

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Perspectives économiques 2020

Research
& Macro
Strategy

Table des matières

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios	p. 3
---	-------------

PERSPECTIVES MACRO PAR ZONE

États-Unis: Convergence graduelle vers la croissance potentielle, l'horizon paraît relativement dégagé	p. 8
--	-------------

Eurozone Poursuite de la reprise malgré un contexte politique difficile	p. 13
---	--------------

Royaume-Uni Tout est une question de politique !	p. 22
--	--------------

Japan Japan : croissance proche du potentiel	p. 23
--	--------------

Marchés émergents Double choc sur les perspectives des pays émergents	p. 27
---	--------------

Box: Analyse de risques pays	p. 31
-------------------------------------	--------------

Pays d'Europe centrale La phase descendante du cycle commence	p. 33
---	--------------

Chine Perspectives chinoises : de risque à opportunité	p. 36
--	--------------

Box: Impact des droits de douane sur la chaîne de production	p. 40
---	--------------

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Tableaux	p. 41
-----------------	--------------

Nos convictions et nos scénarios

BOROWSKI DIDIER,
Responsable de la Recherche
Macroéconomique

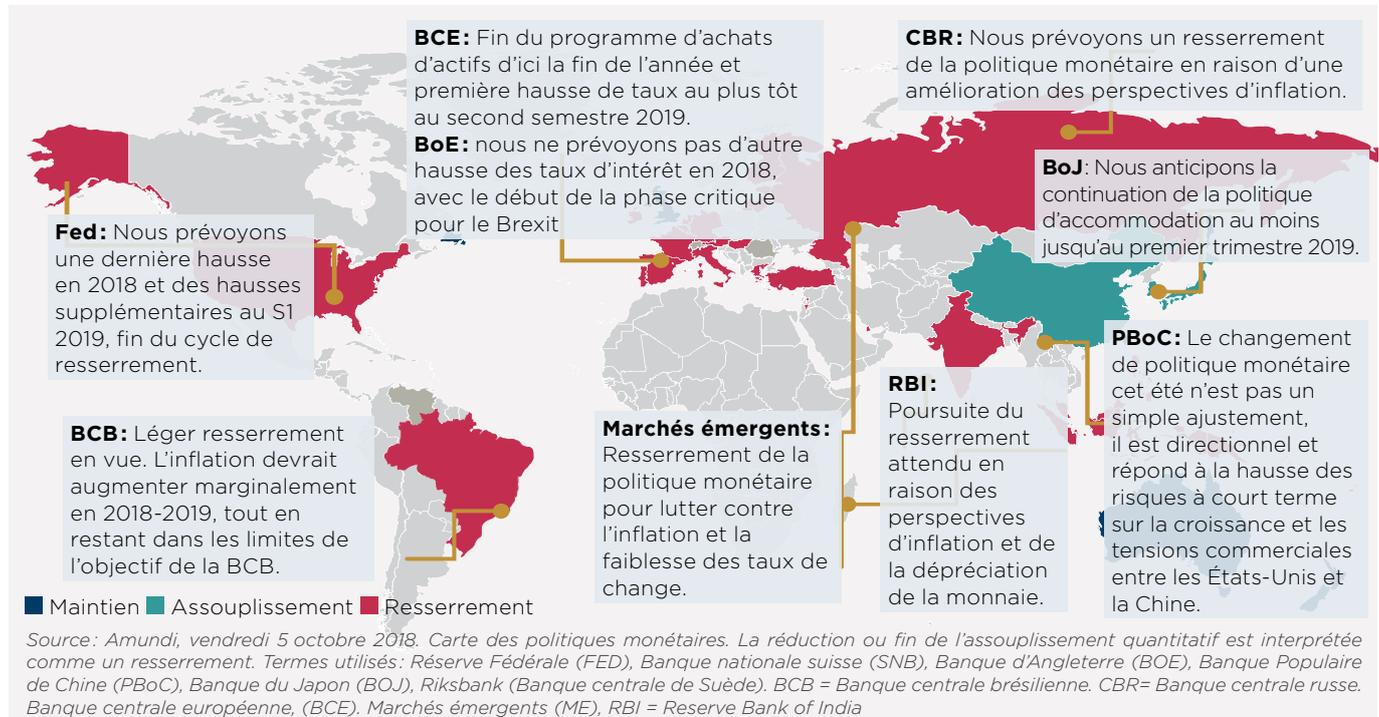


Un ralentissement en ordre dispersé qui pourrait devenir synchronisé du fait de la multiplication des risques

