

## Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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

Risque # 1

20 %  
probabilité

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

**Analyse** | Les États-Unis ont annoncé un report de l'augmentation des droits de douane sur 200 Mds \$ d'importations de produits chinois, qui devait entrer en vigueur le 1<sup>er</sup> mars. Ce report illustre les progrès significatifs réalisés lors des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine qui se déroulent actuellement. Les négociations portent sur des sujets essentiels, notamment les questions structurelles et leur mise en œuvre, mais aussi sur certains détails techniques. Si des progrès supplémentaires se concrétisent, un sommet Donald Trump/XI Jinping devrait avoir lieu. Désormais la probabilité que les États-Unis et la Chine parviennent à un accord permettant d'éviter l'augmentation des droits de douane et d'empêcher une nouvelle escalade est nettement plus élevée que fin 2018. Cela a contribué à réduire les risques baissiers à court terme et à renforcer le sentiment des marchés. Cela dit, l'incertitude demeure relativement élevée et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. À l'heure actuelle il n'est pas encore possible d'exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

**Impact de marché** | Les droits de douane ont commencé à affecter le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Dans leur sillage, certains projets d'investissement privé ont probablement été reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà amorcé une décélération, risque de ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

20 %  
probabilité

### Ralentissement majeur en Europe

**Analyse** | La croissance du PIB de la zone euro a ralenti à 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 T3 résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique de croissance au T4 2018 et au T1 2019 est plus lente que les prévisions d'il y a quelques mois. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement supérieur au potentiel, mais les risques restent résolument orientés à la baisse, en particulier à court terme (la croissance du premier trimestre sera probablement peu soutenue). En effet, la combinaison d'incertitudes élevées (Brexit, tensions commerciales) avec des facteurs externes négatifs (ralentissement anticipé de la dynamique américaine) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est un facteur favorable. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.

**Impact de marché** | Étant donné qu'il reste peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en œuvre en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.

Risque # 3

20 %  
probabilité

### Brexit sans accord

**Analyse** | Confrontée à la menace d'un Parlement qui pourrait voter un amendement ordonnant au gouvernement de demander une extension de l'article 50, le Premier ministre Theresa May a programmé une série de votes pour la mi-mars. Le 12 mars, un nouveau vote lourd de conséquences sera proposé au Parlement concernant l'accord de retrait UE/Royaume-Uni (qui avait été rejeté par une majorité de députés en janvier). Si l'accord de retrait est à nouveau rejeté, un autre vote aura lieu le 13 mars pour approuver ou désapprouver un Brexit sans accord. Si le Brexit sans accord est rejeté lors de ce deuxième vote, un troisième aura lieu le 14 mars sur la question de savoir si une extension de l'article 50 doit être demandée à l'UE. Le marché a interprété la programmation de ces votes comme une réduction de la probabilité d'un Brexit sans accord. Toutefois, nous maintenons une probabilité de 20 % pour une telle issue, car les prochaines semaines seront très tendues, de nouveaux développements inattendus peuvent survenir et il n'est pas totalement certain (même s'il est probable) que le Royaume-Uni et l'UE puissent s'entendre sur les modalités d'une extension.

**Impact de marché** | Une actualité très dense nous attend dans les semaines à venir. Si finalement l'issue est 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 est voté, la livre sterling continuerait son appréciation et les investissements des entreprises profiteraient de la baisse de l'incertitude qui en résulterait.

Risque # 4

15 %  
probabilité

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

**Analyse** | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu, jusqu'à récemment, des relations tendues avec l'UE. Le gouvernement a revu son objectif de déficit à la baisse, avec une détérioration budgétaire moindre en 2019 (2,04 % vs 2,4 %). Il ne s'agit pas là d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de procédure pour déficit excessif (PDE). Les relations avec la CE se sont améliorées, du moins pour le moment. Les données récentes sur la contraction de la croissance économique et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés ont accru les risques d'un nouveau fléchissement. Étant donné la faiblesse de la croissance à venir (nous prévoyons une croissance du PIB de 0,2 % en 2019), les tensions avec la CE devraient inévitablement réapparaître tôt ou tard.

