

## Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Équipe Recherche Macroéconomique

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).

Finalisé le 30/09/2019

Risque # 1

30 %  
probabilité

**Brexit sans accord**

**Analyse |** Les événements se sont accélérés durant la première semaine de septembre. Après avoir pris le contrôle de l'ordre du jour, le Parlement a adopté une motion chargeant le Premier ministre de demander à l'UE, le 19 octobre, une prolongation (jusqu'au 31 janvier 2020) du délai de mise en œuvre du Brexit, si un accord avec l'UE n'était pas conclu d'ici là ou en l'absence d'approbation par le Parlement d'un Brexit sans accord. Après avoir exclu 21 députés conservateurs qui avaient voté en faveur des motions susmentionnées (et perdant ainsi sa majorité parlementaire), Boris Johnson a proposé des élections anticipées pour le 15 octobre. Toutefois, sa démarche est restée infructueuse, les partis d'opposition ayant voté contre ou s'étant abstenus (une majorité des 2/3 est requise). De plus, la Cour suprême a statué que la décision de Boris Johnson de suspendre le Parlement jusqu'au 14 octobre était illégale, ce qui a permis aux députés de se réunir à nouveau. Même s'il n'est pas possible d'écarter complètement la possibilité que Boris Johnson trouve une faille constitutionnelle lui permettant d'imposer des élections avant le 31 octobre, une prolongation suivie d'élections anticipées ou (moins probable) un second référendum semble désormais être le scénario le plus probable. Les sondages actuels indiquent que les conservateurs pourraient obtenir une majorité absolue lors d'élections anticipées, mais la dynamique politique pourrait changer très rapidement en fonction de ce qui se passera d'ici le 31 octobre. Une alliance avec le Brexit Party serait peu appréciée par de nombreux électeurs conservateurs modérés. Toutefois, de leur côté, les partis d'opposition auront du mal à faire campagne sur un programme commun, si ce n'est sur la question d'un second référendum, qui elle-même divise les électeurs travaillistes. Par ailleurs, Jeremy Corbyn est un personnage autour duquel les électeurs modérés peinent à se rassembler. Le risque de sortie sans accord en 2020 reste bien présent.

**Impact de marché |** Le risque de no-deal le 31 octobre a diminué, mais l'incertitude demeure à l'horizon de 2020. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques doit être suffisante – avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués – pour attirer les investisseurs étrangers. Mais est-elle suffisante à l'heure actuelle? Rien n'est moins sûr! Si le résultat se révèle défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche, si un accord était trouvé ou si l'article 50 était abrogé, nous verrions le contraire. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 2

20 %  
probabilité

**Ralentissement majeur en Europe**

**Analyse |** Après la publication des chiffres de la croissance du PIB au premier trimestre (+0,4 % en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro), qui ont apporté un soulagement, mais qui étaient dus, en partie, à des facteurs positifs temporaires (fortes importations de précaution au Royaume-Uni et climat doux qui a soutenu le secteur de la construction), la croissance s'est à nouveau ralentie au second trimestre (+0,2 %) et s'annonce également faible au troisième trimestre. En Allemagne, notamment, les risques de récession technique ne sont pas négligeables. Les enquêtes sur le secteur manufacturier continuent à faire état de faiblesses dont l'ampleur est telle qu'elles pourraient contaminer d'autres secteurs de l'économie ayant fait preuve de résilience jusqu'ici. De nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (auxquelles le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers les chaînes de valeur mondiales), des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision en ce sens pourrait être prise en novembre) ou encore le Brexit. Au niveau politique, l'incertitude persiste également, dans une certaine mesure (stabilité du nouveau gouvernement italien, risque de Brexit sans accord). Si le déploiement de mesures budgétaires (au niveau des pays, voire de l'UE) peut contribuer à stabiliser la demande intérieure de l'économie de la zone euro face aux incertitudes extérieures, l'appétit pour un effort coordonné semble néanmoins limité. Dans ce contexte, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques, fortement baissiers, restent prépondérants.

Par ailleurs, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé de soutien à la consommation des ménages, par conséquent, les services – qui sont plus sensibles à la demande intérieure qu'au commerce mondial – ont fait preuve de résistance.

**Impact de marché** | Un ralentissement majeur serait clairement négatif pour les actifs européens et l'euro. Mais dans ce cas, le *policy mix* deviendrait encore plus accommodant, tant en termes monétaires qu'en termes budgétaires, ce qui devrait contribuer à stabiliser les anticipations de croissance. Toute incidence négative sur le marché (liée à un ralentissement plus marqué que prévu) devrait donc être de courte durée, puisque les investisseurs s'empresseraient d'intégrer l'impact positif du *policy mix* sur l'économie.

