

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

20 %
probabilité

Amplification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

Analyse | Les États-Unis ont annoncé le report de l'augmentation des tarifs douaniers sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises, qui devait entrer en vigueur le 1^{er} mars. Ce report semble refléter les progrès significatifs réalisés au cours des cycles de négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et qui se prolongent en 2019. Les pourparlers auraient insisté davantage sur des sujets essentiels, notamment les questions structurelles et leur mise en œuvre, ainsi que certains détails techniques. Si des progrès supplémentaires se concrétisent, un sommet Donald Trump/XI Jinping pourrait avoir lieu et la probabilité que les États-Unis et la Chine parviennent à un accord permettant d'éviter l'augmentation des droits de douane et d'empêcher une nouvelle escalade serait plus élevée qu'en fin 2018. Ceci semble contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme et à raffermir quelque peu le sentiment du marché. Cela dit, l'incertitude demeure relativement élevée et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. À l'heure actuelle il n'est pas encore possible d'exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

Impact de marché | Les droits de douane ont commencé à affecter le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Dans leur sillage, 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 augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % au T1 et T2 et 0,7 % au T3 et T4 2017. Si la faiblesse du T3 résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique de croissance au T4 2018 et au T1 2019 est plus lente que les prévisions d'il y a quelques mois. Le scénario central reste celui d'une économie qui atteint graduellement son point bas avec une croissance du PIB qui converge à nouveau vers son potentiel d'ici la fin de l'année, mais les risques sont clairement orientés à la baisse, en particulier à court terme. En effet, la combinaison d'incertitudes élevées (Brexit, tensions commerciales) avec des facteurs externes négatifs (ralentissement anticipé de la dynamique américaine) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est un facteur favorable. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.

Impact de marché | Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en 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 # 3

20 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Nous envisageons 3 scénarios (S1, S2 et S3) :

S1 (40 %). Courte prolongation d'ici le 12 avril puis approbation d'un accord d'ici au 22 mai. S'il n'y a pas d'accord d'ici au 12 avril, le Royaume-Uni demandera une extension de l'article 50 jusqu'au 22 mai (le Royaume-Uni ne participerait donc pas aux élections européennes en mai). Une extension après cette date deviendrait de facto impossible, ce qui devrait forcer les deux parties à trouver un accord pour éviter un Brexit dur (« no deal »). Les parlementaires pourraient envisager de nouvelles options (par exemple, le modèle de la Norvège et l'union douanière) qui pourraient nécessiter des changements à la déclaration politique tout en restant compatibles avec l'accord de retrait négocié et acceptables pour l'UE.

S2 (40 %) : une extension longue (au moins jusqu'à fin 2019) décidée d'ici le 12 avril. Dans ce cas l'accord actuel ne serait pas ratifié (entraînant probablement le départ de T. May). À l'approche de la date limite du 12 avril, le Royaume-Uni solliciterait une extension longue pour organiser des élections anticipées ou un 2nd référendum. Le Royaume-Uni prendrait part à l'élection européenne (23-26 mai).

S3 (20 %) : une sortie sans accord (no deal). Le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord, ou seulement dans le cadre d'une période de transition très limitée. De nombreux sous-scénarios sont envisageables : un retour au seul régime de l'OMC est possible, mais des mesures de mitigation (managed no deal, deals under no deal) pourraient également être négociées. Une sortie sans accord aurait un impact sur le PIB de la zone euro, avec d'importantes différences d'un pays à l'autre (l'Irlande serait la plus touchée, suivie par les pays très intégrés dans les chaînes de valeur internationales). Il y aurait une très forte incertitude concernant l'avenir de la frontière irlandaise.

Impact de marché | S1 : l'incertitude exerce une pression sur les marchés jusqu'à la date limite. S2 : une forte incertitude à l'approche de la date limite (12 avril) suivie par un soulagement à l'annonce d'une extension longue. S3 : pas pleinement intégré par les marchés, négatif pour les actions européennes et le GBP. Il faut s'attendre à une actualité très intense au cours des prochains jours. Dans le cas où l'issue serait très défavorable au Royaume-Uni, on assisterait à une dépréciation du GBP et à un passage de la croissance économique britannique au-dessous de son potentiel. En revanche, la ratification d'un accord générerait une appréciation du GBP, tandis que l'investissement bénéficierait du reflux de l'incertitude.

