

## Les principaux facteurs de risque

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

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

<p>Risque # 1</p>	<p><b>40 %</b> probabilité</p>	<p><b>Nouvelle montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</b></p>
<p><b>Analyse</b>   Les États-Unis et la Chine ont interrompu les hostilités après un accord temporaire conclu par le président Trump et le président Xi lors de la réunion du G20 en Argentine. L'augmentation prévue des droits de douane en janvier 2019 a été suspendue et le risque d'une extension supplémentaire au reste des importations américaines en provenance de Chine (267 milliards de dollars) semble également avoir été repoussé, tandis que les négociations ont repris, et que la Chine semble prête à respecter certains des engagements avant la fin du délai de 90 jours. A minima, ceci devrait contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme, tandis que les effets directs sur le commerce seront moins prononcés et que le sentiment du marché s'améliorera légèrement après un épisode très pessimiste. Cela dit, l'accord demeure temporaire, et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. L'arrestation au Canada, à la demande des États-Unis, du Directeur financier et fille du patron de Huawei, l'une des plus célèbres entreprises chinoises de technologie a rappelé que les différends entre les deux économies pouvaient aller au-delà des questions commerciales. Nous ne pouvons donc pas exclure la reprise d'une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Les tensions commerciales ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier européen) et sur l'économie chinoise. De plus, à l'avenir certains projets d'investissement privé pourraient être 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.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p><b>20 %</b> probabilité</p>	<p><b>Ralentissement majeur en Europe</b></p>
<p><b>Analyse</b>   La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % en T1 et T2 et 0,7 % en T3 et T4 2017. Si la faiblesse du troisième trimestre résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique sous-jacente est plus lente que ce que nous avons prévu il y a quelques mois. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement au-dessus du potentiel, mais les risques restent orientés à la baisse. En effet, la combinaison de tensions politiques internes persistantes avec des facteurs externes négatifs (ralentissement de la dynamique américaine et/ou chinoise) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est actuellement un facteur favorable jusqu'en début 2019. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en place en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p><b>15 %</b> probabilité</p>	<p><b>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les spreads souverains en zone euro</b></p>
<p><b>Analyse</b>   La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu des relations très tendues avec l'UE, notamment en termes de politique budgétaire et de politique migratoire. Après l'annonce d'un écart important, sans précédent, de ses objectifs en matière de déficit, loin de ceux requis pour suivre la trajectoire de correction imposée par la Commission européenne pour éviter une procédure pour déficit excessif (PDE) à l'encontre de l'Italie, la Commission a commencé à engager une telle procédure, le dérapage budgétaire qu'elle prévoit étant incompatible avec la soutenabilité de la dette à moyen terme. Les dernières données récemment publiées (contraction de la croissance économique au T3 et faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le T4) ont accru les risques de récession, incitant le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis. Des discussions portant sur une révision à la baisse des objectifs de déficit sont en cours. Une PDE ne sera probablement pas évitée malgré les révisions discutées actuellement, mais pourrait cependant être moins sévère.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Selon nous, il n'y a pas de risque systémique. La hausse des rendements obligataires italiens a resserré les conditions financières locales, ce qui pèse sur la reprise en cours en Italie. Depuis que les négociations ont pris une tournure moins conflictuelle, les spreads se sont resserrés, apportant un certain soulagement à court terme. Cependant, le resserrement concernant davantage le segment à court terme de la courbe que celui à long terme, il semble que les anticipations du marché</p>		

portent sur des évolutions positives à court terme, même si les perspectives à long terme n'ont pas beaucoup évolué. Nous estimons que les risques demeurent nationaux. En outre, la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait mobiliser pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. Tout ceci pourrait maintenir un risque de contagion contenu sur les spreads souverains périphériques et sur les *spreads* de crédit d'entreprises.