Risque # 3

**20 %**  
probabilité

**Récession américaine**

**Analyse** | L'économie américaine ralentit progressivement. De récentes données révisées montrent que le pic de croissance a déjà été atteint au deuxième trimestre 2018 et que l'économie américaine a ralenti depuis lors, convergeant progressivement vers la tendance. Les dernières données disponibles commencent à confirmer l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait également progressivement en train de ralentir avec un fléchissement des dépenses d'investissement et un passage à la vitesse inférieure sur le marché du travail. Nous anticipons donc une croissance modeste des investissements et une contraction des dépenses des consommateurs américains (le revenu total du travail marquant légèrement le pas tandis que les niveaux de confiance se dégradent). L'incertitude continue sur le plan commercial, la menace de hausses des surtaxes douanières et la persistance de problèmes géopolitiques constituent les principaux risques pour nos prévisions, qui sont orientées à la baisse. D'après les dernières mises à jour, les données macroéconomiques et financières que nous surveillons pointent vers une probabilité accrue de récession, sur un horizon de 12 mois. La probabilité actuellement faible d'une récession à court terme (moins de 5 %) augmente avec le temps pour atteindre plus de 20 %.

**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 s'alignent pour suggérer un fléchissement de la demande intérieure. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'essayer de faciliter un atterrissage macroéconomique en douceur en essayant de contrebalancer les forces qui pourraient freiner la croissance américaine. Nous anticipons donc une période de souplesse prolongée qui s'accompagnera peut-être d'un recours à l'expansion du bilan, afin de maintenir les taux dans la fourchette cible, grâce à un niveau plus élevé de liquidité dans le système. Les marchés s'attendent à deux baisses et demie au cours des 12 prochains mois.

Risque # 4

**15 %**  
probabilité

**États-Unis & Chine \_ Reprise des négociations**

**Analyse** | À notre connaissance, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) sont toujours sur la table et la confrontation sino-américaine est revenue au premier plan en début septembre avec, de part et d'autre, une augmentation des surtaxes douanières. Cependant, les pourparlers ont repris au niveau des délégations inférieures et devraient se poursuivre au début du mois d'octobre à un niveau supérieur. Les deux parties ont abordé ces pourparlers de manière plus constructive : la Chine a consenti quelques exceptions à son régime de droits de douane (incluant certains secteurs sensibles pour les États-Unis) et les États-Unis ont reporté l'augmentation des surtaxes actuelles de 25 % à 30 % au 15 octobre, ce qui témoigne d'une certaine bonne volonté dans un contexte de reprise des négociations et de « semaine d'or » chinoise (semaine de congés liée à la fête nationale chinoise). Il convient toutefois de garder à l'esprit que les États-Unis entrent dans une période préélectorale et que l'opposition à la Chine va bien au-delà des seuls républicains. En effet, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait s'aggraver dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. Le discours protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas près de disparaître. La probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

**Impact de marché** | Outre l'escalade du conflit, la principale répercussion sur les marchés des récents événements a été la dépréciation du CNY au-dessus du seuil psychologique de 7 par rapport au dollar. Le taux de change effectif du dollar est désormais à un plus haut historique et les monnaies des pays émergents ont traversé une courte période d'instabilité à la suite de la dépréciation du CNY. Cette instabilité devrait s'accroître en cas de dépréciation supplémentaire.

Risque # 5

15 %  
probabilité**Crise géopolitique grave au Moyen-Orient**

**Analyse |** Bien qu'il y ait toujours des risques géopolitiques centrés sur le Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur ces derniers mois après que Donald Trump 1/ ait annulé les dérogations qui avaient permis à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2/ qu'il ait décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaque d'une importante installation pétrolière saoudienne) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. À ce stade, il n'est pas certain que le départ de John Bolton, le très belliqueux conseiller de Donald Trump à la sécurité nationale, conduira à un assouplissement de la position américaine. En effet, Donald Trump semblait lui-même déjà nettement plus pragmatique. Côté iranien, le risque d'un affrontement militaire avec les États-Unis est exacerbé par les divisions internes et la possibilité que le Corps des Gardiens de la révolution islamique puisse mener des opérations sans l'approbation totale des dirigeants du pays.

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

Risque # 6

10 %  
probabilité**Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP**

**Analyse |** Le nouveau gouvernement est désormais confronté à sa première tâche difficile, à savoir la définition d'un budget 2020 complexe, visant à éviter une hausse de la TVA et à maintenir les finances publiques sous contrôle tout en évitant une consolidation budgétaire. Son objectif, en réalité, serait même d'inclure quelques mesures budgétaires expansionnistes (notamment un soutien financier et une protection accrue pour les travailleurs, des impôts sur le travail et le revenu moins élevés, moins d'administration et une nouvelle vague de plans d'investissement). De toute évidence, un tel objectif semble particulièrement difficile à atteindre. Malgré la forte réduction, à court terme, des risques liés à une crise de la dette ou à une confrontation politique de longue durée avec les autorités européennes, les questions structurelles, qui constituent une préoccupation à moyen terme (charge de la dette publique et espace budgétaire limité), restent sans réponse. Dans les faits, le gouvernement s'est engagé à respecter les règles de l'UE pour le budget 2020, en profitant éventuellement de la plus grande flexibilité qu'elle pourrait se voir accorder par la Commission européenne.