Risque # 4

15 %
probabilité

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

Analyse | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu, jusqu'à récemment, des relations tendues avec l'UE. Le gouvernement a revu son objectif de déficit à la baisse, avec une détérioration budgétaire moindre en 2019 (2,04 % vs 2,4 %). Il ne s'agit pas là d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de procédure pour déficit excessif (PDE). Les relations avec la CE se sont améliorées du moins pour le moment, mais des difficultés pourraient refaire surface lorsque la loi de finances sera présentée. Après deux trimestres consécutifs de contraction au deuxième semestre 2018, de faibles indicateurs coïncidents pour le premier trimestre suggèrent que le risque d'un nouveau trimestre négatif subsiste. Étant donné la faiblesse de la croissance à venir (nous prévoyons une croissance du PIB de 0,1 % en 2019), des tensions liées à la viabilité de la dette pourraient probablement réapparaître.

Impact de marché | De notre point de vue, il n'y a pas de risque systémique. D'un côté la hausse des rendements obligataires italiens a durci les conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance du PIB italien. Mais d'un autre côté, l'absence de PDE a apporté un soulagement à court terme. Pour autant, les perspectives à long terme n'ont pas beaucoup changé. Nous estimons que les risques resteront domestiques. À noter que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait déployer pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. En outre, la BCE a annoncé la mise en place de nouveaux TLTRO pour alléger les difficultés du système bancaire. Dans ce contexte le risque de contagion aux *spreads* souverains périphériques et aux *spreads* de crédit d'entreprises devrait rester contenu.

Risque # 5

15 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine s'est montrée plus robuste que prévu au T4 (+2,9 % en g.a.), tirée notamment par les investissements des entreprises tandis que les dépenses de consommation des ménages ont bien résisté. Les statistiques économiques relatives au T1 de cette année, bien que plus contrastées, tendent à confirmer notre idée d'une convergence progressive de la croissance vers son potentiel. La croissance américaine ralentira, en particulier sur le plan des investissements après la performance remarquable enregistrée en 2018, tandis que la consommation devrait rester robuste, étant donné la vigueur du marché du travail et des perspectives favorables en termes d'inflation. Le fait que la normalisation de la Fed soit presque achevée (attentisme, stabilisation du bilan attendue d'ici la fin de l'année) permettra le maintien de conditions monétaires très souples ce qui devrait soutenir la demande intérieure. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible dans l'avenir prévisible.

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. Le risque de récession reste faible. Toutefois, 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

10 %
probabilité

Contagion au « 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 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 voire un accord en bonne et due forme. 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 traduira par un commerce mondial plus faible) 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 a augmenté. En effet, nous voyons aujourd'hui que le risque de contagion par les marchés financiers est plus élevé que par les chaînes d'approvisionnement. Le cas récent de la forte dépréciation, en une même journée, de la livre turque, nous rappelle que malgré la surperformance significative des actifs émergents depuis le début de l'année, leur vulnérabilité aux chocs externes reste assez élevée. De plus, bien qu'anticipée par de nombreuses sources, la dépréciation du dollar ne s'est pas encore enclenchée.

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 # 7

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.

Risque # 8

10 %
probabilité**Crise politique majeure en Europe**

Analyse | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques non traditionnelles dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. Bien qu'un accord ait été trouvé, ce sujet pourrait refaire surface à la suite de nouveaux dérapages budgétaires en 2019. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et pourraient compliquer la poursuite de son programme de réforme de l'offre. Moins inquiétantes dans l'immédiat, les perspectives politiques sont également incertaines en Allemagne (où la stabilité de la coalition gouvernementale pourrait être remise en question) et en Espagne (en raison de l'absence d'une véritable majorité au Parlement et de la récente montée d'un parti d'extrême droite). De façon plus large, la combinaison de sentiments anti-immigrés forts et de frustration à l'égard des institutions européennes alimente les forces politiques antisystèmes. Les élections européennes de mai 2019 seront un indicateur clé de leurs progrès.

