

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 (i.e. ne reposent pas sur des variables de marché).

<p>Risque # 1</p>	<p>50 % probabilité</p>	<p>Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</p>
<p>Analyse Après les taxes sur l'aluminium et l'acier, Donald Trump s'attaque désormais à la Chine (avec des hausses des droits de douane sur 34 Mds \$ de biens à compter du 6 juillet). La Chine entend ne pas surréagir mais procèdera à des mesures de rétorsion sur un montant équivalent de biens importés des États-Unis. Il est probable que les menaces de Trump quant à la mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (6 novembre). Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère. Si une montée des tensions nous semble probable, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble en revanche toujours contenue (25 %) pour au moins deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif avant les élections (vive opposition perceptible dans le camp républicain/ effet boomerang) ; (2) les pays partenaires vont prendre garde de ne pas tomber dans le piège tendu et conserver une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque pour au moins deux autres raisons : (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier (avec une cote de popularité en hausse) et pas ou peu d'impact à ce stade sur le climat des affaires aux États-Unis.</p> <p>Impact de marché Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment en Europe) et risquent de conduire à un report dans le temps de certains projets d'investissement. Même en l'absence de guerre commerciale de grande envergure, l'économie peut ralentir. Une réaction en chaîne provoquerait un affaïssement du commerce mondial et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Contrairement à ce que soutient Donald Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p>50 % probabilité</p>	<p>Accroissement des tensions géopolitiques, avec pour corollaire une augmentation supplémentaire du prix du pétrole</p>
<p>Analyse Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique. La situation s'est détendue en Asie avec la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation reste en revanche tendue sur le dossier iranien (dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire le risque d'une reprise du programme nucléaire en Iran). Les tensions au Moyen-Orient sont déjà en partie responsables de la montée des prix du baril.</p> <p>Impact de marché Il y aura régulièrement des regains de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent de façon imprévisible. Les autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) sont plus difficiles à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les marchés financiers ? Il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon épisodique.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p>20 % probabilité</p>	<p>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les <i>spreads</i> souverains en zone euro</p>
<p>Analyse L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations sont particulièrement tendues avec les autres pays de l'UE, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Si le risque d'un dérapage budgétaire conséquent ne doit pas être négligé, les déclarations du ministre des finances visent à rassurer ses partenaires de l'Union monétaire : il est clairement exclu pour la coalition de mettre en œuvre une politique qui mette en risque l'appartenance de l'Italie à la zone euro. C'est d'ailleurs pourquoi la coalition parle de remettre à plus tard (2019 ou 2020) de nombreuses mesures de son programme...</p> <p>Impact de marché En cas néanmoins de dérive budgétaire incontrôlée en Italie, il faudrait s'attendre à une augmentation très rapide des taux d'intérêt locaux, ce qui mettrait en péril la reprise en cours et la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Il est probable dans ce cas de figure que la coalition explose, ou encore que le Président oppose son veto à la loi de finances. Dans les deux cas de figure, de nouvelles élections seraient probablement inévitables. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter la propagation des tensions financières aux autres pays périphériques.</p>		

Risque # 4

15 %
probabilité**La politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu**

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

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

Risque # 5

10 %
probabilité**Une remontée durable et significative des taux longs**

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

Impact de marché | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises : cela fragiliserait la croissance et porterait en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein pour la hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains... et européens.

Risque # 6

10 %
probabilité**Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit**

Analyse | La croissance économique chinoise reste solide (et plus résiliente que ne le pensaient bon nombre d'observateurs il y a encore un an), mais le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est très élevé. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier a néanmoins commencé à se replier (en % du PIB). Cette évolution est de bon augure. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée, qui bénéficie actuellement du regain de vigueur de la croissance du PIB nominal. 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 # 7

10 %
probabilité**« Hard Brexit »**

Analyse | Nous identifions quatre scénarios : (1) « **Soft Brexit** » (probabilité : 55 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJEU...). (2) **Brexit « très soft »** (probabilité : 25 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

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

Impact de marché | Les scénarios (3) et (4) s'accompagneraient de turbulences financières mais pour des raisons très différentes. Il faudrait vraisemblablement passer par une crise politique sérieuse pour remettre en cause le Brexit (scénario 4). En ce qui concerne (3), même si la probabilité de « hard Brexit » a très fortement diminué et si la pression se fait moins forte avec la période de transition (jusqu'à fin 2020), les négociations s'enlisent ce qui n'est pas bon signe. Dans le cas où les dispositions seraient in fine défavorables au Royaume-Uni, on assisterait à un affaiblissement de la livre sterling et de la croissance potentielle.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



Scénario central (probabilité 70 %): la croissance mondiale se stabilise.