**Impact de marché |** Les marchés financiers italiens se sont réjouis de la disparition des incertitudes supplémentaires qui auraient été inévitables en cas d'élections anticipées. Par conséquent, les *spreads* entre le BTP et le Bund se sont fortement resserrés, renouant avec leurs niveaux de la mi-mai 2018. De plus, l'aplatissement de la courbe italienne a confirmé que le relâchement des incertitudes politiques soutient l'attractivité des obligations italiennes à plus long terme, qui forment l'une des dernières oasis dans l'actuel désert européen du rendement. Les marchés attendent probablement la publication du budget 2020 qui donnera peut-être lieu à une nouvelle compression des rendements. Si une petite prime de risque politique devait subsister compte tenu de la fragilité latente de la coalition, il existe toutefois encore de la marge pour une baisse des taux d'intérêt, notamment sur le segment à long terme de la courbe.

Risque # 7

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

**Analyse |** Le Parlement européen est plus fragmenté, bien que les élections européennes aient été l'occasion d'une petite surprise « pro-institutions » (en lieu et place de la vague d'euro-scepticisme qui était annoncée) et les institutions et gouvernements européens ont été confrontés à une période de négociation plus difficile que d'habitude pour les nominations aux postes clés de l'UE (Commission européenne, Conseil, Parlement et Banque centrale), qui pourrait augurer de la complexité future des négociations visant à une intégration accrue. Cela ne devrait toutefois pas pouvoir déclencher de crise majeure au niveau européen. Cependant, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « antisystème » ait atteint son pic et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. La politique en devient donc moins prévisible, notamment dans les grands pays où elle était stable auparavant (Allemagne et Espagne). Une telle situation est gérable en période de prospérité, mais peut toutefois devenir plus complexe en cas de détérioration de la situation économique (ou d'autres situations

d'urgence) exigeant une volonté politique forte. En outre, d'autres changements compliquent la vie politique européenne : les forces « pro-institutions » autres que les partis politiques traditionnels progressent également (notamment les Verts et les libéraux économiques), tandis que les événements récents en France soulignent la possibilité de voir émerger des mouvements de protestation qui ne sont dirigés ni par des partis politiques ni par les syndicats. Sur une note plus positive, il convient de constater que les velléités de retrait de l'euro reculent et ne figurent plus à l'ordre du jour des grands partis de protestation en France et en Italie.

**Impact de marché** | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'un nouveau cycle de crises systémiques en Europe soit possible. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, mais sans quitter la zone euro. Cependant, nous ne pouvons exclure un certain degré de tension sur les marchés et la difficulté pour les investisseurs extérieurs à comprendre les institutions européennes signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique.

Risque # 8

**10 %**  
probabilité

**Ralentissement marqué du monde émergent**

**Analyse** | La récente escalade de la guerre commerciale a déclenché une nouvelle vague de ralentissement de la croissance dans l'univers émergent et au-delà. Toutefois l'assouplissement progressif des principales banques centrales (à savoir la Réserve fédérale et la BCE) simplifie l'environnement financier mondial pour les marchés émergents. Une dépréciation prononcée du dollar américain est le facteur manquant dans ce contexte. La situation financière plus clémente ne devrait se dégrader qu'en cas de réajustement brutal des attentes exagérément optimistes des marchés à la suite de choix de politique monétaire plus prudents de la Fed et de la BCE. Cela dit, le niveau de souplesse annoncé et effectivement mis en œuvre devrait empêcher que les risques idiosyncrasiques ne se transforment en risques systémiques, comme ce fut le cas avec l'Argentine au mois d'août. Du côté de l'économie réelle, les répercussions des chocs de la demande extérieure sur la demande intérieure (principalement via les investissements) se sont avérées nettement plus importantes en Asie que dans les autres régions. Une résolution ordonnée et rapide du conflit commercial est nécessaire afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation attendue de la croissance.

**Impact de marché** | Dans ce scénario de risque, les marchés actions et de taux seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau confrontées à une fuite des capitaux. Toutefois, les pays émergents sont loin de constituer un bloc homogène et les marchés se détérioreraient davantage dans les économies les plus faibles et les plus vulnérables, en raison de leur mauvais positionnement extérieur ou de situations budgétaires et politiques fragiles.

Risque # 9

**10 %**  
probabilité

**« Hard landing » chinois/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 se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Des données récentes révèlent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est manifeste et la dette des entreprises non financières s'est fortement accrue depuis la crise financière de 2008. 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 (bien qu'il soit légèrement reparti à la hausse ces derniers temps). Nous continuerons à surveiller de près les évolutions de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Si la menace d'atterrissage brutal s'intensifie, les autorités chinoises disposent de suffisamment de munitions pour compenser les chocs, avec notamment de nouvelles dépréciations, une expansion du crédit sur le marché immobilier, une politique budgétaire plus expansionniste et plus d'accommodation monétaire.