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

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



Scénario central (probabilité de 75 %) : ralentissement de la croissance en 2019 et désynchronisation accrue

- **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 dans la zone euro depuis le T4 2018. 2019 a donc débuté par un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale, avec des risques toujours orientés à la baisse.
- **Commerce mondial** : le commerce mondial a surpris à la baisse, enregistrant un net fléchissement 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 (+1,4 % en g.a.). Les discours protectionnistes ont porté les niveaux d'incertitude à des niveaux records, plombant les investissements. Le commerce mondial s'est ressaisi en janvier, mais restera particulièrement faible au T1. Cela dit, la désescalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis est de bon augure et devrait conduire à une stabilisation des échanges. En fin de compte, 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 fin 2019).
- **États-Unis** : l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait toutefois s'estomper progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance qui devrait se rapprocher de son potentiel en début 2020, ce qui signifie en pratique que la croissance de l'économie américaine perdra 1 point de pourcentage d'ici la fin de l'année. En effet, nous prévoyons une croissance du PIB de 2,4 % en moyenne en 2019 et de 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3,1 % au T4 2018 à 2,1 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, surtout si des pressions inflationnistes se concrétisaient d'ici là, ce qui n'est pas à écarter étant donné que l'économie tourne dans des conditions proches du plein-emploi. La survenue d'une récession en 2019 nous semble hautement improbable, en effet la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier d'un revenu disponible plus élevé. Toutefois, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (soutien moindre de la politique budgétaire, investissements des entreprises attendus à la baisse, 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 peut déclencher une contraction des bénéfices.
- **Zone euro** : Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB pour 2019 à 1,0 % et maintenons nos prévisions pour 2020 à 1,5 %. Les données du T1 sont mitigées avec l'amélioration de certains chiffres, mais aussi une faiblesse persistante du secteur manufacturier. Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro (ZE) en 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en ZE. L'Allemagne a failli tomber en récession au T4 en raison d'un ralentissement brutal du commerce mondial, de perturbations dans le secteur automobile causées par la mise en place de nouveaux tests de pollution et de la faiblesse du secteur manufacturier mondial. Le choc subi par le secteur manufacturier de la zone euro en fin 2018 a été nettement sous-estimé. En France, le mouvement des Gilets jaunes a pesé sur l'activité économique. Enfin l'économie italienne, pour sa part, a souffert d'un durcissement des conditions de crédit. En outre, les incertitudes politiques (Brexit, budget italien) ont brouillé les cartes. Toutefois, nous restons convaincus que la demande intérieure (en particulier la consommation) restera soutenue par la bonne tenue du marché du travail, par la forte croissance des revenus, par la souplesse de la politique monétaire et l'importante relance budgétaire (notamment en Allemagne et en France). Par conséquent, nous pensons que la croissance gagnera progressivement en puissance au second semestre. À court terme, les élections européennes de mai 2019, le Brexit et

les menaces tarifaires américaines sur le secteur automobile européen maintiendront probablement l'incertitude à un niveau élevé, et si nous pensons que les partis traditionnels resteront majoritaires au Parlement européen, le niveau de fragmentation politique devrait augmenter. En conséquence, il faudra du temps pour former la nouvelle Commission et nous n'anticipons pas de progrès significatifs en termes de renforcement de l'UE ou de la zone euro avant 2020.

