parti du Brexit de Nigel Farage. Boris Johnson a donc le vent en poupe pour succéder à Theresa May. Toutefois, rien n'est acté. La démission de Theresa May prendra effet le 7 juin. La procédure de recherche d'un successeur débutera le 10 juin. Theresa May restera en fonction jusqu'à la fin de la procédure. Les candidats ne manquent pas. Nous devrions être fixés fin juillet au plus tard. Il convient de noter que les partis résolument opposés au Brexit (tels que les Libéraux démocrates) ont également obtenu de bons résultats aux élections, ce qui accentue la polarisation de la situation politique et, donne peut-être même un argument supplémentaire aux partisans d'un second référendum. Il convient également de rappeler que les 27 pays de l'UE devront être unanimes le 31 octobre s'ils souhaitent valider une nouvelle extension du délai de sortie, qui n'est donc pas chose acquise. Dans ce contexte, la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord s'est renforcée et il est donc nécessaire de continuer à s'y préparer tant au niveau national qu'au niveau des entreprises. Mais en fin de compte, tout reste possible : Brexit sans accord, nouvelles élections, nouveau référendum, nouvelle extension de l'article 50, sans oublier qu'il n'est pas exclu que le gouvernement britannique puisse simplement révoquer l'article 50. La seule bonne nouvelle est que les partis protestataires/populistes européens sont de moins en moins nombreux à militer en faveur d'une sortie de l'euro (qui impliquerait une sortie de l'UE). La crise britannique serait-elle en train de les dégriser ?

Impact de marché | À court terme, l'incertitude risque de rester élevée tant que le nouveau Premier ministre ne sera pas désigné et elle pourrait même s'accroître encore si le prochain gouvernement adopte une approche conflictuelle avec l'Europe des 27. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques, avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués, se doit d'être suffisante pour attirer les investisseurs étrangers. Mais est-elle suffisante à l'heure actuelle ? Rien n'est moins sûr ! Si le résultat se révèle 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 un accord était approuvé ou l'article 50 révoqué, nous assisterions à l'effet inverse. La situation reste très binaire et donc peu propice à des recommandations à forte conviction.

Risque # 3

25 %
probabilité

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

Analyse | Début avril, le gouvernement italien a publié son dernier programme économique (pacte de stabilité et de croissance), intégrant les nouvelles prévisions pour le budget 2020 et au-delà. Ces prévisions sont désormais mieux

alignées sur le consensus, ce qui implique une croissance plus faible et une dégradation des finances publiques. Selon celles-ci, l'économie italienne devrait croître de 0,2 % en g.a. en 2019, avant une légère amélioration à 0,6 % en 2020. Le déficit devrait atteindre 2,4 % du PIB en 2019, diminuant progressivement par la suite pour atteindre 1,5 % en 2022. Toutefois, la combinaison d'une détérioration du profil de croissance et d'une réduction de l'excédent primaire devrait se traduire par une augmentation de la dette de 132,2 % du PIB en 2018 à 132,6 % en 2019. L'objectif pour 2022 est fixé à 128,9 %. En raison de l'augmentation de la dette en 2018 par rapport aux objectifs précédemment convenus, la Commission européenne a envoyé le 29 mai une lettre notifiant cette violation et demandant des éclaircissements quant aux facteurs spécifiques ayant entraîné cet écart. Pour accumuler encore plus de tension sur l'économie italienne, les résultats des élections européennes ont complètement inversé l'équilibre du pouvoir au sein de la coalition au pouvoir, la Ligue obtenant presque le double des voix du Mouvement cinq étoiles. Ce résultat s'est accompagné d'une forte participation électorale. La confrontation au sein du gouvernement et avec l'UE au sujet des règles budgétaires de la Commission a immédiatement refait surface accompagnée d'un risque accru de nouvelles élections. Bien qu'il n'y ait pas de volonté politique affirmée en ce sens, nous ne pouvons exclure la possibilité d'élections anticipées, la date la plus proche possible étant septembre (ce qui est toutefois très proche du début des débats sur le budget 2020 et ne serait par conséquent pas idéal d'un point de vue politique).

Impact de marché | Malgré un PIB du 1^{er} trimestre meilleur que prévu, marquant la fin de la récession technique de l'économie italienne du S2 2018, les marchés restent nerveux du fait des crispations du gouvernement italien à l'égard des règles budgétaires de l'UE. En outre, les tensions accrues au sein de la coalition gouvernementale ont accentué le risque d'élections anticipées et l'incertitude quant à la manière dont l'Italie va relever le défi du budget 2020, qui devrait neutraliser les hausses de TVA tout en organisant une révision ambitieuse des dépenses. Il n'y a, selon nous, pas de risque systémique à l'heure actuelle. Nous estimons que les risques resteront circonscrits à l'échelle nationale. À noter que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait déployer pour éviter la contagion à d'autres marchés périphériques. En outre, la BCE a annoncé la mise en place de nouveaux TLTRO pour soulager le système bancaire. Dans ce contexte le risque de contagion aux *spreads* souverains périphériques et aux *spreads* de crédit d'entreprises devrait rester contenu.