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

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Équipe Recherche Macroéconomique

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



#### SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 60 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se prolonge, à quelques exceptions près, cet automne. Les enquêtes et données industrielles continuent de montrer que le secteur manufacturier mondial est en récession. Toutefois, la demande intérieure résiste grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Commerce mondial encore sous pression :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois. Les discours et mesures protectionnistes se sont encore intensifiés dernièrement, les États-Unis imposant de nouvelles surtaxes douanières à partir du 1<sup>er</sup> septembre auxquelles la Chine a immédiatement riposté. Le niveau d'incertitude lié à un éventuel accord commercial est encore plus élevé, bien que les pourparlers aient repris. À l'approche du nouveau cycle de négociations, les deux parties concernées ont fait preuve d'une attitude plus constructive, la Chine annonçant des exceptions d'une durée d'un an sur certains produits concernés par les surtaxes depuis 2018 (secteur sensible inclus) et Washington reportant la mise en œuvre de surtaxes prévues le 1<sup>er</sup> octobre au 15 octobre. Un accord intérimaire semble plus probable. Le commerce devrait néanmoins rester sous pression pour le moment et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial. Cela étant, il ne faut pas sous-estimer la résilience de la demande intérieure. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure. De plus, le secteur des services est de moins en moins corrélé à l'industrie, ce qui peut être attribué à l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus important. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018, a commencé à ralentir au second semestre 2018 et poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au T2 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,3 % en g.a. au T2 2019, selon des données révisées récemment. Les investissements en immobilisations ont affiché une tendance fortement baissière à partir du second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté. La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à décourager les investissements, annulant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est en effet détériorée dernièrement en raison des craintes d'un ralentissement plus marqué de la demande intérieure. Pour l'heure, bien que les probabilités de récession aient augmenté, nous ne pensons pas qu'une récession en 2019 ou 2020 soit probable. Pourtant, certains signes que le marché du travail ralentit et qu'il est peut-être en train de se retourner commencent à émerger, avec notamment un rythme plus lent de croissance des effectifs et des intentions de nouvelle embauche, ce qui confirmerait l'idée que la demande intérieure va continuer à ralentir à l'approche de 2020. Toutefois, les risques restent orientés à la baisse et en cas de persistance des tensions commerciales et géopolitiques, les doutes sur l'extension du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (moins de soutien de la politique budgétaire, demande intérieure sous pression et contagion de l'industrie manufacturière au secteur des services). En outre, il est important de garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale

et un resserrement des conditions financières pourraient entraîner une contraction des bénéfiques. Dans un tel contexte, la Fed devrait continuer à se montrer accommodante tout en faisant preuve de pragmatisme et de prudence dans l'usage de ses « munitions de politique monétaire », néanmoins, les tendances récentes des différends commerciaux et les risques pour les conditions financières (principalement liés à la vigueur du dollar) rendent assez probable une baisse supplémentaire des taux avant fin 2019.

- **Zone euro :** l'économie de la zone euro a progressé de 1,2 % en g.a. (0,2 % par rapport au trimestre précédent), ce qui traduit un essoufflement sur fond de faiblesse persistante de la production manufacturière et d'incertitude élevée sur le plan commercial et politique, en raison notamment des risques permanents d'escalade tarifaire, de faiblesse des données du commerce mondial et de turbulences politiques (Italie, Royaume-Uni). La tendance baissière de l'économie de la zone euro est le résultat de différents scénarios de croissance, qui varient d'un pays à l'autre. L'Allemagne et l'Italie se sont encore affaiblies au deuxième trimestre et les indicateurs pointent vers une faiblesse qui persisterait encore au troisième trimestre. Aucune reprise d'envergure ne se profile à l'horizon pour l'instant et les risques de récession technique menacent toujours. D'autres économies, comme l'Espagne, la France et le Portugal, font globalement preuve de résilience, malgré une croissance modeste. Certaines économies plus petites maintiennent également de bons fondamentaux. Le taux de chômage reste sur une trajectoire descendante bien qu'il ait cessé de baisser dans quelques États membres (notamment en Allemagne et aux Pays-Bas) où il reste toutefois inférieur aux moyennes à long terme et proche des plus bas historiques. Les risques restent orientés à la baisse. Les incertitudes devraient persister dans les prochains mois, avec un risque d'escalade des conflits commerciaux toujours présent et un Brexit qui n'est toujours pas résolu et qui laisse encore planer la menace d'un « no-deal » déstabilisant. L'actualité semble suggérer que certains États membres disposant d'une marge de manœuvre budgétaire pourraient se montrer disposés à engager une politique d'expansion budgétaire (par exemple, l'Allemagne et les Pays-Bas), mais à ce stade, l'idée d'un effort budgétaire plus coordonné au niveau de l'UE semble encore loin de faire l'objet d'un consensus. Lors de sa réunion de septembre, la BCE a présenté un ensemble complet de mesures, grâce auquel elle a réussi à ne pas décevoir les attentes des marchés. En effet, si d'un côté, les 10 pb de baisse du taux de dépôt et les 20 milliards par mois d'assouplissement quantitatif étaient inférieurs aux attentes des marchés, l'amélioration des modalités de TLTRO III et le passage de la durée prévue pour l'assouplissement quantitatif d'une date fixe à un objectif de situation (c'est-à-dire en fonction des projections d'inflation) ont constitué des surprises accommodantes. Une baisse supplémentaire de 10 pb du taux de dépôt au cours des 12 prochains mois est possible, mais s'inscrirait dans un contexte de marge de manœuvre très limitée en termes de réductions supplémentaires et de nécessité de compenser les effets négatifs supplémentaires pour le système bancaire. Prochaine réunion le 24 octobre.
- **Royaume-Uni :** un nouveau report du délai de mise en œuvre du Brexit semble être devenu le scénario le plus probable. En effet, le Parlement a lié les mains du Premier ministre Boris Johnson en 1) adoptant une motion lui intimant de demander à l'UE un report de la date de mise en œuvre du Brexit avant le 19 octobre (si aucun accord n'est ratifié avant) 2) rejetant sa demande d'élections anticipées avant le 31 octobre. Des élections anticipées sont probables (sans pour autant être inévitables) après l'acceptation d'une éventuelle prolongation. Leur issue est très incertaine. Si les conservateurs remportent une majorité absolue, la probabilité d'un Brexit sans accord augmenterait. Toutefois : 1) il ne peut être exclu que l'UE choisisse de faire des concessions afin de permettre la conclusion d'un accord et 2) un « no-deal » pourrait s'accompagner de mesures d'atténuation (par exemple, une période transitoire limitée ou des accords sectoriels à négocier avec l'OMC). En revanche, si les conservateurs n'obtiennent pas de majorité, de nombreuses possibilités seraient envisageables, comme un nouveau référendum, une nouvelle négociation menant à un Brexit plus souple (de type « Norvège+ ») voire une abrogation unilatérale de l'article 50. Cependant, à moins que les travaillistes n'obtiennent une majorité absolue, il leur sera difficile de former une coalition gouvernementale de partis anti-Brexit, car ils s'opposent sur la plupart des autres questions. Enfin, le risque qu'un Parlement sans majorité ne fasse que prolonger l'incertitude ne peut être totalement exclu.
- **Chine :** les statistiques économiques du mois d'août (publiées en septembre) ont confirmé et en quelque sorte accentué la perception du ralentissement économique observé en juillet. À ce stade, nous confirmons nos prévisions d'une décélération de la croissance du PIB vers le bas de la fourchette, à 6 % en g.a. au second semestre 2019 et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur détermination à maintenir une croissance supérieure à 6 %.