- **Royaume-Uni**: la situation politique au Royaume-Uni est très instable. De nombreuses options sont encore ouvertes en ce qui concerne le Brexit, et, en fin de compte, tout dépendra du scénario final (voir la section « facteurs de risque » et notre « Investment Talk » publié sur le sujet). La probabilité d'un accord nous paraît toujours bien supérieure à la probabilité d'un « no deal ». Or, en cas d'accord, la demande intérieure devrait rebondir au second semestre 2019.
- **Chine**: la croissance économique chinoise semble s'être stabilisée en début 2019, grâce à un *policy mix* très expansionniste, au point que l'on ne peut exclure une reprise (de courte durée) de la croissance. Cela étant dit, le modèle économique du pays reste 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 désescalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait accorder un temps précieux à la Chine pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. Il est à noter toutefois que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ne sont pas près de disparaître (propriété intellectuelle, haute technologie).
- **Inflation**: l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle 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 liés à l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. Une « surprise inflationniste » reste possible sur fond de hausse des salaires (aux États-Unis et en zone euro), mais serait de courte durée en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de l'absence de *pricing power* (marges des entreprises plus fortement touchées que les prix de vente finaux). Dans les économies émergentes, l'inflation a récemment surpris à la baisse, mais ceci principalement en raison de la faiblesse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont adopté un ton plus conciliant.
- **Cours du pétrole**: les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril en début octobre à 66 USD/baril en fin mars. Le principal facteur déclenchant en tout début de chute a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEP et les pays non-membres de l'OPEP, conjuguée aux craintes d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les cours du pétrole à ces niveaux.
- **Banques centrales clés**: l'approche de gestion des risques prévaut. La Fed opte pour l'attentisme et nous ne prévoyons aucune hausse de taux en 2019. La BCE a mis fin à ses achats mensuels d'actifs en fin décembre et continuera de remplacer les titres arrivant à échéance. 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 (lancement en septembre et communication probable des détails techniques en juin) et a surpris par son ton accommodant: 1) décision immédiate sur les TLTRO-3 et *forward guidance* sur les taux; 2) révision à la baisse des perspectives en matière de PIB/inflation plus importante que prévu par le consensus; et 3) balance des risques toujours orientée à la baisse, ce qui signifie que la BCE pourrait encore s'assouplir si la croissance ralentissait davantage. 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 20 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, à une crise géopolitique ou à une réévaluation soudaine des primes de risque

- 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, élections européennes) plombant 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.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des spreads des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Dans le pire des cas, les BC pourraient à nouveau recourir à des outils non conventionnels, tels qu'un accroissement 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 une volte-face, réduisant les obstacles au commerce et s'engageant dans des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan intérieur, le thème de l'augmentation des dépenses d'infrastructure pourrait revenir au premier plan et prolonger le cycle aux États-Unis.

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la croissance intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un *policy mix* stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

Conséquences :

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

Ralentissement : patience et dépendance aux données

- La croissance économique ralentit progressivement dans un contexte de données contrastées, les moteurs de la demande intérieure ralentissant sur le plan des investissements, mais soutenant encore la consommation des ménages. L'impulsion budgétaire qui soutenait la croissance en 2018 va s'estomper.
- Les consommateurs américains restent optimistes dans l'ensemble. La demande de main-d'œuvre et la croissance des salaires toujours vigoureuses, conjuguées à des tensions inflationnistes contenues, maintiennent la consommation des ménages, qui devrait constituer le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance s'est nettement tassée dans les petites entreprises comme les plus grandes, les incertitudes quant aux perspectives de croissance et de la demande entraînant potentiellement un fléchissement des projets d'investissements.
- Des pressions inflationnistes modérées, tant intérieures qu'extérieures, maintiennent l'IPC sous-jacent et global sous contrôle dans un contexte d'inflation modérée. Des prix de l'énergie plus modestes devraient faire plafonner l'augmentation de l'inflation globale annuelle.
- Dans ce contexte, lors de sa réunion de mars, la Fed n'a signalé aucune nouvelle hausse des taux cette année, a annoncé la fin du resserrement quantitatif et a sensiblement révisé à la baisse les projections économiques en matière de croissance et d'inflation.

Facteurs de risque

- Préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure freinant les projets d'investissement plus qu'anticipé
- Risques de droits de douane pouvant pénaliser les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

Zone euro

- **Amélioration progressive attendue malgré d'importants risques.** Après une année 2018 très décevante, les chiffres ont été mitigés début 2019. Cependant, alors qu'une grande partie des difficultés concernent les secteurs exposés aux exportations (industrie) le marché du travail tient bon et devrait soutenir la consommation et les services. Nous attendons une amélioration progressive, surtout à partir du 2d semestre.
- Le Brexit et la menace de droits de douane américains sur l'automobile constituent des risques non négligeables. D'importantes incertitudes politiques persistent (élections européennes et situation en Italie notamment).

