

## Les principaux facteurs de risque

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 30/10/2019

Risque # 1

20 %  
probabilité

### Ralentissement majeur en Europe

**Analyse** | L'Allemagne a évité une récession technique au troisième trimestre, enregistrant une croissance modeste, mais positive, de 0,1 % sur la période. L'économie française a surpris positivement au troisième trimestre avec une croissance de +0,3 %, soit le même rythme qu'aux deux trimestres précédents, tandis que l'économie italienne est restée stable, à 0,1 %. La croissance de l'Espagne s'est également montrée assez vigoureuse, à 0,4 %, dissipant en partie les craintes d'une décélération plus rapide que prévu. Les données préliminaires des enquêtes de conjoncture, qui, ces derniers mois, laissaient craindre une détérioration du secteur manufacturier et un risque de contagion au secteur des services, ont brossé un tableau contrasté. En effet, si le secteur manufacturier semble se porter un peu mieux, celui des services enregistre, dans l'ensemble, une légère détérioration. Le principal risque à ce stade est que la récession du secteur manufacturier affaiblisse davantage l'économie et se propage aux services. Or, de nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions sino-américaines (le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers ses chaînes de valeur mondiales), de nouvelles surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (reportées pour le moment) et le Brexit (pour lequel l'incertitude demeure, bien que la probabilité de sortie sans accord ait considérablement diminué). Un déploiement de mesures budgétaires (que nous n'envisageons pour l'instant qu'au niveau national) pourrait contribuer à stabiliser la demande intérieure dans un contexte d'incertitudes externes, pourtant un effort coordonné des membres de l'UE ne semble guère susciter d'enthousiasme. Ainsi, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques sont orientés à la baisse. Enfin, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé pour soutenir la consommation des ménages. Il est donc particulièrement important de le surveiller afin de déceler tout signe de ralentissement.

**Impact de marché** | Un ralentissement important serait indéniablement une mauvaise nouvelle pour les actifs européens et l'euro. Mais dans ce cas, le policy mix deviendrait encore plus accommodant, tant en termes monétaires que budgétaires, ce qui contribuerait à stabiliser les anticipations de croissance. En effet, tout impact négatif sur le marché (d'un ralentissement plus grave que prévu) serait probablement de courte durée, car les impacts positifs du *policy mix* sur l'économie seraient rapidement répercutés dans les cours.

Risque # 2

20 %  
probabilité

### Récession américaine

**Analyse** | L'économie américaine ralentit progressivement. Sa croissance a culminé au deuxième trimestre 2018 et ralentit progressivement depuis lors vers son potentiel. Les dernières données disponibles confirment l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait progressivement en train de ralentir en raison d'un fléchissement des dépenses d'investissement et d'une baisse de régime du marché de l'emploi. Pour l'avenir, nous prévoyons une croissance modérée des investissements ainsi qu'une diminution des dépenses de consommation aux États-Unis, mais pas de récession. Certains indicateurs suggèrent une stabilisation du secteur manufacturier et par conséquent un impact limité sur le secteur des services, mais les indicateurs coïncidents agitent le risque d'une croissance en deçà des attentes au quatrième trimestre. L'incertitude qui entoure les échanges commerciaux et la persistance de problèmes géopolitiques représentent des risques clés pour nos perspectives, qui demeurent orientées à la baisse.

**Impact de marché** | Les marchés devraient se montrer plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car la décélération pourrait s'accroître tandis que les indicateurs annoncent une demande intérieure plus timide. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'œuvrer en faveur d'un atterrissage macroéconomique en douceur en contrant les forces susceptibles de freiner la croissance américaine. Elle devrait donc maintenir son biais accommodant pour un certain temps encore.

Risque # 3

15 %  
probabilité

### États-Unis et Chine \_ Reprise des négociations

**Analyse** | Un certain nombre de détails font toujours défaut en ce qui concerne la trêve annoncée en octobre et fondée sur l'augmentation des achats de produits agricoles américains par la Chine et l'absence de hausse des droits de douane par les États-Unis, mais entre-temps la Chine a relevé la barre pour arriver à un accord de première phase, en réclamant l'annulation des surtaxes déjà mises en œuvre. Une fois l'accord de première phase conclu, une deuxième phase devrait commencer. Depuis la reprise des pourparlers, les deux parties s'en sont tenues à un ton plus constructif. En mi-novembre, les licences temporaires permettant aux entreprises américaines d'opérer avec Huawei ont été prolongées de 90 jours sans qu'il y ait de nouveaux développements. Les risques restent cependant considérables et il convient de garder à l'esprit que l'affrontement avec la Chine dépasse de loin le cadre des seuls républicains. En effet, quel que soit le Président élu l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur certaines 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 et la probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

**Impact de marché** | Entre ripostes et représailles, la principale répercussion sur les marchés des derniers événements est 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 du CNY.