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

Risque # 5

15 %  
probabilité

### Récession américaine

**Analyse** | L'économie américaine s'est montrée plus robuste que prévu au T4 (+3,1 % en g.a.), tirée notamment par les investissements des entreprises. Cependant, la croissance américaine va ralentir, notamment du côté de l'investissement après la performance remarquable enregistrée en 2018. La consommation des ménages devrait bien résister compte tenu de la vigueur du marché du travail. Le fait que la normalisation de la Fed soit presque achevée (attentisme, stabilisation du bilan attendue en cours d'année) permettra le maintien de conditions monétaires très souples ce qui devrait soutenir la demande intérieure. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible à l'horizon de nos prévisions.

**Impact de marché** | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les signaux économiques devenir plus mitigés à mesure que le cycle progresse. Le risque de récession reste faible. Toutefois, à mesure que le cycle avance, le meilleur choix pour les investisseurs sera de limiter leur exposition au crédit. Côté actions, la sélection de thèmes, de secteurs et de valeurs spécifiques sera de plus en plus nécessaire.

Risque # 6

10 %  
probabilité

### Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

**Analyse** | Les marchés émergents ont été malmenés en 2018, sous l'effet (1) des hausses de taux de la Fed et d'un dollar fort, (2) de la rhétorique de guerre commerciale, (3) du durcissement des conditions monétaires intérieures, (4) et de la détérioration simultanée des perspectives économiques dans plusieurs pays (Argentine, Chine, Turquie et Afrique du Sud). En parallèle, les statistiques économiques de nombreux pays ont déçu, de façon simultanée, début 2019 (faible dynamique de croissance à l'échelle mondiale). Le revirement dans la communication de la Fed (attentisme sur les taux d'intérêt, stabilisation du bilan en vue) et le dollar qui a désormais passé son pic sont autant de bonnes nouvelles pour les marchés émergents en 2019. De plus, une escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine est moins probable. Toutefois, si les tensions commerciales réapparaissent, elles entraîneraient une contagion significative (les chaînes de valeur étant très intégrées). L'environnement de marché est devenu plus positif en 2019 qu'en 2018 et les marchés ont rebondi depuis le début de l'année. Mais la dynamique macroéconomique reste faible en ce début d'année dans un contexte de vives tensions commerciales, malgré la désescalade entre la Chine et les États-Unis.

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

Risque # 7

10 %  
probabilité

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

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte que cette dernière devrait continuer à résister. Les données récentes tendent à indiquer que le *policy mix* a un impact positif notable sur l'économie. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait déjà commencé à diminuer dès fin 2017. Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, compte tenu du ralentissement de l'économie. Entretiens, la désescalade des tensions commerciales pourrait permettre à la Chine de gagner du temps 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 forte du yuan.

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

Risque # 8

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

**Analyse** | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques non traditionnelles dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. Bien qu'un accord ait été trouvé, ce sujet pourrait refaire surface à la suite de nouveaux dérapages budgétaires en 2019. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et pourraient compliquer la poursuite de son programme de réformes structurelles. Moins inquiétantes dans l'immédiat, les perspectives politiques sont également incertaines en Allemagne (où la stabilité de la coalition gouvernementale pourrait être remise en question) et en Espagne (en raison de l'absence d'une véritable majorité au Parlement et de la récente montée d'un parti d'extrême droite). De façon plus large, la combinaison de sentiments anti-immigrés forts et de frustration à l'égard des institutions européennes alimente les forces politiques antisystème. Les élections européennes des 23-26 mai 2019 seront un indicateur clé de leurs progrès.