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

Royaume-Uni

Forte incertitude à l'approche du Brexit

- Le Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. Le Royaume-Uni a obtenu de l'UE un délai supplémentaire (au moins jusqu'au 12 avril) mais l'incertitude reste très forte concernant la capacité du Parlement britannique à trouver une majorité en vue d'une solution au cours des prochaines semaines. De nombreux scénarios sont possibles, y compris un report long. Sans être l'issue la plus probable, un « no deal », qui reste l'issue par défaut, n'est pas impossible.
- 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

Dérive vers le pire

- La décélération de l'économie mondiale a freiné le secteur privé et menace désormais les dépenses d'investissement. Les expéditions de biens d'équipement et de machines ont diminué en raison d'un nombre croissant d'entreprises qui reportent, réduisent ou annulent leurs investissements.
- Bien que les trois quarts des dirigeants d'entreprises s'inquiètent de l'état de l'économie chinoise, les exportations vers la Chine et les commandes de machines-outils en provenance du pays ont récemment passé leur point bas. Les exportations restent fragiles dans l'ensemble. Pourtant, les expéditions vers les États-Unis continuent d'augmenter, tandis que celles vers l'UE sont étonnamment résistantes.
- Sur le plan de l'économie intérieure, le gouvernement accélère les projets de reconstruction à la suite des catastrophes naturelles, mais aussi les investissements en infrastructures et le développement urbain en préparation des Jeux olympiques de Tokyo en 2020. Une forte baisse des tarifs de téléphonie mobile prévue en avril devrait rediriger les dépenses vers d'autres biens et services.

- Une appréciation asymétrique du yen pourrait menacer les entreprises, entraînant des révisions à la baisse supplémentaires des plans d'investissement

Chine

- L'activité économique globale semble appelée à ralentir davantage au T1, tandis que les responsables politiques ont réaffirmé leur volonté de soutien. Lors de la réunion annuelle du Congrès National du Peuple la croissance a clairement été placée en priorité absolue pour l'année. Le plan de relance budgétaire dépasse largement les attentes, avec la confirmation d'une réduction significative de la TVA des entreprises et des émissions obligataires des gouvernements locaux qui s'annoncent très importantes. Alors que les exportations souffrent et que le secteur de l'immobilier fléchit, le poids du secteur automobile sur l'économie s'allège et le secteur public a débuté ses efforts de stabilisation, avec l'appui des mesures gouvernementales. La croissance globale du crédit semble avoir atteint son point le plus bas.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un élément d'incertitude clé. Des progrès significatifs ont récemment été confirmés et les augmentations tarifaires prévues ont été temporairement reportées.
- Les pressions sur le RMB et les sorties de capitaux restent contenues grâce à l'assouplissement de la Fed et à la faiblesse du dollar, ainsi qu'à l'amélioration du sentiment du marché.

Facteurs de risque

- Incertitude au sujet du conflit commercial sino-américain
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

Asie (ex JP & CH)

- L'ensemble des publications relatives au PIB pour le T4 2018 a confirmé une certaine résistance dans la région, alimentée principalement par la demande intérieure. La dynamique des exportations des pays de la région a été très faible au cours des deux premiers mois de 2019.
- Les données de l'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix du pétrole et des denrées alimentaires ont poussé l'inflation à des niveaux en deçà des attentes. Aux Philippines, l'inflation a finalement réintégré la fourchette cible de la BSP au mois de février, à 3,8 % en g.a.
- De manière générale, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent pour une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- En Thaïlande, des élections à la Chambre des représentants ont eu lieu. 95 % des votes ont déjà été dépouillés mais les 5 % restants font l'objet d'une enquête pour irrégularités. À l'heure actuelle et d'après les informations disponibles, aucun parti ou alliance ne dispose d'une majorité. Le résultat final sera annoncé à partir du 9 mai.

- Dynamique des exportations très faible en début 2019
- Inflation très modérée aux Philippines, qui se situe à nouveau dans la fourchette cible de la BC
- BC de la région attentistes
- En Thaïlande aucune victoire nette d'un parti ou d'une alliance ne se dessine pour l'instant

Amérique Latine

- Les chiffres du PIB du T4 2018 ont confirmé que les conditions économiques étaient meilleures dans les petites et moyennes économies de la région que dans les pays les plus grands. L'Amérique latine est la région où la dynamique entre demande intérieure et extérieure est la plus contrastée : les exportations ont été moins négatives en Argentine et au Brésil.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. En février, l'inflation mexicaine a enfin réintégré la fourchette cible de Banxico à 3,9 % en g.a., en baisse par rapport aux 4,4 % enregistrés en janvier.
- Les grandes banques centrales de la région ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés. Nous attendons désormais un assouplissement de la politique monétaire de Banxico.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter un plan de réforme des retraites très audacieux au Congrès. Le premier vote de la Commission de la Constitution et de la Justice de la Chambre basse qui était attendu d'ici avril devrait être encore retardé.