Risque # 4

15 %  
probabilité

### Crise géopolitique grave au Moyen-Orient

**Analyse** | Bien que les risques géopolitiques soient une constante au Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur cette année 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 incidents sécuritaires et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Il est toutefois peu probable que, moins d'un an avant les prochaines élections présidentielles, le président américain s'engage dans un conflit armé avec l'Iran, dont les conséquences pourraient être considérables. Bien que la situation soit toujours explosive et malgré le grand nombre de fronts complexes au Moyen-Orient, les récentes décisions de la Maison-Blanche (retrait des forces américaines de la frontière entre la Syrie et la Turquie) ne laissent pas présager une présence militaire américaine accrue dans la région. Par ailleurs, il semblerait que de nouveaux pourparlers de paix indirects aient été engagés entre l'Arabie saoudite et les rebelles houthis yéménites pro-iraniens.

**Impact de marché** | Les cours du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait avoir des répercussions négatives sur la plupart des classes d'actifs risqués et provoquer une hausse des placements refuges dans le dollar. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier important des 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 # 5

15 %  
probabilité

### Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP

**Analyse** | Le projet de loi budgétaire a été soumis. La situation politique reste complexe, car la stabilité de la coalition risque d'être compromise par les élections locales de janvier, où les partis d'opposition se placent en tête des sondages tandis que les dissensions au sein de la coalition gouvernementale étalent sa fragilité au grand jour. 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. En attendant, la Ligue semble disposée à se positionner différemment par rapport au thème européen, son dirigeant affichant dernièrement une attitude nouvelle vis-à-vis de l'euro et de l'Europe en général. Il a ainsi publiquement indiqué la semaine dernière qu'il pourrait être favorable à Draghi comme prochain Président de la République, que Giorgetti (une personnalité politique moins clivante) pourrait être le prochain ministre des Finances et que la Ligue n'a pas l'intention de quitter l'euro. Par ailleurs, il y a trois semaines, la Ligue a contribué à l'approbation du candidat français à la Commission européenne (en s'abstenant au lieu de voter contre), montrant par là une attitude plus « constructive ». Le parti cherche également à intégrer l'un des groupes de la coalition gouvernementale au Parlement européen, ce qui est à surveiller.

**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. Il est probable qu'une petite prime de risque politique subsiste, étant donné la fragilité latente de la coalition et l'approche des élections locales. Une certaine volatilité et un élargissement peuvent être possibles en raison de positionnements tactiques à court terme, mais dans l'ensemble, il y a encore de la place pour une baisse des rendements, notamment à l'extrémité la plus longue de la courbe.

Risque # 6

10 %  
probabilité

### Crise politique majeure en Europe

**Analyse** | Bien que les élections européennes aient été l'occasion d'une petite surprise « pro-institutions » (en lieu et place de la vague d'euroscpticisme qui était annoncée), le Parlement européen est plus fragmenté et les institutions et gouvernements européens se sont enlisés dans 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). De plus, au niveau national, le jeu politique semble se complexifier entre difficultés à former des gouvernements (Espagne) instabilité des gouvernements existants (Italie) et fragmentation accrue, autant d'éléments qui augurent de difficultés à venir, notamment dans les négociations pour une intégration accrue au niveau européen. Nous pensons qu'il est peu probable que cela déclenche une crise majeure au niveau européen, néanmoins, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « anti-système » ait atteint son sommet et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. L'élaboration des politiques s'avère donc de moins en moins prévisible, en particulier dans les grands pays où cette situation constitue une nouveauté (comme en Allemagne et en Espagne).

**Impact de marché** | Le paysage politique restant complexe au niveau national et supranational, la difficulté qu'ont les investisseurs étrangers à comprendre les institutions européennes ne disparaîtra pas aisément, ce qui signifie que les actifs européens continueront à faire l'objet d'une prime de risque politique spécifique.