**Impact de marché** | 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 quitter la zone euro. Toutefois, cette actualité politique épineuse pourrait continuer à générer des tensions sur le marché en 2019, tandis que la difficulté à comprendre les institutions européennes pour les investisseurs extérieurs signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le spread entre le bon du Trésor italien et le Bund devrait rester volatil.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



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

- **Ralentissement mondial de la croissance :** 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Cette situation n'a cependant pas duré. Les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont, depuis le printemps, changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. Par ailleurs, l'activité économique s'est nettement affaiblie dans la zone euro depuis le T4 2018. 2019 a donc débuté par un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale, avec des risques toujours orientés à la baisse.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial a surpris à la baisse, enregistrant un net fléchissement au cours des 18 derniers mois. Après avoir commencé l'année 2018 à environ 5 % par rapport à l'année précédente il a fortement chuté au T4 (+1,4 % en g.a.). Les discours protectionnistes ont porté le niveau d'incertitude à des niveaux records en décembre, plombant les investissements. Depuis le début de l'année, le commerce mondial reste particulièrement faible, avec potentiellement une nouvelle contraction au premier trimestre. Cela dit, la désescalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis est de bon augure et devrait conduire à une stabilisation des échanges. En fin de compte, nous tablons toujours sur une stabilisation de la croissance du commerce mondial à un niveau proche de celle du PIB mondial (le commerce mondial devrait en effet revenir à 3 % en glissement annuel d'ici fin 2019).
- **États-Unis :** l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très expansionniste, dont l'impact devrait toutefois s'estomper progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance qui devrait retomber sur son potentiel en 2020, ce qui signifie en pratique que la croissance de l'économie américaine perdra 1 point de pourcentage d'ici la fin de l'année. En effet, nous prévoyons une croissance du PIB de 2,4 % en moyenne en 2019 et de 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3,1 % au T4 2018 à 2,1 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéficiaires des entreprises, surtout si des pressions inflationnistes se concrétisent d'ici là, ce qui n'est pas à exclure dans une économie proche du plein-emploi. Une récession en 2019 nous semble hautement improbable, la consommation des ménages continuant de bénéficier des créations d'emploi et d'un revenu disponible plus élevé. Toutefois, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres, avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement très probable de l'investissement des entreprises. Par ailleurs il faut garder à l'esprit qu'une croissance inférieure au potentiel pourrait déclencher une récession des profits.
- **Zone euro :** nous maintenons nos prévisions de 1,2 % en 2019 et 1,5 % en 2020, toutefois, les dernières statistiques économiques suggèrent que la croissance du premier trimestre pourrait rester très faible (ce qui signifie que les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse à court terme). Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro en 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en zone euro. Ainsi, l'Allemagne a failli tomber en récession au T4 en raison d'un ralentissement brutal du commerce mondial, de perturbations dans le secteur automobile causées par la mise en place de nouveaux tests de pollution et de la faiblesse du secteur manufacturier. Le choc subi par le secteur manufacturier de la zone euro en fin 2018 a été nettement sous-estimé. En France, le mouvement des Gilets jaunes a pesé sur l'activité économique. Enfin l'économie italienne, pour sa part, a souffert d'un durcissement des conditions de crédit. Par ailleurs, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). Toutefois, nous restons convaincus que la demande intérieure (en particulier la consommation) restera soutenue par la bonne tenue du marché du travail, par la forte croissance des revenus et par le niveau très accommodant de la politique monétaire. Par conséquent, nous pensons que la croissance se ressaisira au second semestre. À court terme, les élections européennes (mai 2019) et le Brexit maintiendront probablement l'incertitude à un niveau élevé ; si nous pensons que les partis pro-Europe resteront majoritaires au Parlement européen,

le niveau de fragmentation politique devrait, quant à lui, augmenter. En conséquence, il faudra beaucoup plus de temps pour former la nouvelle Commission et dans ces conditions, nous n'anticipons pas de progrès significatifs en termes de renforcement de l'UE ou de la zone euro avant 2020.

- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable. De nombreuses options sont encore ouvertes en ce qui concerne le Brexit, et, en fin de compte, tout dépendra du scénario final (voir la section « facteurs de risque » et notre « Investment Talk » qui sera publié sous peu sur le sujet). La probabilité d'un accord nous paraît toujours bien supérieure à la probabilité d'un « no deal ». En cas d'accord, la demande intérieure devrait se ressaisir au second semestre 2019.
- **Chine :** la croissance économique chinoise semble s'être stabilisée en début 2019, grâce à un *policy mix* très expansionniste, au point que l'on ne peut exclure une reprise (de courte durée) de la croissance. Cela étant dit, le modèle économique du pays reste fragile et l'excès de crédit est manifeste, avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La désescalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait accorder un temps précieux à la Chine pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. Il est à noter toutefois que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ne sont pas près de disparaître (propriété intellectuelle, haute technologie).
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées. Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs liés à l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. Une « surprise inflationniste » reste possible sur fond de hausse des salaires aux États-Unis et en zone euro, mais serait de courte durée en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de l'absence de *pricing power* (marges des entreprises plus fortement touchées que les prix de vente finaux). Dans les économies émergentes, l'inflation a récemment surpris à la baisse, mais ceci principalement en raison de la faiblesse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont adopté une communication beaucoup plus accommodante.
- **Cours du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril en début octobre à 65 USD/baril en fin février. Le principal facteur déclenchant de cette 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 cours du pétrole à ces niveaux.
- **Banques centrales clés :** une approche en termes de « risk management » prévaut. La Fed est ouvertement attentiste et nous ne prévoyons aucune hausse de taux dans les mois à venir (1 hausse au maximum et pas avant juin). La BCE a mis fin à ses achats mensuels d'actifs en décembre et continuera de remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019). Nous n'attendons pas de hausse de taux de la BCE en 2019 ou 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge de manoeuvre pour normaliser sa politique monétaire à court terme, compte tenu du ralentissement économique et de l'absence d'inflation. Désormais, pour maintenir des conditions monétaires très accommodantes et atténuer les tensions sur le secteur bancaire, nous nous attendons à ce que la BCE mette en place de nouveaux TLTRO (qui devraient être annoncés en mars).



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

- Risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis suivies de représailles par le reste du monde.
- Série de chocs d'incertitude (commerce mondial, Brexit, élections européennes) plombant la demande mondiale.

**Conséquences :**

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé et durable de la croissance et, à court terme, de l'inflation. Cela dit, une guerre commerciale mondiale deviendrait rapidement déflationniste en créant un choc sur la demande mondiale.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des *spreads* des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Dans le pire des scénarios, bien qu'il soit hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que l'augmentation des bilans des banques centrales.



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

**Donald Trump fait volte-face, réduisant les obstacles au commerce et poursuivant les 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 l'investissement des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un *policy mix* très stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

**Conséquences :**

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

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### Ralentissement sur fond d'incertitude politique

- La croissance demeure supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif, mais les risques baissiers sont en hausse. Le soutien budgétaire qui a joué un rôle important en 2018 va progressivement s'estomper.
- La vigueur persistante du marché du travail, la croissance des salaires et la maîtrise des tensions inflationnistes renforcent la consommation, qui devrait être le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance des entreprises s'est nettement érodée, tant parmi les petites entreprises que parmi les plus grandes. Les incertitudes quant aux perspectives de croissance et de la demande pourraient également entraîner un fléchissement des projets de dépenses et d'investissements.
- Les perspectives en matière d'inflation demeurent favorables, avec une pression inflationniste faible, tant sur le plan domestique qu'à l'extérieur, permettant de contenir l'IPC global. La baisse des prix de l'énergie plafonnera probablement l'augmentation de l'inflation globale annuelle.
- Alors que la croissance ralentit et que les pressions inflationnistes restent contenues, la Réserve fédérale ne semble pas pressée de relever ses taux. Toute hausse survenant plus tard dans l'année dépendra probablement de la tendance de l'inflation. Nous prévoyons une hausse supplémentaire en 2019, vers le milieu de l'année.

### Facteurs de risque

- Préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure freinant les projets d'investissement
- Le risque de droits de douane pourrait pénaliser les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche
- Resserrement de la Réserve fédérale trop rapide et perçu comme étant trop sévère

### Zone euro

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

- Après une année 2018 très décevante, de nombreux indicateurs se sont encore repliés début 2019. Cependant, alors qu'une grande partie des difficultés concernent les secteurs exposés aux exportations (industrie) le marché du travail tient bon et devrait soutenir la consommation et les services. Nous attendons une amélioration progressive, surtout à partir du 2<sup>d</sup> semestre.
- Le Brexit et la menace de droits de douane américains sur l'automobile constituent des risques non négligeables. D'importantes incertitudes politiques persistent (élections européennes et situation en Italie notamment).