Risque # 4

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | Les chiffres de croissance du PIB au T1 (+0,4% en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro) ont été un soulagement, les indicateurs de haute fréquence ayant annoncé plus de faiblesse au début de l'année. Pour l'instant, du moins dans les pays principaux, les difficultés économiques sont largement circonscrites au secteur manufacturier. De plus, le risque de droits de douane américains sur le secteur automobile européen est désormais moins imminent (Donald Trump ayant reporté sa décision de 90 jours). Toutefois, il existe un risque que le secteur manufacturier reste sous pression, notamment du fait du regain de tension entre les États-Unis et la Chine qui pèse sur les chaînes d'approvisionnement internationales, tandis que de nouvelles mesures tarifaires américaines contre l'Europe ne peuvent être totalement exclues. Le risque politique intérieur est également présent, en Italie, notamment, où la négociation du budget 2020 avec la nouvelle Commission européenne sera compliquée. Enfin, le risque de « Brexit sans accord », bien que repoussé, repart désormais à la hausse à la suite de la démission de Theresa May. Ces événements problématiques pourraient se concrétiser dans un contexte où les principaux facteurs de soutien de 2019, le marché encore dynamique de l'emploi et l'assouplissement des politiques budgétaires dans les grands pays perdent progressivement de leur vigueur pour des raisons cycliques et politiques.

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 œuvre 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 # 5

15 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine a fait preuve de plus de vigueur que prévu au T1 (+3,2 %), bien que la composition de la croissance ait été quelque peu volatile et ait envoyé des signaux contradictoires, puisque près de la moitié de la dynamique positive provient de la croissance des stocks et du commerce net. Les statistiques relatives au premier trimestre de cette année, bien que plus contrastées, tendent à confirmer notre vision en suggérant une tendance progressive à la croissance. Il convient toutefois de surveiller la performance du secteur manufacturier, pour lequel les données prospectives semblent annoncer quelques difficultés. Le regain de tensions sur le front commercial avec la Chine, avec la hausse des droits de douane, le risque toujours latent de droits de douane sur les voitures importées d'Europe (reporté de six mois) et les incertitudes dans le processus très important de ratification de l'AEUMC (ou ALÉNA 2.0) ajoutent de l'incertitude aux risques dans nos prévisions. Pourtant, dans notre scénario central, la croissance américaine va ralentir, du fait du ralentissement de la demande intérieure, qui devrait, néanmoins, faire preuve de résilience, en particulier la consommation, compte tenu de la vigueur du marché du travail et des perspectives favorables en matière d'inflation. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible dans l'avenir prévisible et nous pensons que la Fed devrait maintenir le *statu quo*.

Impact de marché | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les signaux économiques devenir plus mitigés à mesure que le cycle progresse. Au moment de rédiger ces lignes, les marchés ont commencé à intégrer deux baisses et demie des taux d'ici fin 2020, la première intervenant avant 2019. Mais à mesure que le cycle avance, le meilleur choix pour les investisseurs sera de limiter leur exposition au crédit. Côté actions, la sélection de thèmes, de secteurs et de valeurs spécifiques sera de plus en plus nécessaire.

Risque # 6

15 %
probabilité

Crise géopolitique d'ampleur au Moyen-Orient

Analyse | Bien qu'il y ait toujours des risques géopolitiques centrés sur le Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur ces dernières semaines après que Donald Trump 1) ait annulé les dérogations qui avaient permis à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2) qu'il ait décidé de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaques contre des pétroliers dans le golfe Persique) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Un facteur non négligeable est que l'équipe de Donald Trump en charge des affaires étrangères et de la sécurité est maintenant beaucoup plus belliqueuse qu'en début de mandat, avec la nomination de personnalités telles que Mike Pompeo au département d'État et, plus encore, John Bolton comme conseiller à la sécurité nationale. Donald Trump paraît toutefois beaucoup plus pragmatique que ce dernier. Côté iranien, le risque d'un affrontement militaire avec les États-Unis est exacerbé par les divisions internes et la possibilité que le Corps des Gardiens de la révolution islamique puisse mener des opérations sans l'approbation totale des dirigeants du pays.