Risque # 7

10 %  
probabilité

### Ralentissement marqué du monde émergent

**Analyse** | L'escalade récente de la guerre commerciale a entraîné un nouveau ralentissement de la croissance dans les pays émergents et ailleurs. Toutefois le mouvement d'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. La situation financière ne peut qu'empirer en cas de réévaluation brutale de l'orientation très accommodante de la politique monétaire 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 deviennent 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 (signature à minima d'un accord de phase 1) est nécessaire afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation tant 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 marchés émergents sont loin de constituer un bloc homogène et les marchés se détérioreraient davantage dans les économies qui sont les plus faibles et les plus vulnérables en raison de leur mauvais positionnement extérieur ou de situations budgétaires et politiques fragiles.

Risque # 8

10 %  
probabilité

### « Hard landing » chinois/éclatement de la bulle de crédit

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de maintenir le pays sur une trajectoire de ralentissement maîtrisé (par le biais de politiques monétaires et budgétaires). Certaines données récentes montrent 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 l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Bien qu'un atterrissage plus brutal semble désormais probable, 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.

Risque # 9

5 %  
probabilité

**Brexit sans accord**

**Analyse** | Le gouvernement britannique et l'UE sont parvenus à s'entendre sur un nouvel accord de sortie le 17 octobre. Le parlement britannique a approuvé l'accord en principe, mais a refusé de le ratifier dans le cadre d'une procédure accélérée. Ce refus a obligé le Premier ministre britannique à demander et à obtenir un report de la date butoir de mise en œuvre du Brexit jusqu'au 31 janvier 2020. Quel que soit le résultat des élections du 12 décembre (le Parti conservateur est actuellement nettement en tête dans les sondages), le risque de Brexit sans accord est faible. Une victoire des conservateurs sera probablement suivie de la ratification de l'accord du 17 octobre et donc d'un Brexit ordonné en janvier 2020. Une victoire des partis d'opposition pourrait conduire à un second référendum et à la possibilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE (bien que le résultat d'un tel référendum soit encore très incertain). La survenue d'un Brexit sans accord exigerait désormais un enchaînement d'événements perturbateurs (par exemple, l'incapacité de former un gouvernement majoritaire après les élections législatives, une nouvelle obligation de renégocier l'accord avec l'UE ou le rejet par les électeurs des choix qui leur sont proposés par voie référendaire) ou l'absence de toute autre solution pour éviter une sortie brutale. Il reste cependant des incertitudes quant aux futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE, qui devront être négociées pendant la phase de transition (durant cette phase post-Brexit, le Royaume-Uni conservera son accès au marché unique européen, mais cette phase pourrait prendre fin dès décembre 2020 et donne lieu à un nouveau risque de rupture brutale dans un an si aucun accord complet de libre-échange n'était conclu).

**Impact de marché** | Le risque de sortie sans accord s'est fortement éloigné, justifiant une contraction de la prime de risque sur les actifs britanniques et une reprise de la livre sterling. Il est toutefois important de garder à l'esprit que le processus de Brexit est loin d'être terminé et qu'une nouvelle période de stress des marchés pourrait être alimentée par la crainte de voir le Royaume-Uni perdre brusquement son accès au marché unique européen en fin 2020.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

Équipe Recherche Macroéconomique

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



#### SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 55 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant négativement sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se maintient 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.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au premier semestre 2020 :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois, en raison des discours protectionnistes. Même si l'on suppose (1) que l'accord de première phase entre la Chine et les États-Unis est signé plus tôt que prévu et (2) que le prochain cycle de négociations tarifaires prévu pour la mi-décembre est retardé tout en restant un des éléments des négociations en cours, nous pensons que pour ce qui concerne la dynamique du commerce mondial, à ce stade, le mal est déjà fait. Nous prévoyons une reprise très lente du commerce mondial en 2020. En effet, le commerce devrait rester sous pression dans l'immédiat et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial l'an prochain. On notera toutefois que l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont fortement touchées par la faiblesse de la demande intra-UE en général ainsi que par la baisse de la demande extra-UE de biens intermédiaires et d'équipement (Italie et Allemagne). Les États-Unis poursuivent sans relâche leur effort de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % en 2007 à 18 % des importations totales en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Taïwan est l'une des économies d'Asie qui bénéficie le plus du détournement vers d'autres sources des importations américaines de produits chinois et elle a été la seule économie des pays émergents, parmi celles couvertes, à voir sa croissance s'améliorer en 2019. En outre, il ne faut pas sous-estimer la capacité de résistance de la demande intérieure à l'échelle mondiale. 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.
- **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 a poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,0 % en g.a. au troisième trimestre 2019. 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, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. En effet, la confiance des entreprises et des consommateurs s'est détériorée et ce n'est que récemment qu'elle s'est quelque peu stabilisée. Désormais, certains signes qui indiquent que le marché du travail ralentit commencent à se manifester, ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Les risques restent orientés à la baisse et bien qu'une trêve commerciale soit en vue, les tensions géopolitiques persisteront et l'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci à mesure que l'élection présidentielle approche.