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

### Royaume-Uni

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

- Le Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. Après un premier échec le 15 janvier, la ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre reste très incertaine. De nombreux scénarios sont possibles, dont un report du Brexit bien au-delà du 29 mars. Sans être l'issue la plus probable, un « no deal » n'est pas impossible.
- Malgré les incertitudes politiques, le marché du travail reste tonique et les salaires réels progressent, aidés par le reflux de l'inflation.

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

### Japon

#### Une touche d'amertume dans le secteur privé

- En contraste avec leur résilience affichée en 2018, les commandes de machines se sont récemment affaiblies dans un contexte d'incertitudes croissantes à l'échelle mondiale. Les exportations diminuent en raison du ralentissement de plus en plus prononcé de l'économie mondiale, notamment en Chine et en Europe.
- En parallèle, une croissance régulière des revenus, solution indispensable à la pénurie de main-d'œuvre, soutient la demande intérieure. Des conditions climatiques relativement douces favorisent la construction.
- Toutefois, la demande intérieure, bien que stable, ne suffit pas à compenser les pressions à la baisse causées par le fléchissement du secteur de la technologie et des ventes mondiales d'automobiles, ce qui entrave l'ajustement des stocks.
- Néanmoins, les investissements du gouvernement dans les infrastructures devraient atténuer ces pressions baissières. La baisse des prix de l'énergie importée améliorera les conditions commerciales des entreprises, tandis qu'une forte baisse des tarifs de téléphonie mobile prévue en avril encouragera les dépenses dans d'autres domaines.

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

**Chine**

- Les défis à court terme pour l'économie sont nombreux, tandis que certains signaux indiquent que les mesures de soutien des politiques deviennent plus visibles.
- Les exportations souffrent et l'immobilier pourrait fléchir quelque peu à l'avenir, cependant le secteur automobile freine de moins en moins.
- La croissance globale du crédit devrait atteindre son plancher au cours du premier trimestre, avec des chiffres solides en matière de financements en janvier.
- Des mesures politiques supplémentaires sont en préparation. L'accent sera désormais mis sur l'aspect budgétaire, avec potentiellement de nouvelles réductions d'impôts, une augmentation des émissions d'obligations spéciales par les gouvernements locaux et la hausse du déficit budgétaire, qui devrait être annoncée au début du mois de mars.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un élément d'incertitude clé. Des signaux récents suggèrent des progrès significatifs en vue d'un protocole d'accord.
- Les pressions sur le RMB et les sorties de capitaux se sont quelque peu atténuées, grâce à l'assouplissement de la Fed et de la faiblesse du dollar, ainsi qu'à l'amélioration du sentiment du marché.

**Facteurs de risque**

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

**Asie (ex JP & CH)**

- L'ensemble des publications relatives au PIB pour le T4 2018 a confirmé une certaine résistance dans la zone, alimentée principalement par la demande intérieure, les investissements et la consommation des ménages. La faiblesse de la demande extérieure l'an dernier s'est poursuivie en début 2019 (données de janvier).
- Les données de l'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix du pétrole et des denrées alimentaires ont poussé l'inflation à des niveaux plus bas qu'anticipé: en Malaisie, l'inflation a atteint -0,7 % en janvier en glissement annuel, les transports, dont la pondération est d'environ 15 %, pesant sur ce chiffre avec une baisse de -1,1 %.
- Dans l'ensemble, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent vers une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- L'Inde a annoncé sa loi budgétaire pour l'exercice 2020. Le gouvernement a mis en œuvre des éléments et programmes plus expansionnistes pour soutenir l'Inde rurale et les consommateurs.