## Risque # 4

15 %  
probabilité**Brexit sans accord**

**Analyse** | La situation politique au Royaume-Uni (RU) est très instable, avec un gouvernement, une majorité et un parlement particulièrement divisés. Nous distinguons trois grandes catégories de scénarios: (1) Accord (probabilité de 65 %), ce qui signifie qu'un accord (qui peut être l'accord de May ou un autre, y compris une adhésion à l'EEE sous le régime de l'union douanière) peut être ratifié par le Parlement britannique, de sorte que le RU quitterait l'UE en mars 2019 (ou quelques semaines plus tard) et entrerait dans une période transitoire où il resterait dans le marché unique au moins jusqu'à fin 2020 (ou de façon indéterminée). Il est cependant important de noter que cette probabilité passe par de nombreuses difficultés, notamment une crise politique et, peut-être, de nouvelles élections, mais aboutit, au final, à un accord. (2) Pas d'accord (probabilité de 15 %), bien qu'il y aurait probablement des mesures d'atténuation, de sorte que la probabilité que les relations commerciales entre l'UE et le RU ne soient régies que par l'OMC est moindre. (3) Une période d'incertitude prolongée (probabilité de 20 %) qui s'étendrait bien au-delà de mars 2019 par une extension accordée ou une abrogation unilatérale de l'art. 50 par le RU. Ceci pourrait conduire à de nouvelles négociations ou à un nouveau référendum, avec probablement des élections entre les deux. Cette catégorie de scénarios pourrait par la suite déboucher sur divers résultats (accord différent, annulation du Brexit ou nouveaux risques d'absence d'accord).

**Impact de marché** | Le scénario 1 devrait finalement apporter un soulagement, mais sa mise en œuvre étant probablement difficile, il sera une source de stress temporaire. Le scénario 2 causerait de graves turbulences: si le résultat était finalement défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. Le scénario 3 comprend des trajectoires complexes, avec de nombreux épisodes tant de stress que de soulagement.

## Risque # 5

15 %  
probabilité**Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »**

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

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

## Risque # 6

10 %  
probabilité**Récession américaine**

**Analyse** | La bonne tenue de l'économie en 2018 a conduit à la surperformance des actifs à risque américains par rapport à ceux du reste du monde. À l'approche de la fin de l'année et de 2019, les investisseurs mondiaux ont commencé à se demander si l'économie américaine allait rester aussi vigoureuse, comment l'inflation allait évoluer et quel serait le chemin emprunté par la Réserve fédérale à l'avenir. Sur le plan macroéconomique, nous pensons que la croissance US va se poursuivre, avec un léger ralentissement en 2019 qui devrait empêcher une surchauffe dangereuse pour l'économie. À la suite des élections de mi-mandat, deux voies sont apparues. La première est l'émergence d'un gouvernement divisé, qui se traduirait par un quasi-blocage législatif. La seconde, plus positive, viendrait entériner des points de convergence (dépenses d'infrastructure) entre Donald Trump et les Démocrates, désormais majoritaires à la Chambre des représentants. Mais tous les regards sont plutôt tournés vers la Réserve fédérale, car l'hypothèse principale est celle d'un resserrement progressif de la politique monétaire, sans hausse brutale des taux, dans un contexte de tensions modérées à la hausse sur les salaires et les prix. Aucun déséquilibre significatif n'est à l'ordre du jour pour le moment. Par conséquent, une récession ne semble pas se profiler à l'horizon de 2019.

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

Risque # 7

**10 %**  
probabilité

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

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (dépréciation du change, politique monétaire, politique budgétaire) si bien que l'économie demeure résiliente. Ceci dit, le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières a bondi depuis le GFC (Great Firewall of China). La bonne nouvelle vient de ce que cette dernière avait commencé à se replier (en % du PIB) depuis fin 2017. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