Impact de marché | Les prix du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait être préjudiciable aux classes d'actifs les plus risquées et provoquer une recrudescence des flux vers un dollar refuge. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier durable sur les cours du pétrole, étant donné le niveau élevé de la production américaine de gaz de schiste et les déclarations de l'Arabie saoudite et des EAU selon lesquelles ils seraient prêts à compenser toute réduction des exportations iraniennes.

Risque # 7

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | Les résultats des élections européennes se sont avérés, dans l'ensemble, conformes à ce que les sondages avaient indiqué, bien qu'avec une petite surprise « pro-institutions ». Parmi les principaux enseignements, on peut tout d'abord noter la baisse des votes en faveur des deux grands groupes politiques que sont les sociaux-démocrates et les chrétiens-démocrates ou droite modérée. Depuis 1979, ces deux partis ont contrôlé une majorité combinée au Parlement européen, mais c'est là désormais l'affaire du passé. Deuxième fait marquant, la montée en puissance d'autres forces dites « traditionnelles », le centre libéral pro-marché, dont le parti du président Macron, et, plus particulièrement, les Verts. Dans leur ensemble les forces pro-institutions et pro-européennes représentent environ 67 % des députés contre 70 % avant les élections. Finalement, l'autre grande leçon à retenir est que les partis d'extrême droite (ou eurosceptiques de droite) voient leur représentation passer d'environ 20 % à 25 %, les cas les plus importants étant l'Italie et la France, où l'extrême droite avec le Rassemblement national arrive en tête devant le parti du président de la République. Cependant, les scores des partis d'extrême droite restent en deçà des attentes dans d'autres pays clés comme l'Allemagne et les Pays-Bas, tandis que les partis d'extrême gauche sont passés de 10 % à 7 %. Dans l'ensemble, les partis radicaux et eurosceptiques combinés voient leur part totale passer de 30 % à 32 %, ce qui n'est pas le tsunami qui aurait pu réellement mettre les institutions à mal. Les deux grands partis traditionnels qui peuvent former une majorité en s'alliant au centre libéral ou avec les Verts rencontreront un peu plus de difficultés qu'auparavant, mais sans que celles-ci soient insurmontables. Les partis radicaux auront un peu plus de pouvoir, notamment via les comités parlementaires et ils pourraient essayer de proposer des amendements, mais sans être en mesure de bloquer des projets de loi clés, sauf sur des sujets où les forces dominantes sont très divisées. Un autre point notable est la hausse du taux de participation lors de ce scrutin. Le taux de participation aux élections européennes, qui historiquement était faible et en baisse, est, cette fois-ci, passé de 43 % à environ 50 %, ce qui montre un intérêt croissant pour les affaires européennes.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'un nouveau cycle de crises systémiques en Europe soit possible. 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, nous ne pouvons exclure un certain degré de tension sur les marchés et la difficulté pour les investisseurs extérieurs à comprendre les institutions européennes signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre les bons du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

Risque # 8

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du monde émergent

Analyse | Les actifs émergents ont démarré 2019 en force, grâce 1) au revirement de la Fed (attentisme en ce qui concerne la révision des taux, stabilisation du bilan au T3 2019); 2) à une actualité plus négative sur les marchés développés (en Europe notamment); et 3) à une probabilité moindre d'escalade de la guerre commerciale entre États-Unis et Chine avec un accord probable entre les deux. Ceci dit, le risque de contagion aux émergents reste d'actualité, que ce soit par le biais de l'économie réelle (une croissance mondiale globalement plus faible se traduirait par un commerce mondial plus faible et moins de demande extérieure pour les économies émergentes) ou via les marchés financiers. Le changement d'orientation de la Réserve fédérale est intervenu de façon beaucoup plus précoce et plus prononcée que prévu dans nos perspectives pour 2019 et le risque d'erreur de politique monétaire de la part des principales banques centrales reste d'actualité. En effet, nous voyons aujourd'hui que le risque de contagion par les marchés financiers est plus élevé que par les chaînes d'approvisionnement. Tant que l'environnement financier mondial reste accommodant, le risque de contagion provenant des économies fragiles comme la Turquie et l'Argentine restera limité, cependant, s'il venait à se resserrer, le risque de contagion augmenterait.

Impact de marché | Les *spreads* et les marchés actions seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau sous pression sous l'effet d'une fuite des capitaux. Toutefois, le monde émergent est loin d'être un bloc homogène, et les marchés se détérioreraient davantage dans les pays les plus vulnérables, que ce soit en raison d'un mauvais positionnement extérieur ou de conditions fiscales et politiques fragiles. Les marchés émergents sont encore à aborder avec prudence.

Risque # 9

10 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait continuer à résister. Les données récentes tendent à indiquer que le *policy mix* a un impact positif notable sur l'économie. 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. Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Entre-temps, la désescalade des tensions commerciales pourrait permettre aux décideurs chinois de gagner du temps pour ajuster la mise en œuvre des politiques 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.