Bien que nous ne prévoyions pas de récession, les doutes quant à la prolongation du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement de la demande intérieure). La Réserve fédérale devrait s'en tenir à son attitude accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions politiques », tout en gardant l'œil sur les conditions financières (tirées principalement par la force du dollar pondéré des échanges).

■ **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste sous pression, l'incertitude continuant à prévaloir dans l'économie mondiale. La zone euro a connu une détérioration de la demande extérieure tandis que le secteur manufacturier a été durement touché, ce qui a fait craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, malgré la persistance d'incertitudes graves à l'échelle mondiale, les anticipations concernant les fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives. Ainsi, l'économie de la zone euro serait-elle appelée à se stabiliser à l'approche de 2020 et 2021, car le secteur manufacturier pourrait être sur le point de franchir le creux de la vague, suscitant l'espoir d'une reprise très progressive et modeste, soutenue également par des perspectives commerciales mondiales plus favorables. En outre, le marché du travail est sain dans l'ensemble, avec un taux de chômage qui reste faible et une modeste croissance des salaires. La consommation des ménages devrait être le principal moteur de la croissance en zone euro et joue ainsi un rôle déterminant dans le processus de reprise. En revanche, la mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes reste cantonnée à l'échelon national, sans parvenir à s'inscrire dans le cadre d'efforts coordonnés. De tels efforts restent toutefois possibles en théorie, notamment en cas de détérioration de l'économie et de difficultés pour redémarrer la croissance.

■ **Royaume-Uni :** le gouvernement britannique a conclu un nouvel accord de sortie avec l'UE en octobre, mais sa ratification par le Parlement britannique n'a pu être obtenue à temps pour éviter une nouvelle prolongation du délai de Brexit, dont la date butoir a été repoussée du 31 octobre 2019 au 31 janvier 2020. Avant cette nouvelle échéance, des élections générales auront lieu au Royaume-Uni le 12 décembre. Les sondages donnent actuellement un net avantage aux conservateurs. Si ces derniers remportent la majorité, une ratification de l'accord d'octobre, et donc un Brexit ordonné en janvier, deviendrait de loin le scénario le plus probable. En revanche, une victoire des partis d'opposition ouvrirait la porte à un accord plus souple ou à un nouveau référendum sur le Brexit. Il ne subsiste donc que des risques résiduels de Brexit dur et un tel scénario exigerait une succession d'événements perturbateurs (par exemple, un nouveau parlement dépourvu de majorité claire ou « hung parliament » et l'échec de toute solution alternative pour sortir de l'impasse qui en résulterait). Il convient toutefois de souligner que, même après un Brexit ordonné, de nombreuses incertitudes subsisteraient quant aux futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE avec notamment la possibilité d'une rupture brutale si la période de transition n'était pas prolongée et que le Royaume-Uni perdait son accès au marché unique de l'UE en fin 2020.

■ **Chine :** les données du mois d'octobre ont confirmé la faiblesse de la conjoncture économique, qui s'est encore détériorée par rapport aux mois précédents. 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 (PIB confirmé à 6 % au troisième trimestre, comme attendu) et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur difficulté à maintenir une croissance supérieure à 6 % en g.a.. Ici encore, les dernières données n'ont pas toutes participé à noircir le tableau. Le secteur immobilier et certains segments de la production industrielle ont bien résisté, tandis que les investissements en infrastructures ont continué à ralentir dans le secteur privé et ont réussi à se stabiliser dans le secteur public. Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance pour faire face à la décélération mentionnée ci-dessus, en particulier du côté de la politique monétaire (baisse des taux bancaires de base et des facilités de crédit à moyen terme en novembre). La croissance du crédit, portée par les prêts en RMB et les obligations ordinaires et spéciales émises par les administrations locales, a de nouveau très légèrement reculé. Enfin, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis se contracte sous l'effet d'une hausse marginale des importations (convenue dans l'accord de première phase) et d'exportations toujours plus faibles.