Les dernières données n'ont toutefois pas toutes participé à noircir le tableau. Le secteur du logement, les ventes au détail hors automobile et les investissements en infrastructures ont bien résisté malgré leur faiblesse, enregistrant peut-être même une légère progression (grâce au soutien apporté par les émissions d'obligations spéciales). Nous nous attendons désormais à ce que les autorités intensifient leurs mesures de relance afin de faire face à la décélération évoquée plus haut. Ces mesures pourraient être mises en œuvre sous la forme d'un assouplissement de la politique monétaire (ratio des réserves obligatoires et taux bancaires de base), d'une préalimination des obligations spéciales des administrations locales, d'un soutien au secteur automobile (assouplissement ou suppression des restrictions d'achat) et de fonds budgétaires spéciaux. Davantage de concessions aux États-Unis sur le plan commercial devraient aider à réduire la pression à court terme provenant de l'extérieur.

- **Inflation** : l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées (malgré une récente accélération aux États-Unis). Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années a une composante structurelle, liée à des facteurs relevant de l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro), il est toutefois frappant de constater que l'accélération de la croissance du PIB en 2018 ne s'est pas accompagnée d'une accélération de l'inflation. En zone euro, dans un contexte de croissance en ralentissement, nous pensons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir de fixation des prix (marges sous pression). Au final, compte tenu de la faible inflation et de l'augmentation des risques baissiers, la plupart des banques centrales ont fait volte-face en matière de communication, depuis le début de l'année. Dans un scénario défavorable et récessif (qui n'est pas notre scénario central), la pression à la hausse sur les salaires ne durerait de toute façon pas longtemps.
- **Prix du pétrole** : bien qu'un raid contre les principales installations pétrolières saoudiennes le 14 septembre ait provoqué une très forte flambée des cours du pétrole, celle-ci a, pour l'essentiel, été de courte durée, les rapports indiquant que le pays pourrait rapidement rétablir la majeure partie de l'offre manquante. Au-delà de cette volatilité à court terme, les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine continuent d'exercer une pression baissière sur les cours (en effet, le pétrole a reculé en août du fait d'une révision à la baisse de la demande accompagnée d'un bond inattendu de la production de l'OPEP). En revanche, les efforts de coordination des pays de l'OPEP+ (accords de réduction de la production de juillet) permettront de continuer à maîtriser l'offre. Par conséquent, tout bien considéré, nous renouvelons nos objectifs de 60 à 70 \$/baril pour le Brent et de 55 à 65 \$/baril pour le WTI.
- **Banques centrales progressivement plus accommodantes en septembre avec davantage de souplesse à l'horizon** : comme attendu, la Réserve fédérale a abaissé de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux pour la situer à 1,75 % – 2,00 % lors de sa réunion de septembre. Ce geste est intervenu en réponse au ralentissement de la croissance mondiale, aux incertitudes persistantes entourant la politique commerciale et à la faiblesse des tensions inflationnistes. Nous anticipons davantage de souplesse à l'avenir, mais prévoyons moins de baisses de taux (50 pb) que le marché. Lors de sa très attendue réunion, la BCE a annoncé un ensemble de mesures d'assouplissement : baisse de 10 pb du taux de dépôt, programme d'assouplissement quantitatif à durée indéterminée, système de réserves par paliers et modalités de TLTRO améliorées. Comme pour la Fed, nous prévoyons encore une baisse du taux de dépôt de la BCE. En ce qui concerne les marchés émergents, nous avons assisté à des mesures similaires d'assouplissement progressif : la Banque centrale de Turquie a réduit son taux directeur de 325 pb, la Banque centrale du Brésil de 50 pb et les Banques centrales de Russie et d'Indonésie de 25 pb, pour n'en citer que quelques-unes.