Impact de marché | Un atterrissage brutal de l'économie lié à l'éclatement de la bulle du crédit aurait un impact très négatif et ses répercussions seraient particulièrement désastreuses : vulnérabilité des systèmes bancaires (en Chine et ailleurs), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à la dette publique et privée de la Chine, impact négatif sur le commerce régional et mondial, et par conséquent sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, des pays avancés et des pays émergents, etc.

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 %) : demande intérieure et services qui résistent malgré l'incertitude croissante sur les échanges commerciaux

- **Croissance mondiale ralentie** : 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Cette situation n'a cependant pas duré. Depuis le printemps 2018, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies l'an dernier par l'appréciation généralisée de la devise américaine. Par ailleurs, l'activité économique s'est nettement affaiblie en zone euro depuis le T4 2018. 2019 a donc débuté par un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale. Si certains signes de stabilisation se manifestent, les risques demeurent toutefois de plus en plus orientés à la baisse.
- **Le commerce mondial** est sous pression, mais son importance ne doit pas être surestimée : le commerce mondial a chuté au cours des 18 derniers mois. Après avoir commencé l'année 2018 à environ 5 % par rapport à l'année précédente il a fortement chuté au T4 2018, puis zigzagué au cours des derniers mois et devrait à nouveau rencontrer des difficultés étant donné l'augmentation récente des surtaxes douanières sur les importations chinoises aux États-Unis. Le ralentissement économique chinois y a probablement contribué en fin 2018. Mais ce sont surtout les discours protectionnistes qui ont propulsé l'incertitude à des niveaux records (pic en janvier), plombant les investissements. La hausse des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis n'est pas de bon augure tout comme celles entre les États-Unis et le Mexique, tandis qu'une guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis est une réelle menace. Pour l'heure, nous tablons toujours sur une croissance du commerce mondial se stabilisant à des niveaux proches de celle du PIB mondial (c'est-à-dire que le commerce mondial devrait revenir aux alentours de 3 % en glissement annuel d'ici mi-2020). En outre, nous estimons que la capacité de résistance de la demande intérieure est sous-estimée. Si effectivement le commerce mondial a fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, la croissance mondiale étant principalement tirée par la demande intérieure. Les services sont de moins en moins corrélés à l'industrie, ce qui s'explique par l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **États-Unis** : l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait s'estomper progressivement au cours de l'année. Certes, la croissance du PIB réel a nettement dépassé les attentes au T1 2019 (3,1 % en g.t. annualisé après 2,2 % au T4 2018). Il s'agit du troisième trimestre, sur les cinq derniers, où l'économie américaine a enregistré un taux de croissance supérieur à 3 %. La croissance du PIB s'est également accélérée sur une base annualisée, passant de 3,0 % au T4 2018 à 3,2 % au T1 2019. En revanche, la croissance du PIB nominal a fléchi, passant de 5,2 % en g.a. au T4 à 5,0 % au T1. L'analyse de la composition de la croissance trimestrielle fait ressortir une demande intérieure en fort ralentissement (tant sur le plan de la consommation des ménages - en particulier dans les biens durables - que pour les investissements en équipements). Toutefois, en raison de conditions monétaires et financières très accommodantes, nous pensons qu'en l'absence de choc majeur sur ces dernières ou d'évolution significative de la confiance des entreprises et des consommateurs, la croissance devrait ralentir progressivement jusqu'à son potentiel en 2020. Les résultats des entreprises resteront sous pression, surtout si l'inflation s'accélère à nouveau, ce qui n'est pas à écarter étant donné que l'économie tourne dans des conditions proches du plein-emploi et que les surtaxes douanières pourraient être répercutées dans les prix, du moins en partie. La survenue d'une récession en 2019 ou 2020 nous semble peu probable, puisque la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier de revenus disponibles plus élevés. Toutefois, si les tensions commerciales et géopolitiques ne s'atténuent pas, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (soutien moindre de la politique budgétaire, demande intérieure sous pression, signaux mitigés du sentiment et des statistiques de l'économie réelle). Par ailleurs il faut garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale pourrait déclencher une contraction des bénéfices.
- **Zone euro** : la croissance a rebondi de 0,4 % en g.t. au premier trimestre, ce qui constitue un soulagement après un très faible S2 2018. Il est à noter qu'en Allemagne, la principale puissance économique de la