- Meilleures conditions économiques des petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble, celle du Mexique réintègre la fourchette cible de Banxico qui devrait adopter un ton plus accommodant plus vite que prévu
- La réforme des retraites très audacieuse annoncée au Brésil pourrait être retardée

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: la croissance du PIB réel devrait se situer autour de 2 % en 2018 et légèrement en deçà en 2019, mais la croissance devrait s'accélérer à moyen terme grâce à un important programme de dépenses d'infrastructure sur la période de 2019 à 2024.

- Malgré la menace de nouvelles sanctions à venir, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2019, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe. La Banque centrale ne devrait rien changer à sa politique monétaire pour le moment.

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

- Chiffre du PIB publié au T4 2018 plus élevé que prévu, à 1,1 % sur un an. Globalement, la croissance du PIB en 2018 a été de 0,7 % par an (moyenne annuelle), au lieu des 0,5 % prévus pour l'année précédente. Ces chiffres du PIB meilleurs que prévu ne doivent pas faire oublier que les performances des investissements (principalement dans les entreprises publiques d'État) restent très médiocres. Nous prévoyons une croissance plus élevée en 2019 +1,7 % par rapport à l'année précédente.
- Les données sur la croissance, conjuguées à une inflation plus modérée, pourraient rendre la politique monétaire plus accommodante; toutefois, il convient de faire preuve d'une certaine prudence en raison de la détérioration des perspectives budgétaires.

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

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

- Chute du prix du pétrole, accroissement des sanctions américaines et des tensions géopolitiques

- Hausse de l'aversion au risque, risque de baisse de la notation souveraine, montée des revendications sociales à l'approche des élections

- Un assouplissement trop rapide de la banque centrale, une politique budgétaire trop souple, un ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (28 mars 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	1,8	2,4	2,2	2,3
Japon	0,8	1,0	0,7	1,0	0,7	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	2,3	2,2	2,2
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	3,9	4,4
Russie	1,7	1,5	1,7	2,9	5,0	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,6	4,7
Indonésie	5,2	5,3	5,3	3,2	3,2	4,0
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,0	2,4
Turquie	2,9	-1,0	1,5	16,2	15,4	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,6	2,0	1,7	1,9
Pays émergents	4,9	4,5	4,7	4,1	3,7	3,8
Monde	3,8	3,4	3,5	3,2	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
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					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,25	2,40/2,60	2,18	2,20/2,40	2,12
Allemagne	-0,6	-0,60/-0,40	-0,61	-0,60/-0,40	-0,60
Japon	-0,18	-0,20/0,00	-0,19	-0,20/0,00	-0,19
Royaume-Uni	0,64	0,60/0,80	0,6	0,70/0,90	0,62

Taux 10 ans					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,40	2,50/2,70	2,42	2,40/2,60	2,44
Allemagne	-0,07	0,10/0,25	-0,02	0,10/0,25	0,03
Japon	-0,09	0,00/0,10	-0,06	0,00/0,10	-0,03
Royaume-Uni	0,99	1,10/1,30	1,07	1,15/1,35	1,13

Prévisions de change					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,12	1,14	1,15	1,17	1,18
USD/JPY	111	109	110	106,5	108
EUR/GBP	0,86	0,87	0,85	0,86	0,86
EUR/CHF	1,12	1,14	1,14	1,15	1,16
EUR/NOK	9,68	9,40	9,50	9,30	9,40
EUR/SEK	10,42	10,25	10,30	10,10	10,20
USD/CAD	1,33	1,31	1,31	1,30	1,31
AUD/USD	0,71	0,72	0,72	0,70	0,73
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,69
USD/CNY	6,71	6,70	6,73	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.msicbarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition 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 — orinoco-art

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