**SCÉNARIO DE RISQUE BAISSIER (30 %) :**  
**contagion généralisée à la demande intérieure**

**Deux « familles » de risques avec des issues différentes en termes de politiques monétaires et de scénarios**

- 1. Risques commerciaux :** « normalisation » plus lente que prévu du commerce mondial, escalade de la guerre commerciale et contagion généralisée à la consommation
  - **Ralentissement de la croissance**, chute des bénéfices : le risque de récession globale revient sur le devant de la scène
  - **BC** : politiques monétaires encore plus accommodantes que celles actuellement intégrées par les marchés
  - **Politiques fiscales** : prennent progressivement le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance
- 2. Risques de marché :** réévaluation soudaine des primes de risque ayant un impact significatif sur les conditions financières, aggravée par la faible liquidité (divers facteurs déclencheurs : guerres (notamment au Moyen-Orient), crise à Hong Kong, incident de crédit (HY), etc.)
  - **Le *policy mix*** (budgétaire et monétaire) deviendrait nettement plus proactif (c'est-à-dire préventif) dans ce cas, alors qu'il tarderait probablement à être ajusté si les tensions n'étaient que commerciales.



**SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (10 %) :**  
**reprise modérée de la croissance mondiale en 2020**

**Nous augmentons la probabilité du scénario de risque haussier (au détriment du scénario central, dont la probabilité a été ramenée à 60 %).**

- En effet, nous avons considérablement revu à la baisse notre scénario central, en intégrant dans celui-ci une partie du scénario de risque baissier. Cela signifie implicitement qu'il est désormais nettement plus facile d'être « surpris positivement ». Ainsi, sur le plan politique, l'actualité la plus récente s'est avérée plus positive (coalition pro-européenne en Italie, possible désescalade du conflit commercial).
- Il se peut donc qu'à l'avenir, nous assistions à la fois à une diminution des risques (politiques) et à une expansion du *policy mix* à l'échelle mondiale, ce qui ouvrirait la voie à un regain de confiance et à une normalisation plus rapide du commerce mondial.
- Une légère reprise de la croissance (légèrement supérieure au potentiel) - par rapport à une croissance décevante dans le scénario central - est une réelle possibilité.



## Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 29/09/2019

### États-Unis

#### Ralentissement progressif de la croissance américaine sur fond de guerre commerciale et d'incertitudes géopolitiques

- Les moteurs de la demande intérieure continuent de ralentir, tandis que les dépenses d'investissement sont plus fortement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires font état d'un trou d'air tant pour la production manufacturière que les services.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés, mais dans l'ensemble annoncent une détérioration. Certains signaux laissent entrevoir un tassement des revenus du travail, un ralentissement de la croissance de la masse salariale, des prévisions d'embauche en baisse et un fléchissement de la croissance des salaires et traitements. Côté investissement la tendance des projets de dépenses pointe vers le bas. L'inflation est faible (1,7 % dans l'ensemble, 2,4 % pour l'inflation sous-jacente), mais reste proche de l'objectif de la Réserve fédérale.
- La Fed a annoncé une deuxième réduction de 25 pb lors de la réunion de septembre du FOMC et s'est déclarée prête à agir à nouveau si besoin. La Fed a fait preuve de pragmatisme et de prudence dans l'usage de ses « munitions de politique monétaire », néanmoins, les tendances récentes des différends commerciaux et les risques pour les conditions financières (principalement liés à la vigueur du dollar) rendent une baisse supplémentaire des taux avant fin 2019 assez probable.

### Facteurs de risque

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

### Zone euro

#### L'affaiblissement de l'activité industrielle pèse sur la conjoncture.

- Les indicateurs du climat des affaires se sont, en majorité, de nouveau dégradés en septembre. La situation est particulièrement mauvaise dans l'industrie (en particulier en Allemagne), à la fois en raison de difficultés spécifiques (secteur automobile) et de causes externes (guerre commerciale et risque de Brexit sans accord).
- Si, pour l'heure, la contagion des difficultés industrielles au secteur des services et au marché de l'emploi reste limitée, il s'agit d'un risque en augmentation.

### Facteurs de risque

- Guerre commerciale et menace de droits de douane américains sur l'automobile européenne
- Brexit sans accord

### Royaume-Uni

#### Remontée du risque de Brexit sans accord

- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont légèrement améliorés au début du T3. Le marché du travail, toujours bien orienté, permet une hausse conséquente des salaires. Cependant, l'incertitude politique continue de peser sur l'investissement.
- L'incertitude concernant le dénouement du Brexit est très élevée. En effet, le Premier ministre B. Johnson affiche sa détermination à ce que le Brexit ait lieu le 31 octobre, même sans accord. Cependant, le Parlement a voté une loi pour le contraindre de requérir, auprès de l'UE, une extension du délai du Brexit le 19 octobre, si aucun accord de sortie n'a pu être ratifié à cette date.