zone euro, la croissance ressort également à 0,4 % après deux trimestres de quasi-récession. Le niveau élevé des dépenses des consommateurs allemands a montré que les retombées des faiblesses du secteur manufacturier sur l'ensemble de l'économie étaient, jusqu'à présent, restées limitées. Toutefois, les données du T2 en zone euro restent mitigées : les indicateurs manufacturiers se sont stabilisés, mais certains d'entre eux continuent à faire état d'une contraction de l'activité, tandis que les indicateurs des services affichent une poursuite de l'expansion, bien qu'à un rythme modéré. Le marché du travail reste vigoureux dans l'ensemble avec quelques faiblesses en Allemagne. En termes de risques, l'économie de la zone euro reste exposée aux tensions commerciales. Malgré un sursis par rapport aux surtaxes douanières américaines sur les voitures européennes, Donald Trump ayant reporté sa décision à la mi-août, les entreprises européennes peuvent quand même être affectées par les tensions sino-américaines via les chaînes de valeur mondiales. Le Brexit revient également sur le devant de la scène, après l'accalmie d'avril, la démission de Theresa May augmentant à nouveau la probabilité d'une sortie de l'UE sans accord du Royaume-Uni. Enfin, en ce qui concerne la politique intérieure, le résultat des élections européennes a été un soulagement puisque les partis antisystèmes n'ont, malgré leur progression, pas obtenu plus de voix que ce que les sondages avaient anticipé. Cependant, la confrontation pourrait reprendre entre la coalition antisystème au pouvoir en Italie (la Ligue du Nord se sentant renforcée par ses gains aux élections) et les autorités européennes sur la question du budget italien 2020. En Allemagne, suite à la piètre performance aux européennes des deux partis de la coalition au pouvoir, les risques de rupture ont également légèrement augmenté.

- **Royaume-Uni :** la visibilité politique au Royaume-Uni est très limitée après l'annonce de la démission de Theresa May de son poste de chef du parti conservateur (et par conséquent de Premier ministre). Le parti conservateur va désormais élire un nouveau chef au cours de l'été, qui, en tant que Premier ministre, pourrait vraisemblablement adopter une approche plus dure sur le Brexit, augmentant le risque de sortie sans accord. Toutefois, étant donné que le Parlement reste fermement opposé à un « no-deal » et qu'il pourrait être en mesure d'empêcher un tel scénario, de nombreux scénarios de Brexit restent possibles, d'autant qu'un blocage politique menant à de nouvelles élections ne peut être exclu.
- **Chine :** le revirement surprenant des négociations entre les États-Unis et la Chine et les surtaxes sur 200 milliards de dollars de produits chinois ajoutent de nouvelles pressions à la baisse sur l'économie chinoise. L'incertitude à court terme a augmenté après l'annonce par les États-Unis de restrictions sur les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains. Ceci dit, la fenêtre permettant aux États-Unis et à la Chine de parvenir à un accord est encore ouverte et, si les deux parties ont fait des avancées concrètes, les Présidents Trump et Xi pourraient toujours perdre des plumes dans la bataille. La dernière augmentation tarifaire devrait encore être gérable pour la Chine puisque les décideurs politiques chinois sont mieux préparés que l'an dernier et les retombées des mesures politiques prises depuis le deuxième semestre 2018 sont en train de se faire sentir.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées. Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs relevant de 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'accroître que légèrement dans les économies avancées. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro) mais il est frappant de voir que l'inflation a ralenti aux États-Unis au T1 2019 alors que la croissance du PIB réel s'est accélérée ! En zone euro, dans un contexte de faible inflation, nous considérons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir de fixation des prix (c'est-à-dire que leurs marges courent plus de risques que les prix de vente finaux). En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont, depuis le début de l'année, adopté un ton plus conciliant.
- **Cours du pétrole :** les prix du pétrole ont chuté de manière inattendue au cours des dernières semaines en raison de l'escalade de la guerre commerciale (le Brent tombant à près de 60 \$/baril). La stabilisation économique reste favorable, mais les tensions géopolitiques peuvent modifier radicalement le tableau d'ensemble sapant les projections de la demande sur les 12 prochains mois. Les préoccupations liées à l'OPEP et aux ruptures d'approvisionnement au Venezuela, en Libye, en Iran et récemment dans l'ensemble du Moyen-Orient sont installées pour la durée. Au final, les prix du pétrole continueront probablement d'évoluer de façon volatile dans une large fourchette. D'une part, les pressions sur l'offre continueront de pousser les prix à la hausse tandis que les craintes concernant l'évolution de la demande globale devraient les maintenir sous pression. Ainsi, tout bien pesé, nous nous en tenons à notre objectif de 60 à 70 \$/baril (Brent).
- **Souplesse pour la plupart des banques centrales :** la Fed fait preuve d'attentisme et nous ne prévoyons ni hausse ni baisse des taux en 2019, sauf dans le dernier cas, si certains risques baissiers se concrétisent, si les conditions financières se resserrent ou si l'inflation surprend à la baisse. Les risques sont très manifestement devenus asymétriques. Nous anticipons un maintien du statu quo (sur les taux d'intérêt) de