■ **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste modérée aux États-Unis et très faible en zone euro, malgré de constantes progressions sur les marchés de l'emploi. Bien que les causes de cette faible inflation ne soient pas parfaitement comprises, de nombreuses explications ont été avancées. Premièrement, il existe un problème de qualité pour bon nombre des emplois créés dans le cycle actuel (emplois

faiblement rémunérés ou à temps partiel) avec des employés qui ne sont pas en position de force pour obtenir des augmentations salariales. Deuxièmement, les changements structurels des marchés des biens et des services (nouvelles technologies dans le commerce, en particulier, et, de manière plus générale, l'« ubérisation » de l'économie) pourraient également avoir un impact désinflationniste. De plus, après des années de très faible inflation, les anticipations d'inflation sont faibles, ce qui pourrait constituer une sorte de prophétie autoréalisatrice. Enfin, les récentes réformes en zone euro (marché du travail et marchés des biens et services) ont créé un environnement plus concurrentiel. Malgré ces obstacles et bien que le cycle de croissance ne soit pas terminé, nous maintenons que l'inflation devrait augmenter, sous l'impulsion des augmentations salariales. Une telle remontée serait toutefois très progressive et l'objectif de la BCE (« inférieur, mais proche de 2 % ») semble hors de portée pour l'instant.

■ **Cours du pétrole:** Malgré les risques idiosyncrasiques et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, la demande mondiale, la production pétrolière américaine et la stratégie de l'OPEP seront les principaux déterminants en 2020. L'incertitude entourant la demande mondiale est importante pour plusieurs bonnes raisons. L'escalade de la guerre commerciale a accentué le ralentissement général de l'économie, tandis que la transition de la Chine vers un nouveau modèle de croissance économique et le ralentissement de la croissance pèsent sur la demande mondiale de pétrole. Par ailleurs, la production pétrolière américaine s'est avérée très résistante et le pétrole semble moins vulnérable aux problèmes d'approvisionnement que par le passé. L'actualité récente au Moyen-Orient (chute des exportations de pétrole de l'Iran après les sanctions américaines et attaque contre la production d'ARAMCO) n'a pas eu d'impact structurel sur les prix de l'énergie. Le pétrole brut semble moins sensible aux risques géopolitiques en raison du bond sans précédent de la production américaine. Les États-Unis sont progressivement devenus un exportateur net cette année, érodant une part importante de la production de l'OPEP. Par conséquent, la production américaine de pétrole de schiste restera un facteur déterminant à long terme et aura une incidence sur les décisions de l'OPEP en 2020. Nous maintenons notre fourchette cible de 55 à 65 \$/baril pour le WTI et de 60 à 70 \$/baril pour le Brent, même si nous reconnaissons que les risques sont orientés à la baisse en raison du fléchissement de la demande mondiale et de la croissance chinoise atone.

■ **Banques centrales:** retour de l'attentisme dans les économies avancées. Comme prévu, lors de la réunion d'octobre du FOMC, la Fed a abaissé ses taux directeurs à 1,5-1,75 % pour la troisième fois consécutive. Cette décision découle de l'incertitude persistante entourant la guerre commerciale et la récession manufacturière mondiale, dans un contexte où l'inflation demeure faible. Selon les déclarations du président de la Fed, Jerome Powell, le positionnement en matière de politique monétaire est désormais adapté au vu des perspectives de croissance modérée, ce qui signifie que les décisions à venir de la Fed dépendront des données. Nous nous attendons à ce que la Fed réduise encore ses taux directeurs de 25 points de base au cours des 12 prochains mois, soit un peu plus que ce que les marchés ont actuellement intégré dans leurs cours. Le creux du cycle n'a pas encore été atteint, ce qui devrait vraisemblablement maintenir la Fed sous pression l'an prochain. Une pause est largement attendue en décembre étant donné l'actualité récente positive sur le plan commercial (un accord entre les États-Unis et la Chine serait sur le point d'être conclu). En outre, nous nous attendons à ce que la Fed continue à gérer son bilan de manière très active. La situation est toute autre pour la BCE. Le redémarrage du QE a suscité de vifs désaccords et Christine Lagarde va devoir s'attacher à reconstruire un consensus. Sous réserve de la concrétisation de risques baissiers, nous ne nous attendons qu'à peu de mesures d'accommodation supplémentaires. Nous anticipons toutefois toujours une baisse finale des taux (de -10 points de base à -0,6 %) d'ici la mi-2020 en raison (1) d'une croissance inférieure aux objectifs, (2) d'une inflation durablement figée en dessous des objectifs de la BCE et (3) des risques baissiers.