### Facteurs de risque

- « No Deal Brexit »

Finalisé le 29/09/2019

## Japon

### Les menaces externes affectent peu à peu le secteur privé

- Les chiffres d'affaires des entreprises sont devenus anémiques et les bénéficiaires ont fortement chuté, bien que les exportations montrent des signes de stabilisation. Les commandes privées de machines manquent de vigueur, reflétant l'hésitation des entreprises à augmenter leurs capacités ou à renouveler leurs installations et équipements dans un contexte d'incertitudes croissantes sur le commerce mondial.
- Jusqu'à présent, la résilience du secteur des services a permis de maintenir le niveau des dépenses d'investissement, l'enquête du ministère des Finances faisant état d'une augmentation considérable de 8,3 % des projets d'investissement cette année. Toutefois, le moral des entreprises non manufacturières est tombé à son niveau le plus bas en trois ans, ce qui reste toutefois mieux que celui des producteurs manufacturiers qui a atteint son plus bas en six ans et demi. Les emplois vacants ont reculé pour le troisième mois d'affilée reflétant une croissance économique intérieure en ralentissement.
- Dans ces circonstances, la consommation pourrait s'avérer être une source additionnelle de difficultés pour l'économie. Les dépenses réelles des ménages ont reculé en raison de revenus plus faibles et de la crainte d'une hausse des taxes à la consommation.

## Chine

- À l'approche du nouveau cycle de négociations, la Chine a annoncé des exonérations pour certains produits soumis à des surtaxes douanières en 2018. Ces exonérations seront valables un an et concerneront certains secteurs sensibles pour les États-Unis (notamment l'agriculture). De plus, la Chine a annoncé et implémenté l'achat de davantage de produits agricoles en provenance des États-Unis.
- Les données macroéconomiques chinoises continuent de faire état d'un ralentissement assez généralisé, touchant notamment le secteur manufacturier, les biens de consommation et les investissements en immobilisations.
- Le policy mix continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. Le taux bancaire de base a de nouveau diminué de 5 pb le 20 août.
- Dans une allocution récente, le gouverneur de la Banque populaire de Chine (PBOC), Yi Gang, a déclaré que, contrairement aux autres banques centrales, la PBOC ne sabrerait pas ses taux directeurs et n'aurait pas recours à de l'assouplissement quantitatif, celle-ci souhaitant poursuivre une politique monétaire conventionnelle.

## Asie (ex JP & CH)

- La conjoncture économique dans la région continue sa dégradation, sous l'effet d'une nouvelle baisse de la demande extérieure et de la faiblesse de la demande intérieure. Les perspectives en matière d'exportations sont sombres, en raison d'une nouvelle escalade des tensions commerciales. Le nouveau cycle de négociations entre la Chine et les États-Unis pourrait s'accompagner d'un soulagement si un accord intérimaire était conclu.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles. L'inflation s'est légèrement accélérée en août, mais est passée de 0,6 % à 0 % en g.a. en Corée du Sud et de 2,4 % à 1,7 % en g.a. aux Philippines.
- En septembre, la Banque centrale d'Indonésie a renoué avec une politique d'assouplissement en baissant ses taux de 25 pb, tandis que la Banque de Thaïlande est restée en attente. Nous nous attendons à plus d'assouplissement dans la région.

## Facteurs de risque

- Comme attendu, l'ensemble des mesures économiques ne permet pas d'atténuer suffisamment le poids de la hausse des taxes à la consommation
- Les entreprises accélèrent les suspensions, voire l'annulation, de leurs investissements à mesure que l'économie mondiale s'affaiblit

## Facteurs de risque

- Probable accord intérimaire entre la Chine et les États-Unis après les pourparlers d'octobre
- L'économie chinoise ralentit plus que prévu
- Policy mix encore légèrement favorable

## Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Accord commercial primordial
- Inflation encore très faible. Légère accélération en août
- Banques centrales de la région accommodantes

Finalisé le 29/09/2019

- En septembre, le gouvernement indien a surpris les marchés en réduisant le taux d'imposition des sociétés de 35 % à 25 % pour les entreprises déjà en activité et à 17 % pour celles créées après le 1<sup>er</sup> novembre 2019 dans le but de relancer les investissements nationaux et d'attirer les investissements étrangers.
- Plusieurs pays tentent de stimuler leur économie en recourant à l'effet de levier budgétaire, les Philippines, la Thaïlande et l'Inde ayant notamment annoncé récemment diverses mesures de relance. En revanche, comme annoncé dans son projet budgétaire pour 2020, l'Indonésie poursuit son processus vertueux d'assainissement budgétaire.