la part de la BCE en 2019 et 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge d'intervention pour une normalisation de sa politique monétaire, compte tenu du ralentissement économique et de l'absence d'inflation. La BCE a annoncé de nouveaux TLTRO en mars (pour lancement en septembre) dont les caractéristiques techniques devraient être très accommodantes : la BCE pourrait faire preuve de davantage de souplesse si la croissance continue de ralentir, avec un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Un système à double niveau est sérieusement envisagé pour les taux de dépôt, afin d'alléger la charge pesant sur les banques qui disposent de réserves excédentaires importantes (Allemagne).



Scénario de risque baissier (probabilité de 25 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque

- Tensions commerciales croissantes, sans compromis, entre les États-Unis et la Chine
- Risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis suivies de représailles par le reste du monde.
- Série de chocs d'incertitude (commerce mondial, Brexit, Italie) qui pourraient plomber la demande mondiale.

Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé et 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. Des politiques budgétaires et monétaires contracycliques seraient rapidement mises en place (mais avec un certain retard).
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires et baisse de la liquidité des marchés.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Les banques centrales pourraient à nouveau recourir à des outils non conventionnels, tels que l'élargissement de leur bilan (notamment en ce qui concerne la BCE).



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

Donald Trump fait volte-face, réduisant les obstacles au commerce. 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 procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la croissance intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement marqué. 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

La normalisation progresse

- Avec l'atténuation de l'impulsion budgétaire, les principaux moteurs de la demande intérieure ralentissent et se rapprochent des tendances à long terme à mesure que la politique monétaire et les conditions financières s'assouplissent et accompagnent cette normalisation.
- Le dynamisme continu de la demande de main-d'œuvre et de la croissance des salaires, associé à des tensions inflationnistes contenues, favorise la résistance de la consommation personnelle, qui devrait constituer le principal moteur de la demande intérieure. La consommation des ménages au T1 a été plus faible que prévu, mais ce trou d'air pourrait être temporaire (« shutdown » des services publics, correction du marché au T4).
- La confiance des entreprises s'est nettement tassée par rapport à l'an dernier ce qui se traduit par un fléchissement des projets de dépenses et des investissements.
- Les pressions inflationnistes modérées, intérieures et extérieures, maintiennent l'IPC sous-jacent et global sous contrôle, pour un contexte d'inflation favorable tant que les prévisions restent stables. La Réserve fédérale devrait rester en pause cette année, mettant fin au resserrement quantitatif tout en restant attentive à tout changement des conditions financières, des perspectives économiques et de la dynamique de l'inflation

Facteurs de risque

- Les risques de surtaxes douanières pourraient peser sur les performances économiques, de manière directe (prix et commandes) comme indirecte (confiance). Plus la liste des produits visés par les surtaxes est longue, plus l'impact sur la demande intérieure des États-Unis est important
- Le regain d'incertitude politique pourrait freiner les nouveaux projets d'investissement de façon plus importante que prévu
- Les risques géopolitiques (Iran, Venezuela) pourraient constituer un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

Amélioration progressive attendue malgré d'importants risques

- Après une année 2018 très décevante, la croissance a rebondi au T1. Cependant, alors que la demande interne et le marché du travail sont porteurs, les indicateurs portant sur l'industrie restent très dégradés. Nous attendons une amélioration progressive durant le reste de 2019, mais les risques sont importants.
- La zone euro reste très exposée aux tensions commerciales internationales, même si la menace directe de droits de douane européens sur les automobiles européennes est devenue moins imminente. Après une accalmie en avril, le risque de Brexit sans accord est également remonté.

- Montée des forces politiques protestataires
- Risques externes (guerre commerciale, ralentissement aux États-Unis et en Chine)

Royaume-Uni

Forte incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a rebondi au T1, mais en partie grâce à des dépenses de précaution liées au Brexit. Le Royaume-Uni a obtenu de l'UE un délai supplémentaire pour le Brexit (jusqu'au 31 octobre) mais la Première ministre T. May n'a pas trouvé d'accord avec les Travailleurs pour ratifier l'Accord de Sortie de l'UE. La situation politique reste très volatile (incertitude sur la succession de T. May) et le risque de Brexit sans accord remonte.
- Malgré les incertitudes politiques, le marché du travail reste tonique et les salaires réels progressent, aidés par le reflux de l'inflation.