- **Poursuite de l'expansion mondiale:** l'expansion mondiale se poursuit en dépit d'un découplage perceptible au niveau de la « dérivée seconde ». La croissance va se tasser en zone euro cette année, tandis qu'elle accélère aux États-Unis. Toutefois, elle restera dans les deux cas assez nettement supérieure à son potentiel. En dépit de la montée des risques, les enquêtes restent sur un niveau élevé. Dans les économies émergentes, certains pays apparaissent particulièrement fragiles mais pour des raisons très spécifiques (Turquie, Argentine ou Brésil) et la politique monétaire commence à devenir plus restrictive dans plusieurs pays simultanément; mais en définitive, la croissance reste solidement ancrée, tant dans les émergents que dans les pays avancés. Le rééquilibrage en cours en Chine se poursuit. La plupart des économies continuent de bénéficier d'une dynamique favorable de l'investissement. Le caractère synchrone de l'expansion la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est affaibli depuis le début de l'année (+3,8 % sur un an). Les hausses de droits de douane annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium ont débuté le 1^{er} juin vis-à-vis du Canada, du Mexique et des pays de l'UE. Des mesures de rétorsion vont être mises en place. On observe que la menace protectionniste a commencé à peser sur la confiance des chefs d'entreprise notamment en Europe. Rappelons toutefois que les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires sont elles aussi ciblées sur quelques produits. Nous continuons de tabler sur un léger repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i.e. sur une croissance du commerce légèrement en deçà de celle du PIB mondial).
- **États-Unis:** la croissance est attendue entre 2,8 % et 3,8 % au T2 2018 après 2,3 % au T1. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) allonge la durée du cycle américain. Pas de récession à craindre en 2018 ou 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement monétaire).
- **Zone euro:** Nous maintenons nos prévisions de croissance inchangées à 2,1 % (2018) et 1,8 % (2019). La montée des prix du pétrole (+50 % depuis 1 an) et les menaces protectionnistes pèsent sur les perspectives du 2nd semestre. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique de la nouvelle coalition en Italie aura un impact économique marqué. À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, le sommet européen des 28-29 juin a été dominé par la crise migratoire. Sur le plan financier, la seule décision prise concerne le MES qui servira de filet de sécurité commun au Fonds de résolution unique, pour venir en aide aux banques si besoin: un petit pas supplémentaire vers l'union bancaire. Les autres propositions de la France et de l'Allemagne (transformation du MES en un FME ou création d'un budget de la zone euro) seront examinées en décembre 2018.
- **Royaume-Uni:** la période de transition court de mars 2019 à fin 2020. Les dissensions sur les modalités du Brexit sont encore fortes (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière). L'incertitude va continuer de peser sur l'économie britannique mais de façon diffuse. Nous continuons de tabler sur un rythme de croissance affaibli en 2018-2019.
- **Chine:** l'économie demeure solide, la transition est sous contrôle. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette, essentiellement domestique s'est stabilisée. Nous tablons sur une décélération graduelle de la croissance et sur un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette). La hausse des droits de douane américains sur 50 Mds USD d'importations fait craindre un affrontement États-Unis/Chine de plus grande envergure. À ce stade néanmoins, l'impact nous semble modeste, un accord est probable; nous ne révisons donc pas nos prévisions de croissance.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées) et devrait continuer de se redresser graduellement en 2018. Ceci dit, le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste. Toutefois, la probabilité d'une « surprise inflationniste », notamment du côté de l'inflation cyclique, augmente à mesure que les capacités excédentaires disparaissent à l'échelle mondiale. Le risque est plus clairement identifiable aux États-Unis en raison de la proximité de l'économie au plein-emploi (les salaires devraient accélérer davantage).

■ **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (77 \$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par les tensions au Moyen-Orient et la politique de l'OPEP sur fonds de demande mondiale soutenue. Les risques demeurent haussiers à court terme. Le rééquilibrage par un accroissement de l'offre mettra du temps à se matérialiser (la production américaine est déjà sur un plus haut historique). Nous avons révisé à la hausse notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$), qui constitue désormais notre prévision à 6-12 mois.