## 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 liés au commerce**: normalisation plus lente que prévu du commerce mondial, escalade du conflit commercial et contagion à la consommation :
  - **Ralentissement de la croissance, chute des bénéfices**: le risque de récession globale revient sur le devant de la scène
  - **Banques centrales**: politiques monétaires encore plus accommodantes que celles actuellement intégrées par les marchés
  - **Politiques budgétaires**: prennent progressivement le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance
2. **Risques liés au 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 n'interviendrait probablement qu'un peu plus tard s'il n'était question que de tensions commerciales.



## SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (15 %): reprise modérée de la croissance mondiale en 2020

- Nous avons considérablement revu à la baisse nos prévisions de croissance depuis le début de l'été en intégrant une partie des risques baissiers dans notre scénario central. 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, scénario de Brexit dur désormais très peu probable).
- 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 reprise modérée 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 2/12/2019

### États-Unis

#### La croissance américaine tient bon, soutenue par la politique monétaire

- La demande intérieure continue de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus durement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires se sont détériorées dans les derniers mois, mais ont récemment montré des signes de reprise.
- Les indicateurs de confiance des consommateurs sont contrastés, suggérant que les ménages américains sont moins optimistes quant à l'avenir. La progression de l'emploi et des salaires s'étant ralentie, la consommation devrait se modérer et enregistrer une année moyenne. Côté investissements, les projets de dépenses ralentissent. L'inflation reste faible (1,8 % pour l'inflation globale, 2,3 % pour l'inflation sous-jacente) et le PCE sous-jacent, à 1,7 % en g.a., reste proche bien qu'en deçà de la cible de la Réserve fédérale.
- La Fed a fait savoir qu'elle jugeait sa politique monétaire actuelle adaptée et bien calibrée pour soutenir une croissance modérée et une bonne tenue du marché du travail. Elle a également indiqué qu'une nouvelle baisse de taux nécessiterait une « évolution substantielle des perspectives économiques ». Cependant, comme nous nous attendons à de nouvelles déceptions concernant la croissance économique, nous anticipons une nouvelle baisse de taux au S1 2020.

#### Facteurs de risque

- Bien qu'un mini-accord avec la Chine soit en vue, l'incertitude demeure élevée. L'incertitude passée a déjà affecté l'économie réelle
- Une hausse des surtaxes à la mi-décembre n'est pas encore exclue. Si celles-ci sont mises en œuvre, elles pourraient avoir une incidence plus marquée sur la demande intérieure américaine.
- 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

#### Légère amélioration

- La croissance du PIB du T3 (+ 0,2% par rapport au T2) a été un peu plus forte que prévu et l'Allemagne a évité la récession. De plus, les indicateurs industriels de novembre (PMI et IFO notamment) ont montré une stabilisation, voire un léger rebond à partir de niveaux très bas.
- La nouvelle Commission européenne a connu des début difficiles et les élections espagnoles de novembre ont été indécises. Cependant, les risques politiques qui pèsent le plus sur la conjoncture européenne (tensions commerciales et Brexit notamment) se sont atténués depuis octobre.

#### Facteurs de risque

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

### Royaume-Uni

#### Vers des élections et, probablement, un départ ordonné

- Les sondages donnent les Conservateurs vainqueurs des élections prévues le 12 décembre. Si c'est bien le cas, le Parlement britannique ratifiera ensuite probablement l'accord conclu avec l'UE en octobre, permettant au Royaume-Uni de sortir de l'UE en janvier 2020. Une victoire des partis d'opposition pourrait, en revanche, aboutir à un 2<sup>nd</sup> référendum visant à confirmer (ou annuler) le Brexit.
- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont améliorés au T3 (+0,3 %). Les ventes au détail ont toutefois été décevantes en octobre.

#### Facteurs de risque

- Incertitude concernant le futur cadre des relations commerciales avec l'UE

Finalisé le 2/12/2019

## Japon

### Reprise probable après un T4 faible

- La décélération de la croissance mondiale continue de peser sur la balance commerciale. À la faiblesse des exportations vers l'Europe et l'Asie s'est ajoutée la baisse de celles à destination des États-Unis. La demande de machines industrielles s'est sensiblement contractée, reflétant les hésitations des entreprises en matière d'investissement au vu des tensions commerciales internationales.
- Toutefois, les exportations de matériel électronique se sont rétablies à mesure que le cycle mondial des semi-conducteurs s'est finalement redressé.
- Les stocks des producteurs ont atteint un sommet. Les consommateurs ont réussi à conserver leur pouvoir d'achat malgré la hausse de la TVA.
- La décision du gouvernement de rendre l'éducation préscolaire gratuite a largement compensé la hausse des impôts.
- Le gouvernement a annoncé un important plan de relance économique, visant en premier lieu à réparer les dégâts des catastrophes naturelles qui se succèdent. Le volume de ce plan dépassera 1 % du PIB.