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

Japon

La situation reste précaire

- Le PIB a progressé de 2,1 % au T1 en glissement trimestriel. Toutefois, c'est là le résultat de la faiblesse des importations et de l'accumulation des stocks, deux facteurs qui découlent d'une demande privée moins vigoureuse. Les dépenses de consommation comme les investissements des entreprises ont reculé par rapport aux niveaux du T4 2018.
- La production industrielle reste morose, les stocks atteignant leur plus haut niveau en six ans. La vigueur des exportations vers les États-Unis n'a pas entièrement compensé la faiblesse des expéditions vers l'Asie.
- Les investissements structurels sont soutenus par le développement urbain et les rénovations de bureaux. En revanche, les dépenses en machines restent faibles, l'économie chinoise tardant à faire naître les lueurs d'espoir susceptibles de stimuler les fabricants.
- Les hausses salariales régulières renforcent la consommation, mais les prix galopants des produits de première nécessité découragent les ménages. Le passage à une nouvelle ère avec le nouvel empereur pourrait en partie encourager les consommateurs.

- Les projets de dépenses d'équipement pour cette année sont en baisse.
- Les entreprises pourraient stopper, réduire ou reporter leurs investissements du fait de bénéfices anémiques et de l'escalade du conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine.

Chine

- Le revirement surprenant des négociations entre les États-Unis et la Chine et les hausses de droits de douane sur 200 milliards de dollars de produits chinois ajoutent de nouvelles pressions baissières sur l'économie chinoise.
- L'incertitude à court terme s'est accrue à la suite de l'annonce américaine de limiter les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains, bien que la possibilité d'un accord commercial à venir soit toujours d'actualité. Les prochaines évolutions des États-Unis et de la Chine sont à observer de près à l'approche du G20 qui se tiendra au Japon en fin juin.
- Les exportations devraient à nouveau être touchées, mais peut-être moins qu'au T4 et avec une distorsion moindre.
- Les décideurs politiques semblent mieux préparés que l'an dernier, toutes les mesures étant d'ores et déjà sur la table, prêtes à être utilisées lorsque nécessaire.
- Par ailleurs, certains signes indiquent que les mesures de soutien mises en œuvre depuis le T3 commencent à avoir un impact sur l'économie réelle et qu'elles deviennent plus visibles.
- En l'absence de nouvelle escalade, le RMB devrait être en mesure d'éviter des dépréciations importantes, grâce au soutien des politiques et au contrôle des capitaux.

Facteurs de risque

- Incertitude sur les relations Chine / 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)

- Les chiffres relatifs à la croissance au T1 2019 ont, dans l'ensemble, été décevants dans la zone à quelques exceptions près (Chine et Taiwan). La dynamique négative a été confirmée par les statistiques de l'économie réelle, avec des données très faibles pour les exportations accompagnées d'un ralentissement de la demande intérieure.
- Les chiffres de l'inflation sont restés très modérés. Les cours du pétrole et des denrées alimentaires sont passés de négatifs à positifs, poussant l'inflation légèrement à la hausse. Les objectifs des BC ne sont pas menacés pour l'instant.
- Enfin, nous avons vu deux banques centrales de la région (Philippines et Malaisie) réduire leurs taux directeurs de 25 pb en raison de la faiblesse de l'économie et de l'inflation. De nouvelles mesures d'assouplissement sont en vue.
- Les résultats de trois élections importantes ont été officialisés (Thaïlande, Indonésie et Inde). Dans les trois cas, le statu quo a prévalu avec la victoire du président ou de la coalition en place. La victoire de Modi en Inde a été beaucoup plus nette qu'attendu.

- PIB du T1 2019 plus faible que prévu dans l'ensemble
- Inflation toujours très favorable. Les cours du pétrole et de l'alimentation font grimper l'inflation
- Les banques centrales de la région tendent vers plus de souplesse
- Les résultats des élections en Thaïlande, en Indonésie et en Inde confirment le statu quo

Amérique Latine

- Les chiffres du PIB de la zone au T1 ont fait preuve d'une faiblesse généralisée dans l'ensemble des pays (Mexique, Chili et Colombie pour n'en citer que quelques-uns). La demande intérieure a été touchée par des facteurs temporaires spécifiques.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Toutefois, dans les principales économies de la région, l'inflation a augmenté, passant à 4,4 % en g.a. au Mexique (au-dessus de l'objectif de Banxico) et atteignant le niveau inquiétant de 55,1 % en g.a. en Argentine.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés. La Banque centrale d'Argentine a assoupli sa zone de non-intervention pour défendre le peso.
- Les taux d'approbation des présidents des deux principaux pays (Brésil et Mexique) évoluent de façon très différente. Celui de Bolsonaro est en plein dérapage tandis que celui d'AMLO demeure élevé. AMLO a dernièrement annoncé l'arrêt des exonérations fiscales pour de nombreuses entreprises. De telles décisions n'ajouteront pas grand-chose aux revenus (petite contribution), mais elles fonctionneront en termes de popularité.