- Réduction importante par l'Inde du taux d'imposition des sociétés pour les entreprises existantes et nouvelles
- L'expansion budgétaire a commencé à s'intégrer à la politique monétaire dans le *policy mix* pour soutenir le cycle économique

## Amérique Latine

- Les perspectives de croissance se sont considérablement détériorées dans l'ensemble des pays de la région. Toutefois, la dynamique macroéconomique s'est très légèrement améliorée au Chili et au Brésil. Le Mexique est en récession tandis que les perspectives de croissance du Brésil semblent mieux résister.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine a convergé vers la valeur centrale de sa cible, s'établissant dernièrement à 3,2 % en g.a., contre 3,8 % précédemment. Restée stable à environ 54 % en g.a. en août, l'inflation en Argentine reste supérieure à 50 % et n'est pas près de converger.
- La Banque centrale du Brésil a de nouveau réduit son taux directeur de 50 pb tout en laissant la porte ouverte à davantage d'assouplissement.
- Les délibérations sur la réforme des retraites ont été reportées à la mi-octobre, tandis que le ministre de l'Économie s'efforce de dégager un consensus sur la réforme fiscale à commencer par l'introduction d'un nouveau système de TVA au niveau fédéral. Le versement de la prochaine tranche d'assistance financière du FMI pour l'Argentine de 5,4 milliards de dollars est reporté jusqu'à ce que les intentions du nouveau gouvernement soient plus claires.

## Facteurs de risque

- Les conditions économiques ont encore faibli ; le Mexique est en récession
- L'inflation reste modérée dans l'ensemble. En Argentine l'inflation est restée au-dessus de 50 % en août
- La BCB a de nouveau baissé son taux directeur (Selic) de 50 pb
- Report du versement de la tranche de 5,4 milliards de dollars d'aide financière du FMI à l'Argentine

## EMEA (Europe Middle East & Africa)

**Russie: la croissance du PIB réel de 2,2 % en 2018 devrait ralentir à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer à moyen terme en raison d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024.**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs dans son Fonds souverain.
- Conformément aux attentes, la BC russe a réduit son taux directeur de 25 pb en août. Nous anticipons une nouvelle réduction de 25 pb dans les mois à venir étant donné le recul de l'inflation.

### Afrique du Sud: sortie de récession sans miracle

- Le PIB du T2 a surpris par sa résilience, due essentiellement à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous confirmons notre prévision de PIB à 0,8 % en g.a. pour 2019 assorti d'un risque baissier.
- La détérioration de la dynamique budgétaire, l'inflation rampante et la faiblesse du rand devraient pousser la BC à maintenir le statu quo.

### Turquie: inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Le rapport sur la croissance du T2 2019 n'a montré qu'une amélioration marginale dans la récession que traverse la Turquie. Nous confirmons nos prévisions de PIB à -1,8 % en 2019 et de +1,5 % en 2020.
- La BC turque a considérablement réduit ses taux en septembre, les baissant de 325 pb à 16,5 %. Nous attendons davantage d'accommodation sous peu, vu la très faible conjoncture économique.

## Facteurs de risque

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

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (27 septembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
Japon	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>
Zone euro	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
Allemagne	1,5	0,6	0,7	1,7	1,5	1,7
France	1,7	1,3	1,2	2,1	1,3	1,4
Italie	0,7	0,1	0,4	1,1	0,6	1,0
Espagne	2,4	2,2	1,9	1,7	0,8	1,1
Royaume-Uni	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
Brésil	1,1	0,9	1,6	3,7	4,0	4,4
Russie	2,2	1,2	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,4	5,7	6,5	4,0	3,3	4,2
Indonésie	5,2	5,1	5,2	3,2	3,5	3,8
Chine	6,6	6,2	5,8	2,1	2,4	2,5
Turquie	2,9	-1,8	1,5	16,2	15,6	12,9
Pays développés	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>
Pays émergents	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
États-Unis	2,00	1,50	1,75	1,50	1,75
Zone euro	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Japon	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,70	0,50	0,75

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,65	1,20/1,40	1,56	1,30/1,50	1,51
Allemagne	-0,756	-0,90/-0,70	-0,81	-0,90/-0,70	-0,85
Japon	-0,313	-0,30/-0,20	-0,35	-0,30/-0,20	-0,38
Royaume-Uni	0,405	0,20/0,40	0,30	0,20/0,40	0,27

Taux 10 ans					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,69	1,40/1,60	1,74	1,60/1,80	1,78
Allemagne	-0,59	-0,50/-0,70	-0,55	-0,50/-0,70	-0,51
Japon	-0,24	-0,20/0,00	-0,18	-0,20/0,00	0,14
Royaume-Uni	0,48	0,50/0,70	0,54	0,50/0,70	0,58

Prévisions de change					
	26/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
EUR/USD	1,09	1,10	1,12	1,13	1,14
USD/JPY	108	105	105	104	105
EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,89	0,89
EUR/CHF	1,09	1,08	1,10	1,12	1,11
EUR/NOK	9,92	9,70	9,80	9,42	9,68
EUR/SEK	10,67	10,60	10,65	10,36	10,59
USD/CAD	1,33	1,31	1,32	1,28	1,30
AUD/USD	0,67	0,69	0,68	0,72	0,70
NZD/USD	0,63	0,64	0,64	0,67	0,66
USD/CNY	7,13	7,25	7,20	7,15	7,20

# 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](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

## 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