## Facteurs de risque

- Le retard de la reprise des économies de l'Asie du Sud-Est pourrait freiner les investissements en capital des entreprises exportatrices
- La stagnation des ventes mondiales de véhicules plombe la structure pyramidale de l'industrie automobile

## Chine

- Une trêve a été annoncée entre la Chine et les États-Unis à l'issue du dernier cycle de négociations. Celle-ci prévoit davantage d'achats de produits agricoles par la Chine et l'absence d'augmentation des droits de douane de la part des États-Unis. Les détails de la trêve ne sont pas encore connus, mais entre-temps la Chine a relevé la barre pour un accord de première phase en réclamant l'annulation des surtaxes déjà mises en œuvre.
- Les données macroéconomiques chinoises ont fait état d'une nouvelle détérioration en octobre des investissements en immobilisations et de la production manufacturière. Les données commerciales montrent un certain rétrécissement de l'excédent avec les États-Unis. Une accélération des ventes de terrains a permis une hausse des mises en chantier plus importante que prévu en octobre.
- Le *policy mix* continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. La BPdC a abaissé les taux bancaires de base et les facilités de crédit à moyen terme (MLF) de 5 pb.

## Facteurs de risque

- Barre placée plus haut pour l'accord de phase 1 la Chine réclamant le retrait des surtaxes existantes
- Légère détérioration des conditions macroéconomiques
- *Policy mix* encore très légèrement favorable

## Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont restées assez faibles en novembre, l'élan macroéconomique ralentissant le plus en Chine et en Malaisie. Les perspectives en matière d'exportations se sont légèrement dégradées: les 20 premiers jours d'exportations en Corée du Sud, qui constituent une sorte d'indicateur avancé, montrent une accélération (toujours en croissance négative à deux chiffres), sous l'impulsion principalement d'effets de base.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles, les plus marquants en octobre provenant encore d'Inde et de Chine, avec des composantes de produits alimentaires supérieures aux attentes (prix du porc pour la Chine notamment) et atteignent respectivement 4,6 % et 3,8 % en glissement annuel.
- En novembre, la Banque de Thaïlande a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base pour la deuxième fois en quelques mois.
- L'Inde a annoncé un ambitieux plan de cessions à réaliser d'ici la fin de l'exercice en cours afin de soutenir ses contre-performances en matière de revenus.

## Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Un accord commercial est primordial
- L'inflation reste encore très modeste avec une reprise en Chine et en Inde
- Banques centrales de la région toujours accommodantes
- Important plan de cessions d'actifs publics annoncé par le gouvernement indien

Finalisé le 2/12/2019

### Amérique Latine

- La dynamique macroéconomique de la région s'est détériorée, notamment au Chili et au Brésil, celle du Chili devenant globalement négative. Nous avons encore réduit nos projections de croissance du PIB mexicain pour 2020 de 0,6 % à 0,4 % après la publication finale des chiffres du troisième trimestre 2019. Nous avons également réduit nos prévisions de croissance au Chili à environ 2,0 % pour 2019-2020.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions d'inflation pour le Chili, à 3,7 % en glissement annuel pour 2020, en raison de la faiblesse persistante de la monnaie. L'inflation en Argentine a légèrement reculé sous la barre de 50 % à 49,7 % pour la première fois depuis janvier 2019.
- Les mesures d'assouplissement se poursuivent, Banxico réduisant encore ses taux de 25 points de base à 7,50 % tandis que le Pérou abaissait les siens du même montant pour les ramener à 2,25 %.
- Après de violentes manifestations, le Président Pinera a décidé d'organiser un référendum en vue de remplacer la Constitution en avril 2020. Ce référendum permettra de décider si et par qui une modification doit être faite.