■ **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons 2 hausses de 25pb au S2 2018, 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE réduira ses achats de titres mensuels (de 30 Mds à 15 Mds €) au T4 et pour y mettre fin en décembre. Le 1er relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par Trump pèsent sur la confiance, notamment en Europe. Or Donald Trump est prêt à aller encore plus loin (il menace explicitement d'augmenter de 2,5 % à 20 % les droits de douane pesant sur les importations d'automobiles). Cette menace est à prendre très au sérieux. La probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce s'accroît, dans une période où les risques géopolitiques sont élevés au Moyen-Orient (risques sur le pétrole).



**Scénario baissier (probabilité de 20 %):
ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.**

- Le risque de multiplication de mesures protectionnistes (par les États-Unis) et de mesures de rétorsion par le reste du monde s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Le risque concerne particulièrement l'UE et le Canada.
- Aggravation des tensions géopolitiques actuelles au Moyen-Orient.

Conséquences:

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et pourrait générer à court terme de l'inflation.
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des spreads (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cessent de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), ont de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



**Scénario haussier (probabilité de 10 %):
accélération de la croissance mondiale en 2018**

La probabilité est faible en raison de l'incertitude induite par la montée des tensions des tensions sur le commerce (entre les États-Unis, la Chine et l'Europe notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran) et politiques en Europe (tensions entre l'Italie et l'UE). Ces facteurs incitent les entreprises à rester prudentes.

- Nette accélération tirée par l'investissement des entreprises, le commerce mondial et la resynchronisation du cycle global.
- Dans un environnement très porteur, la politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance ré-accélère en zone euro après un trou d'air au S1. Stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires assouplies d'où un « mini-boom ».

Conséquences:

- Une accélération marquée de la croissance mondiale pour la 2^e année consécutive augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directeurs réels (aux États-Unis notamment).
- Compte tenu des turbulences financières induites, le mini-boom ne ferait pas long feu. Risque de « boom/bust » (i.e. le bust après le boom).

Contexte macroéconomique

États-Unis

Les indicateurs économiques coïncidents et avancés annoncent une croissance supérieure à 3 % pour le 2^e trimestre 2018

- Les perspectives de l'économie américaine sont toujours robustes, les indicateurs avancés dépeignant une forte accélération de l'activité économique.
- Le sentiment des entreprises des services et de la production manufacturière s'est redressé au mois de mai pour se rapprocher de ses plus hauts. Les indicateurs de confiance des ménages se sont aussi améliorés, en juin, et continuent de confirmer la trajectoire solide de la consommation.
- En mai, l'activité industrielle s'est contractée et est ressortie inférieure aux attentes, mais sa tendance globale reste stable. Les ventes de détail ont été soutenues : l'écart entre le revenu disponible et la croissance de la consommation se résorbe et le taux d'épargne a diminué, ce qui devrait favoriser une accélération de la croissance de la consommation au 2^e trimestre.
- Les perspectives d'inflation continuent de se renforcer, le PCE sous-jacent étant maintenant plus proche de l'objectif de la Fed pour un IPC global de 2,8 %. Le marché du travail continue de se resserrer, entraînant une augmentation progressive des salaires. Les prix énergétiques et ceux des importations soutiennent l'inflation globale.

Facteurs de risque

- Les politiques commerciales des É-U. et les risques liés aux réactions de leurs partenaires pourraient saper la confiance
- Inflation : risques à la hausse, dus à l'augmentation des prix du pétrole et à l'accélération des pressions salariales
- Resserrement des conditions financières pesant sur la croissance et les politiques conduites à l'échelle internationale
- Risques géopolitiques découlant d'une approche plus « musclée » de l'administration É-U. (ex : Iran, Corée du Nord)

Zone euro

Poursuite de la reprise malgré la remontée des risques.

- Après de nombreuses déceptions en début d'année, les chiffres tendent à se stabiliser, en ligne avec une croissance du PIB d'environ 2 % par an. L'inflation sous-jacente, bloquée depuis longtemps aux alentours de 1 % par an, devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'arrivée au gouvernement d'une coalition « anti-système » en Italie et de récentes tensions internes au gouvernement allemand au sujet de l'immigration ont fait remonter le risque politique. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée que les États-Unis au risque de guerre commerciale.

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

Royaume-Uni

La robustesse du marché du travail limite l'effet de l'incertitude liée au Brexit

- Malgré la légère révision en hausse de la croissance du T1 (0,2 % au lieu de 0,1 % annoncé précédemment), l'économie a bien ralenti sous l'effet de l'incertitude liée au Brexit. Cependant, les chiffres du marché du travail restent bien orientés (chômage au plus bas à 4,2 % en mars). Les salaires nominaux progressent et les salaires réels sont revenus en territoire positif grâce au léger reflux de l'inflation.
- Les négociations concernant le Brexit se sont cristallisées sur le thème du maintien (partiel ou complet, temporaire ou définitif) du Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE. Cependant, en raison des oppositions très vives au sein du gouvernement de T. May, la définition même de la position britannique est difficile.