- Les perspectives de croissance ralentissent, mais demeurent solides
- L'inflation reste très modérée, tirée par les prix du pétrole et des denrées alimentaires
- La RBI a réduit ses taux directeurs de 25 pb
- L'Inde a annoncé une loi budgétaire expansionniste, interrompant son processus de consolidation budgétaire

**Latam**

- Les chiffres encore préliminaires du PIB du T4 2018 confirment l'amélioration relative de la conjoncture économique dans les petites et moyennes économies de la région. Au Mexique, le PIB officiel est orienté à la baisse (1,8 % en glissement annuel), avec une révision possible des prévisions en 2019, lorsque les composantes seront disponibles. Au Pérou, le PIB du T4 affiche un solide 4,8 % en GA, soutenu également par un effet de base favorable au T4 2017.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation a de nouveau reculé plus que prévu, passant de 4,8 % à 4,4 % en GA.
- Les grandes banques centrales de la région ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter au Congrès un plan de réforme des retraites très audacieux. Ce choix courageux rendra le processus d'approbation plus long et plus incertain qu'il ne l'aurait été pour une version plus diluée de la réforme

- Conditions économiques meilleures dans les petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble. Le Mexique reprend une trajectoire convergente
- Aucun changement de politique monétaire dans la région
- Réforme très audacieuse des retraites annoncée au Brésil

**EMEA (Europe Middle East & Africa)**

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

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

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

- L'Afrique du Sud est sortie de récession au T3 et la croissance devrait se situer aux alentours de 0,7 % en 2018. Pour 2019, nous espérons une légère amélioration et une croissance de 1,5 %.
- En termes de policy-mix, les marges de manœuvre sont très limitées. En raison du soutien apporté par le Gouvernement à la société d'électricité nationale Eskom, les perspectives budgétaires sont plus mauvaises que prévu pour l'année 2019. Les anticipations d'inflation demeurent élevées et limitent les possibilités d'assouplissement monétaire alors même que la croissance du PIB demeure relativement faible.

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

- Le fort resserrement des taux, le rebond de la livre, la baisse du prix du pétrole ainsi que la mise en œuvre de mesures discrétionnaires sur certains biens, ont apporté un peu de répit à l'inflation. Toutefois, celle-ci devrait ne pas baisser sous la barre des 20 % avant plusieurs mois limitant ainsi les marges de manœuvre de la banque centrale.

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



## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (1 <sup>er</sup> mars 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Japon	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Zone euro	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
Allemagne	1,5	1,2	1,5	2,0	1,6	1,7
France	1,5	1,3	1,5	2,1	1,5	1,7
Italie	0,8	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	4,0	4,5
Russie	2,3	1,5	1,7	2,9	5,0	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,7	4,8
Indonésie	5,2	5,3	5,3	3,2	3,2	4,0
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,0	2,4
Turquie	2,8	-1,0	1,5	16,2	15,8	13,0
Pays développés	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Pays émergents	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,48	2,80/2,90	2,46	2,70/2,80	2,42
Allemagne	-0,54	-0,50/-0,40	-0,51	-0,50/-0,40	-0,45
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,15	-0,10/0,10	-0,16
Royaume-Uni	0,81	0,80/1,00	0,84	0,80/1,00	0,84

Taux 10 ans					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,66	2,90/3,00	2,69	2,80/2,90	2,71
Allemagne	0,14	0,25/0,45	0,20	0,25/0,45	0,26
Japon	-0,03	0,10/0,20	0,00	0,10/0,20	0,03
Royaume-Uni	1,26	1,30/1,50	1,34	1,40/1,60	1,40

Prévisions de change					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,14	1,16	1,16	1,20	1,20
USD/JPY	111	109	110,0	105	108,0
EUR/GBP	0,86	0,88	0,87	0,87	0,86
EUR/CHF	1,14	1,16	1,15	1,18	1,17
EUR/NOK	9,73	9,32	9,52	9,20	9,40
EUR/SEK	10,51	10,18	10,27	9,89	10,01
USD/CAD	1,32	1,30	1,31	1,29	1,29
AUD/USD	0,71	0,72	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,69
USD/CNY	6,70	6,70	6,79	6,70	6,70

## Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :**

**research-center.amundi.com**

Monetary Policies

Forecasts

**Investment Strategies**

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus — 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