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

Risque # 8

**10 %**  
probabilité

### Crise politique majeure en Europe

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

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

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



**Scénario central (probabilité de 75 %) :**  
la croissance mondiale ralentit lentement mais sûrement..

- **La croissance mondiale se tasse :** 2018 a débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cette situation n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur monnaie a généré de l'inflation au niveau local et conduit leurs banques centrales à resserrer leurs politiques monétaires, ce qui a pesé sur des économies déjà affectées par des sorties massives de capitaux. Les économies avancées ont commencé à ralentir. À notre avis, l'année va se terminer avec une économie mondiale qui évolue de façon disparate et des risques accrus à la baisse. Un facteur qui a récemment fait surface est la chute des cours du pétrole (bien en dessous de notre juste valeur de 75 USD/baril pour le Brent) qui devrait offrir un soutien précieux aux économies européennes et aux émergents importateurs de pétrole comme l'Inde et la Turquie.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial continue de s'affaiblir et après avoir débuté 2018 à environ 5 % en glissement annuel se situait en septembre autour de 2,3 %. Les discours protectionnistes ont ébranlé la confiance des entreprises, en particulier en Europe. Cela dit, l'incertitude a tendance à freiner l'investissement et à perturber les chaînes de valeur qui se sont développées au même rythme que l'expansion du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Compte tenu de ce qui précède, nous continuons à anticiper un ratio commerce mondial sur PIB mondial en diminution, la croissance du commerce se situant légèrement en retrait par rapport au PIB mondial. Cependant, la dernière réunion du G20 en Argentine a débouché sur un scénario de court terme plus positif que prévu, avec le report de 90 jours (1<sup>er</sup> mars 2019) de l'augmentation de 10 à 25 % des droits de douane américains sur les importations chinoises qui devaient initialement prendre effet le 1<sup>er</sup> janvier 2019.
- **États-Unis :** l'économie a été stimulée par une politique budgétaire très accommodante dont les effets devraient perdurer pendant un certain temps encore, mais les multiplicateurs budgétaires devraient s'éroder progressivement l'an prochain. Nous pensons que la croissance va ralentir pour converger vers son potentiel, mais pas avant fin 2019/2020, ce qui signifie que l'économie américaine devrait perdre 1pp de croissance d'ici 2020. Cette situation aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, surtout si les pressions inflationnistes s'intensifient d'ici là, ce qui est possible, étant donné que l'économie fonctionne dans des conditions proches du plein-emploi. Nous maintenons qu'il est très peu probable qu'une récession survienne en 2019, mais le thème de fin de cycle reviendra probablement au premier plan d'ici l'été prochain, l'incidence du multiplicateur budgétaire s'estompant et les effets du resserrement de la politique monétaire se faisant sentir. Nous anticipons par conséquent un ralentissement de la croissance d'ici 2020, avec une croissance du PIB plus proche de 2 % d'ici là, tout en maintenant notre scénario d'une hausse modérée des taux par la Réserve fédérale.
- **Zone euro :** le mois dernier, nous avons révisé nos prévisions de croissance légèrement à la baisse, à 1,9 % pour 2018 et 1,6 % pour 2019. Malgré une reprise amorcée bien après celle des États-Unis, les économies nationales ont commencé à ralentir en 2018. L'écart de production s'est réduit dans la plupart des pays, et l'Italie est le seul pays de la zone euro (à l'exclusion de la Grèce) dont le PIB n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement de la croissance en 2018 dont les plus importants ont été le ralentissement du commerce mondial et, jusqu'à récemment, les cours élevés du pétrole. En outre, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne après la défaite des deux principaux partis de la coalition gouvernementale (CDU et SPD) aux élections locales marque la fin de l'ère Merkel. La perte de leadership de la chancelière pourrait faire obstacle aux initiatives envisagées pour renforcer l'intégration de la zone euro. Il faudra probablement attendre les élections européennes de mai 2019 et le nouveau parlement, la nouvelle Commission européenne, le nouveau chancelier en Allemagne et des éclaircissements quant au leadership des institutions de l'UE (Commission, BCE) pour faire des progrès significatifs dans le renforcement de l'architecture financière de la zone euro. En Italie, les données entrantes sur la contraction

de la croissance économique au troisième trimestre et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le quatrième ont accru les risques d'un autre fléchissement, incitant le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis. Des discussions portant sur une révision à la baisse des objectifs de déficit sont en cours. Une procédure pour déficit excessif (PDE) ne sera probablement pas évitée malgré les révisions discutées actuellement, mais pourrait cependant être moins sévère.

- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable avec un vote parlementaire de décembre reporté à la veille de sa tenue. Nous distinguons trois grandes catégories de scénarios :
  - (1) Accord (probabilité de 65 %) : un accord (qui peut être celui de Theresa May ou un autre, y compris une adhésion à l'EEE sous le régime de l'union douanière) peut être ratifié par le Parlement britannique. Ainsi le Royaume-Uni quitterait l'UE en mars 2019 (ou quelques semaines plus tard) et entrerait dans une période transitoire où il resterait dans le marché unique au moins jusqu'à fin 2020 (ou de façon indéterminée). Il est cependant important de noter que cette probabilité passe par de nombreuses difficultés, notamment une crise politique et, peut-être, de nouvelles élections, mais aboutit, au final, à un accord.
  - (2) Pas d'accord (probabilité de 15 %), bien qu'il y aurait probablement des mesures d'atténuation, de sorte que la probabilité que les relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni ne soient régies que par l'OMC est moindre.
  - (3) Une période d'incertitude prolongée (probabilité de 20 %) qui s'étendrait bien au-delà de mars 2019 par une extension accordée ou une abrogation unilatérale de l'art. 50 par le Royaume-Uni. Ceci pourrait conduire à de nouvelles négociations ou à un nouveau référendum, avec probablement des élections entre les deux. Cette catégorie de scénarios pourrait par la suite déboucher sur divers résultats (accord différent, annulation du Brexit ou nouveaux risques d'absence d'accord).
- **Chine :** la croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de la gestion des changes et des politiques monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait continuer à résister. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de hard landing ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait se redresser progressivement. Cela dit, le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs liés à l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. Une « surprise inflationniste » reste possible avec la hausse des cours du pétrole et la progression des salaires (États-Unis, zone euro), mais ne durerait pas longtemps (faute de pouvoir d'établissement des prix) et ferait plus baisser les marges des entreprises que les prix de vente finaux et ce, d'autant plus si la croissance mondiale s'étirole. Il n'en va pas de même dans les économies émergentes, où les pressions inflationnistes sont plus fortes dans de nombreux pays, ce qui a amené de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
- **Prix du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril au 4 octobre à 60 USD/baril le 12 décembre. 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'OPEC et les pays non membres de l'OPEC, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les prix du pétrole à des niveaux bas.
- **Normalisation progressive des politiques monétaires des banques centrales.** La Fed va poursuivre le redressement de ses taux directeurs. Nous nous attendons à ce que la Fed poursuive sur sa lancée avec une nouvelle hausse de 25 points de base en décembre 2018 et deux autres hausses au premier semestre 2019, suivies d'une pause, et qu'elle réduise son bilan au rythme annoncé avec le non-remplacement progressif des titres arrivant à échéance. Dans le même temps, comme annoncé, la BCE mettra un terme à ses achats mensuels d'actifs à la fin décembre. Toutefois, elle continuera à remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019) en conservant de la flexibilité sur sa politique de réinvestissement. Sa première hausse de taux (taux de dépôt) n'est pas attendue avant fin 2019 dans le meilleur des cas. La BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour la normalisation de sa politique monétaire.



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

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

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé 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.
- Réapparition, parmi les turbulences financières qui en découleraient, du risque de fin de cycle, en particulier aux États-Unis.
- Fin de la normalisation, par les banques centrales, des politiques monétaires et, dans le pire des cas, quoique hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que l'élargissement des bilans.



### 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 au premier semestre.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

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

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### États-Unis : peu de signes d'un ralentissement

- La croissance demeure globalement supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif.
- La demande intérieure est toujours le principal moteur de croissance. Ceci dit les statistiques commencent à dépendre d'une modification structurelle, avec une plus forte contribution de la consommation au détriment des investissements.
- La confiance des entreprises reste élevée, mais là encore les chiffres montrent un fléchissement des projets de dépenses et des investissements non résidentiels, ainsi qu'un tassement des commandes de biens durables, signes avant-coureurs d'une décélération des investissements des entreprises à surveiller.
- Le marché du travail est toujours robuste.
- Les perspectives d'inflation restent alignées sur les prévisions de la Fed, avec de légères tensions domestiques soutenant l'IPC à 2,5 % en GA et l'IPC sous-jacent à 2,1 %.
- Sans surprise, à sa réunion du 8 novembre, la Fed a laissé ses taux d'intérêt inchangés, dans la fourchette de 2,00 %-2,25 % ; mais au cours du mois, son discours a adopté une tonalité légèrement plus accommodante. La prochaine réunion du FOMC aura lieu le 19 décembre.
- Sur le front du commerce, le sommet du G20 a relancé les négociations entre la Chine et les États-Unis, suspendant l'escalade pour 90 jours.