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

Japon

L'économie plonge mais la surface n'est pas loin

- L'activité est en perte de vitesse dans la production manufacturière, le bâtiment et l'industrie tertiaire. L'économie a besoin de quelques mois supplémentaires pour repartir, car l'ajustement des stocks est désormais en cours, en particulier au niveau des appareils et des composants électroniques.
- Cependant, des lueurs d'espoir apparaissent, puisque l'ajustement des stocks est quasiment terminé dans l'industrie automobile dans un contexte de rebond des exportations vers les États-Unis. Parallèlement, l'accélération de la hausse des salaires stimule progressivement les dépenses de consommation.
- Les investissements sont durables malgré le ralentissement de la croissance économique mondiale et l'essoufflement des bénéfices des entreprises. Les commandes de machines ont dépassé leur niveau le plus élevé depuis juin 2008. Les investissements des producteurs manufacturiers résistent étonnamment en dépit de la menace du protectionnisme.

- Poursuite de l'appréciation du yen
- Intensification des différends commerciaux avec les États-Unis

Chine

- L'activité économique sous-jacente se maintient malgré quelques faiblesses apparues dans les derniers chiffres officiels.
- L'impact du *deleveraging* du secteur financier devient plus visible : ralentissement de l'activité de crédit et hausse des défauts individuels des obligations d'entreprise.
- L'incertitude relative aux relations commerciales Chine/É-U. s'accroît ; toutefois la Chine continue de réformer et de rechercher le dialogue. En réaction, la politique s'est légèrement assouplie avec la deuxième réduction du ratio des réserves obligatoires cette année et des mesures d'aide aux entreprises privées et PME.
- Le RMB s'est affaibli dernièrement, principalement sous l'effet de facteurs à court terme. Toutefois, les perspectives à moyen terme sont toujours positives concernant l'admission progressive du RMB comme devise de réserve et la transition structurelle qui se poursuit vers la Nouvelle économie, réduisant la dépendance envers le crédit et l'environnement externe.
- En réalité, les pressions exercées par Trump semblent avoir poussé la Chine à accélérer les réformes nécessaires pour cette transition.

Facteurs de risque

- Tensions commerciales É-U./Chine, avec une grande incertitude à court terme
- Des erreurs politiques dans la gestion de la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord toujours à surveiller en dépit de l'accord entre les États-Unis et la Corée du Nord suite au sommet Trump/Kim du 12 juin

Asie (ex JP & CH)

- Les dynamiques macroéconomiques sont stables dans la région ; la Thaïlande et l'Inde ont généré les meilleures progressions, contrairement à la Malaisie, qui a tiré l'ensemble vers le bas. Les exportations restent bien orientées et globalement bien réparties entre fabricants et exportateurs de matières premières.
- Après la publication des statistiques au mois de mai, l'inflation demeure très modeste. Les hausses des cours pétroliers ne se répercutent que très partiellement sur le coût de la vie. En Inde et aux Philippines, les niveaux d'inflation sont toujours très élevés.
- Les perspectives d'évolution des différentes politiques monétaires de la région témoignent d'un durcissement de ton. Avec leur cycle de hausse, les Philippines prennent une fois encore les devants et tentent de ramener l'inflation à son objectif. La RBI a relevé ses taux au début du mois de juin en prévention du risque d'inflation.
- La région a été marquée par l'attitude rigide des États-Unis vis-à-vis de la Chine, avec l'application d'éventuels nouveaux droits de douane de 200 milliards de dollars.

- La dynamique macroéconomique reste stable et positive
- À quelques exceptions près, les niveaux d'inflation du mois de mai sont toujours modestes
- Les banques centrales commencent à durcir le ton de leurs politiques monétaires
- Le risque géopolitique s'accroît