- Les chiffres du PIB du T1 publiés jusqu'à présent sont globalement médiocres
- L'inflation est modérée dans l'ensemble, mais plus élevée que souhaité au Mexique et en Argentine
- La BCRA a assoupli la zone de non-intervention
- La cote de popularité du président brésilien Bolsonaro est en baisse

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: croissance du PIB réel de 2,2 % en 2018 et légèrement en deçà en 2019. La croissance devrait néanmoins s'accélérer à moyen terme grâce à d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024.

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs de son Fonds souverain.
- La BC a maintenu sa politique monétaire inchangée, mais nous prévoyons une baisse des taux au T4.

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

- Les indicateurs haute fréquence sont encore très faibles et les récentes pressions monétaires causées par un contexte extérieur faible pour les pays émergents et un remaniement ministériel ne simplifient pas les choses. Compte tenu du PIB nul au T1, nous avons abaissé nos prévisions pour 2019 de 1,4 % en g.a. à 0,8 %.
- Malgré la faiblesse de l'économie et de l'inflation et une Fed conciliante la SARB devrait maintenir un positionnement neutre au moins durant le S1.

Turquie: inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Le PIB de la Turquie a diminué de 2,7 % en ga au T1-19, un peu moins qu'au trimestre précédent (-3% en ga). Alors que la consommation privée a moins ralenti qu'au T4-18, l'investissement a de nouveau chuté de 13% en ga. Comme anticipé, les dépenses du Gouvernement ont fortement augmenté (+7.2% en ga). Nous n'attendons pas d'amélioration à court terme.
- La CBRT est toujours sous pression, avec un IPC qui devrait rester élevé et des tensions continues sur la monnaie dans un contexte politique défavorable.

- Chute du prix du pétrole, renforcement des sanctions américaines et tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales à l'approche des élections et risque de dérapage budgétaire
- Relâchement trop rapide de la BC, politique budgétaire assouplie, ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 juin 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	2,0	2,4	2,0	2,4
Japon	0,8	0,9	0,7	1,0	0,9	1,3
Zone euro	1,8	1,0	1,5	1,8	1,2	1,5
Allemagne	1,4	0,8	1,5	1,7	1,5	1,5
France	1,5	1,3	1,5	2,1	1,3	1,5
Italie	0,8	0,1	0,6	1,1	1,0	1,5
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,4	2,4	2,2	2,2
Brésil	1,1	1,3	2,1	3,7	4,3	4,7
Russie	2,2	1,5	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,4	6,2	6,6	4,0	3,4	4,6
Indonésie	5,2	5,0	5,3	3,2	3,5	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,2	2,5
Turquie	2,9	-1,5	1,5	16,2	15,6	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,7	2,0	1,6	2,0
Pays émergents	4,9	4,4	4,7	4,0	3,9	3,9
Monde	3,8	3,3	3,5	3,2	3,0	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	24/05/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Zone euro	0	0	0	0	0
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	24/05/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,16	2,20/2,40	2,05	2,20/2,40	1,99
Allemagne	-0,63	-0,60/-0,40	-0,67	-0,60/-0,40	-0,66
Japon	-0,15	-0,20/0,00	-0,17	-0,20/0,00	-0,18
Royaume-Uni	0,66	0,60/0,80	0,61	0,70/0,90	0,62

Taux 10 ans					
	24/05/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,32	2,40/2,60	2,35	2,40/2,60	2,39
Allemagne	-0,12	0,05/0,20	-0,02	0,05/0,20	0,05
Japon	-0,07	0,00/0,10	-0,03	0,00/0,10	0,01
Royaume-Uni	0,97	1,10/1,30	1,05	1,15/1,35	1,10

Prévisions de change					
	23/05/2019	Amundi + 6m.	Consensus T3 2019	Amundi + 12m.	Consensus T1 2020
EUR/USD	1,12	1,13	1,14	1,17	1,17
USD/JPY	110	109	110	107	108
EUR/GBP	0,88	0,87	0,86	0,86	0,85
EUR/CHF	1,12	1,14	1,13	1,15	1,15
EUR/NOK	9,80	9,40	9,54	9,30	9,43
EUR/SEK	10,75	10,40	10,50	10,20	10,35
USD/CAD	1,35	1,32	1,32	1,30	1,31
AUD/USD	0,69	0,70	0,72	0,69	0,74
NZD/USD	0,65	0,66	0,67	0,66	0,68
USD/CNY	6,91	6,70	6,72	6,70	6,70

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.msclub.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 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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - adamkaz - Tetra Images

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