### Facteurs de risque

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

### Zone euro

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

- Après un début d'année décevant (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), la croissance a de nouveau fléchi au T3 (+0,2 % seulement). Des facteurs temporaires négatifs (secteur automobile en Allemagne) ont joué mais ne peuvent expliquer à eux seuls cette faiblesse. La hausse du pétrole (jusqu'en octobre) les tensions commerciales et les risques politiques pèsent également. La reprise va continuer, mais à un rythme plus faible que ce qui était attendu auparavant (prévision de croissance 2019 abaissée de 1,8 % à 1,6 %).
- Le budget italien continue de susciter des tensions. En France, les réformes menées par le gouvernement se heurtent à des résistances de plus en plus fortes.

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

### Royaume-Uni

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

- La croissance a accéléré au T3 (+0,6 %) après avoir déjà rebondi au T2. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, le manque de visibilité en raison du Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. La ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre est très incertaine et de nombreux scénarios sont possibles, même si un « no deal » nous paraît, au final, peu probable.

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

### Japon

#### Économie intérieure vigoureuse vs exportations chancelantes

- L'économie s'est nettement redressée en octobre, les producteurs et les détaillants tentant de rétablir la bonne marche des entreprises après les pertes subies au cours d'un troisième trimestre fortement touché par les catastrophes naturelles. Les plans d'urgence (0,2 % du PIB) devraient accélérer la croissance à court terme.
- Le gouvernement a dévoilé un plan de relance de l'économie, faisant preuve d'une forte détermination à éviter tout contrecoup après la hausse de la TVA prévue en octobre 2019. Le gouvernement a déjà validé des prestations pour les retraités et la gratuité des frais de scolarité dans les écoles maternelles. Ces plans seront inclus dans le budget de l'exercice fiscal 2019.
- En parallèle, les exportations ont perdu de leur vigueur, non pas en raison de l'intensification du différend commercial entre les États-Unis et la Chine, mais en raison du ralentissement économique global synchronisé hors États-Unis.

- La décision de GM de fermer des usines pourrait alimenter les critiques de l'administration Trump à l'égard de l'industrie automobile

## Chine

- Les risques baissiers pourraient s'atténuer, du moins à court terme, grâce à un accord provisoire conclu entre les États-Unis et la Chine lors de la réunion du G20.
- Les États-Unis ont ainsi accepté de suspendre l'augmentation des droits de douane prévue pour le 1<sup>er</sup> janvier 2019 et des négociations d'une durée de 90 jours doivent commencer immédiatement.
- En dépit des interrogations sur la réalité de cette trêve commerciale, la Chine, contrairement aux doutes de certains, a déjà fait correspondre ses paroles à ses actes, en annonçant des mesures détaillées sur la protection de la propriété intellectuelle.
- Nous nous attendons à ce que d'autres mesures structurelles soient prises, à la demande des États-Unis, mais dont la Chine a aussi besoin afin de faciliter sa propre transition structurelle.
- En parallèle, les responsables politiques font des efforts pour favoriser la diffusion vers le secteur privé, (ce qui devrait devenir plus visible dans les mois à venir) afin de compenser en partie le ralentissement en cours.
- Dans ce scénario, les pressions à la baisse sur le RMB devraient également s'atténuer quelque peu.