### Facteurs de risque

- Les conditions économiques ont faibli ; croissance mexicaine à nouveau revue à la baisse
- L'inflation est modérée dans l'ensemble excepté en Argentine
- Banxico et la Banque centrale du Pérou ont réduit leur taux directeur de 25 pb
- Les protestations au Chili ont poussé le Président à organiser un référendum sur la modification de la Constitution

### EMEA (Europe Middle East & Africa)

**Russie : la croissance du PIB réel devrait ralentir à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer en 2020 et à moyen terme en raison d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024 et de taux d'intérêt plus bas.**

- 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.
- La BC russe a de nouveau abaissé son taux directeur de 50 pb en octobre pour le ramener à 6,5 %. Au vu du ralentissement de l'inflation, nous anticipons une nouvelle baisse de 50 pb dans les 12 mois à venir.

### Facteurs de risque

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

**Afrique du Sud : obstacles importants dans un contexte politique et social difficile**

- Le PIB a surpris au deuxième trimestre par sa résilience, grâce à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous tablons sur une croissance du PIB de 0,5 % en g.a. en 2019, avec une légère hausse en 2020.
- Malgré un écart de production négatif et des anticipations de repli de l'inflation (mais au-dessus du point médian), la SARB demeure prudente en ce qui concerne les sorties de capitaux et leur incidence sur le taux de change, d'où les risques à la hausse pour l'inflation. Les réformes budgétaires et le sentiment de risque détermineront si la SARB abaisse ses taux à l'avenir. Nous nous attendons à ce qu'elle maintienne le statu quo en 2020.

- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales et laxisme budgétaire en l'absence de réformes

**Turquie : inflation en baisse et hausse de la croissance au troisième trimestre 2019**

- La croissance du PIB au troisième trimestre ressort en hausse de +0,9 % en g.a. alors qu'elle avait été négative au cours des deux trimestres précédents. Nous prévoyons une croissance stable ou légèrement négative en 2019 avec un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a considérablement réduit son taux en octobre, le baissant de 250 pb à 14 %. Nous attendons davantage d'accommodation pour soutenir la faible conjoncture économique.

- Souplesse excessive de la banque centrale, orientation budgétaire laxiste, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité avec la zone euro

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 décembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
États-Unis	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Japon	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>
Zone euro	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
Allemagne	0,6	0,8	1,2	1,5	1,5	1,5
France	1,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,3
Italie	0,2	0,4	0,6	0,6	1,0	1,3
Espagne	2,0	1,6	1,6	0,9	1,3	1,4
Royaume-Uni	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
Brésil	0,9	1,6	1,7	3,7	3,9	4,2
Mexique	-0,2	0,4	1,2	3,6	3,4	3,6
Russie	1,2	1,7	2,5	4,0	3,5	4,0
Inde	5,2	5,8	6,4	3,4	4,3	4,1
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,0	3,1	3,8
Chine	6,2	5,8	5,8	2,6	2,6	2,0
Turquie	-1,8	1,5	2,3	15,6	11,6	10,8
Pays développés	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
Pays émergents	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
Monde	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>

Source : Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	1,75	1,50	1,60	1,50	1,60
Zone euro	0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon	-0,1	-0,2	-0,16	-0,2	-0,05
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,87	0,75	0,96

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,62	1,30/1,50	1,61	1,30/1,50	1,62
Allemagne	-0,629	-0,70/-0,50	-0,66	-0,70/-0,50	-0,67
Japon	-0,169	-0,30/-0,20	-0,19	-0,30/-0,20	-0,21
Royaume-Uni	0,532	0,30/0,50	0,40	0,30/0,50	0,38

Taux 10 ans					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,77	1,60/1,80	1,80	1,50/1,70	1,85
Allemagne	-0,36	-0,30/-0,10	-0,31	-0,40/-0,20	-0,27
Japon	-0,07	-0,20/0,00	-0,04	-0,20/0,00	-0,01
Royaume-Uni	0,68	0,70/0,90	0,71	0,70/0,90	0,76

Prévisions de change					
	28/11/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,10	1,10	1,13	1,13	1,16
USD/JPY	110	106	107	104	105
EUR/GBP	0,85	0,85	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	1,10	1,12	1,12	1,11	1,13
EUR/NOK	10,09	9,89	9,88	10,07	9,80
EUR/SEK	10,52	10,65	10,65	10,56	10,50
USD/CAD	1,33	1,30	1,31	1,28	1,30
AUD/USD	0,68	0,69	0,69	0,70	0,70
NZD/USD	0,64	0,64	0,64	0,65	0,65
USD/CNY	7,04	7,10	7,13	7,15	7,10

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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - TONY SHI

### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Directrice de la Recherche

### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique

### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoît**, équipe de Recherche