Latam

- Le Brésil a été placé sous les projecteurs en raison des anticipations d'un ralentissement de ses perspectives de croissance économique. Si la croissance du PIB reste globalement bien orientée dans la région, les risques de baisse se renforcent au sein du secteur de la consommation compte tenu de la hausse du taux de chômage et de la baisse des salaires réels.
- Les chiffres de l'inflation publiés en mai suggèrent des perspectives très modestes. Les risques s'accroissent en raison des répercussions de la faiblesse des devises et de la hausse des cours du pétrole.
- Sans surprise, la banque centrale du Mexique (Banxico) poursuit l'approche très orthodoxe de sa politique monétaire en relevant de 25 pb son taux directeur en réponse à la hausse initiée par la Réserve fédérale américaine et la faiblesse du peso mexicain. Au Brésil, confirmant la fin de son cycle d'assouplissement, la banque centrale adopte une approche très pragmatique qui consiste à suivre la volatilité du réel ainsi que les anticipations d'inflation.
- À l'approche des élections mexicaines (1^{er} juillet), le parti AMLO de Monera, le candidat le plus populiste, reste en tête des intentions de vote avec un écart à 2 chiffres par rapport aux autres partis.

- L'économie brésilienne est moins robuste qu'anticipé par le consensus
- La Banxico a relevé son taux directeur de 25 pb
- Les anticipations d'inflation sont toujours modestes
- Avec des élections prévues au Mexique et au Brésil, le calendrier politique est chargé

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :

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

Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 1.5 % en ga en 2018.

- Le chiffre du Pib est ressorti très en-deçà des attentes de marché. Dans un contexte global défavorable aux actifs « risqués » nous avons révisé en baisse nos prévisions de croissance d'autant que les autorités ont peu de marge de manœuvre pour dynamiser la demande intérieure.

Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 4.3 %.

- Erdogan remporte largement les élections et obtient la majorité au parlement. Au lendemain des résultats, les marchés achètent la baisse de l'incertitude politique et la livre s'est appréciée. Cependant, les vulnérabilités économiques du pays sont élevées et constituent toujours un réel challenge pour le nouveau gouvernement. Si Erdogan veut conserver le soutien des marchés, il lui faut crédibiliser son *policy mix*.

- Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines
- Consolidation budgétaire moindre, absence de réformes
- Politique monétaire laxiste, hausse de l'inflation et des déficits jumeaux, dépréciation de la monnaie

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 juillet 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,7	2,1	2,6	2,4
Japon	1,7	1,0	1,2	0,5	0,8	1,1
Zone euro	2,6	2,1	1,8	1,5	1,6	1,7
Allemagne	2,5	2,0	1,9	1,7	1,7	1,5
France	2,3	2,0	1,7	1,2	1,6	1,4
Italie	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2
Espagne	3,1	2,7	2,2	2,0	1,4	1,6
Royaume-Uni	1,8	1,3	1,6	2,7	2,5	2,4
Brésil	1,0	1,7	2,2	3,5	3,2	4,2
Russie	1,5	1,5	1,7	3,7	2,9	4,1
Inde	6,2	7,1	6,5	3,3	4,6	5,3
Indonésie	5,1	5,1	5,6	3,8	3,8	4,0
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,0	2,3
Turquie	7,3	4,3	4,4	11,1	14,0	9,5
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,7	2,0	2,0
Pays émergents	4,9	5,0	4,9	3,5	3,6	3,7
Monde	3,8	3,9	3,8	2,8	3,0	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
États-Unis	2,00	2,5	2,50	2,75	2,75
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,52	2,6/2,7	2,68	2,80/2,90	2,75
Allemagne	-0,68	-0,50/-0,40	-0,65	-0,40/-0,20	-0,56
Japon	-0,13	-0,20/-0,00	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12
Royaume-Uni	0,72	0,80/1,0	0,79	0,8/1,0	0,80

Taux 10 ans					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,85	3,0/3,15	2,90	3,0/3,15	2,92
Allemagne	0,32	0,60/0,80	0,40	0,80/1,00	0,47
Japon	0,05	0	0,08	0,10	0,13
Royaume-Uni	1,26	1,40/1,60	1,40	1,40/1,60	1,45

Prévisions de change					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
EUR/USD	1,16	1,20	1,20	1,25	1,24
USD/JPY	110,60	109	109	105	105
EUR/GBP	0,89	0,91	0,89	0,93	0,89
EUR/CHF	1,16	1,16	1,19	1,18	1,20
EUR/NOK	9,47	9,36	9,46	9,25	9,20
EUR/SEK	10,42	10,15	10,20	10,00	9,98
USD/CAD	1,32	1,28	1,28	1,25	1,26
AUD/USD	0,74	0,77	0,77	0,77	0,78
NZD/USD	0,68	0,70	0,70	0,71	0,72
USD/CNY	6,62	6,60	6,45	6,50	6,42

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo: iStock by Getty Images — Courtneyk

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