## Facteurs de risque

- L'incertitude demeure dans le conflit commercial sino-américain
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

## Asie (ex JP & CH)

- La croissance globale dans la zone s'est détériorée : nos prévisions de PIB ont été revues à la baisse dans toute la région, avec une contribution de la demande extérieure plus faible que la demande intérieure.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés favorables, à l'exception habituelle des Philippines, où l'inflation globale s'est maintenue à 6,7 % en glissement annuel, bien au-dessus de l'objectif fixé par la banque centrale. L'inflation de l'Inde a surpris avec une baisse de 3,3 % en octobre, sous l'effet de prix alimentaires faibles.
- La BSP et la BI ont à nouveau relevé leurs taux directeurs de 25 pb, Malgré les annonces du gouverneur en août, la BoT n'a pas encore modifié l'orientation de sa politique monétaire.
- Au cours des 2 derniers mois, un différent entre la RBI et le gouvernement indien a été porté à l'attention du public. En effet, dans la période précédant les élections, le gouvernement souhaiterait que la RBI prenne davantage d'initiatives pour permettre aux banques publiques d'alléger les conditions de crédit des PME.

- Révision à la baisse des perspectives de croissance dans la région
- L'inflation est toujours très favorable, sauf aux Philippines
- La BSP et la BI ont poursuivi leur cycle de resserrement monétaire
- La RBI signale des interférences de la part du gouvernement

## Latam

- Les chiffres du PIB du troisième trimestre 2018 récemment publiés mettent en évidence une situation macroéconomique contrastée dans la région : le Brésil et le Pérou ont accéléré plus vite que prévu, tandis que la Colombie, le Chili et le Mexique ont ralenti.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation s'est finalement inversée et, après une hausse de cinq mois, a commencé une légère décélération en octobre. Au Pérou, l'inflation s'est nettement redressée tout en restant dans la fourchette des objectifs de la banque centrale.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leur politique monétaire inchangée lors de leurs récentes réunions, tandis que Banxico et la Banque centrale du Chili ont relevé leurs taux directeurs de 25 pb à 8 % et 2,75 % respectivement.
- Dans les deux principaux pays de la zone, la politique budgétaire est sur le devant de la scène : au Brésil, une réforme de la sécurité sociale très allégée est attendue à relativement court terme et au Mexique, plus de détails sur la mise en œuvre du budget sont attendus.

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

## EMEA (Europe Middle East & Africa)

### Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018 et un peu plus bas pour 2019 :

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.
- La CBR pourrait augmenter ses taux en 2019 en fonction de la faiblesse du rouble et des attentes d'inflation.

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

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

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

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

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



## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (10 décembre 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>
Japon	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
Zone euro	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>
Brésil	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>
Russie	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>
Inde	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>
Indonésie	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,6</b>	<b>4,3</b>
Chine	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Turquie	<b>2,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,4</b>	<b>13,0</b>
Pays développés	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Pays émergents	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,25	3,0	3,0	3,0	3,0
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,76	2,9/3,0	2,83	2,8/3,0	2,83
Allemagne	-0,62	-0,5/-0,4	-0,56	-0,4/-0,3	-0,50
Japon	-0,14	-0,2/0,0	-0,13	-0,1/0,1	-0,13
Royaume-Uni	0,74	0,8/1,0	0,75	0,8/1,0	0,74

Taux 10 ans					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,90	3,10/3,25	2,92	2,90/3,10	2,94
Allemagne	0,26	0,40/0,60	0,33	0,35/0,55	0,40
Japon	0,06	0,15/0,25	0,10	0,10/0,20	0,14
Royaume-Uni	1,30	1,40/1,60	1,36	1,40/1,60	1,41

Prévisions de change					
	05/12/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,13	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	113	109	110	107	109
EUR/GBP	0,89	0,89	0,88	0,88	0,88
EUR/CHF	1,14	1,20	1,15	1,24	1,17
EUR/NOK	9,65	9,17	9,34	9,12	9,19
EUR/SEK	10,19	9,97	10,00	9,48	9,80
USD/CAD	1,34	1,28	1,29	1,25	1,26
AUD/USD	0,73	0,75	0,73	0,75	0,75
NZD/USD	0,69	0,70	0,68	0,67	0,68
USD/CNY	6,85	6,80	6,93	6,70	6,82

# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

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

Monetary Policies

Forecasts

**Investment Strategies**

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images — Petrovich9; uschools; alexsl;

**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