Analyse région par région

- L'année 2018 avait commencé sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cela n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont très endettées en dollar, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur devise a généré de l'inflation locale et conduit leur banque centrale à durcir la politique monétaire, ce qui a contribué à affaiblir des économies déjà fragilisées par des sorties massives de capitaux. Les économies avancées ont de leur côté commencé à ralentir. **En définitive, l'année va s'achever avec une économie mondiale qui évolue en ordre dispersé, et où les risques baissiers prédominent.**
- **Aux États-Unis**, l'économie a été portée par une politique budgétaire et fiscale très accommodante qui va probablement continuer de produire ses effets encore quelque temps; mais les multiplicateurs budgétaires vont s'éroder progressivement l'an prochain. Nous tablons sur un tassement de la croissance sur son rythme potentiel en 2019/2020, ce qui signifie que l'économie américaine va perdre 1 pt de croissance d'ici à 2020, une évolution naturellement lourde de conséquences pour les profits des entreprises surtout si les pressions inflationnistes s'intensifient d'ici là, ce qui est possible – notamment du côté des salaires – compte tenu du quasi plein emploi.
- **En Europe**, en dépit d'une reprise beaucoup plus tardive qu'aux États-Unis, les économies ont commencé à ralentir en 2018. L'output gap s'est refermé dans la plupart des pays et l'Italie est le seul des pays de la zone euro (hors Grèce) qui n'a pas retrouvé son niveau d'activité d'avant la crise de 2008. Plusieurs facteurs ont contribué au tassement de la croissance en 2018: la montée des prix du pétrole, le ralentissement du commerce mondial et celui des économies émergentes. Des incertitudes politiques majeures sont en outre venues obscurcir le ciel européen (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne à la suite de la défaite des deux grands partis qui forment la coalition (CDU et SPD) aux élections régionales signe la fin de l'ère Merkel. La perte du leadership de la Chancelière va freiner les initiatives de renforcement de l'intégration de la zone euro qui étaient à l'étude. Il faudra probablement attendre les élections européennes de mai 2019 puis un nouveau parlement, une nouvelle Commission européenne, un nouveau chancelier en Allemagne et une clarification du *leadership* des institutions européennes (Commission, BCE) pour réaliser des progrès significatifs dans le renforcement de l'architecture financière de la zone euro. Le gouvernement italien, sensible à la pression des marchés, semble prêt à reporter certaines mesures coûteuses. Le Royaume-Uni, continue de voir son sort suspendu aux modalités du Brexit. Dans le cadre de notre scénario central, nous faisons l'hypothèse d'un vote en définitive favorable au parlement britannique (sans doute pas avant début 2019) qui permettrait au Royaume-Uni de bénéficier d'une période de transition (de mars 2019 à décembre 2020) pendant laquelle les négociations se poursuivront.

1/ **Politique monétaire des banques centrales: des interventions moins synchrones en 2019**



- **Au Japon**, les perspectives sont favorables en dépit des résultats décevants observés depuis la mi-2018. Nous pensons que le Japon est en grande partie protégé du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine. Les exportations à destination des États-Unis et de la Chine représentent environ 3 % du PIB. Cela signifie qu'un ralentissement de l'économie chinoise qui surviendrait à l'issue de sanctions devrait être globalement compensé par la vigueur de l'économie américaine (à court terme). Il est frappant d'observer que les entreprises projettent d'augmenter leurs dépenses d'investissement à un rythme inobservé depuis 2007 et ce en dépit des menaces qui pèsent sur le commerce mondial. Le marché du travail n'a jamais été aussi tendu depuis 1974 et les salaires croissent au rythme le plus élevé depuis plus de 20 ans (+1,8 % sur un an au S1 2018). La hausse du taux de TVA prévue en octobre 2019 (de 8 % à 10 %) devrait doper la consommation avant de peser sur les dépenses des ménages, une fois la mesure mise en place. Nous anticipons cependant un impact de 30 % plus faible que lors de la dernière hausse de TVA en 2014. Malgré tout, la croissance va mécaniquement chuter fin 2019 et début 2020, nettement en dessous de son rythme potentiel. Mais ce ralentissement ne devrait pas durer.
- **En Chine**, la montée des menaces protectionnistes a affaibli l'économie et le risque d'un ralentissement brutal s'est accru en cours d'année. Les autorités chinoises ont radicalement changé l'orientation de leur politique économique durant l'été en optant pour une politique de stabilisation contracyclique. La Chine utilisera tous les leviers qui sont à sa disposition pour éviter un atterrissage brutal. Et en la matière, les autorités locales disposent de davantage de degrés de liberté que les États-Unis. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un ralentissement graduel et maîtrisé de l'économie chinoise. L'accord conclu entre les présidents Trump et Xi le 1^{er} décembre au G20 devrait alléger les tensions entre les deux pays pendant quelques mois en dépit des craintes très récentes liées à l'arrestation au Canada du n° 2 du groupe Huawei (fille du fondateur).

- **Dans les autres économies émergentes**, la détérioration des conditions domestiques – liée notamment aux risques que font peser les mesures protectionnistes des États-Unis – va continuer de peser sur le climat des affaires et l'investissement (notamment en Asie du Nord au Mexique). D'autres pays en revanche continueront vraisemblablement de combler leurs besoins en matière d'infrastructure (Indonésie et Philippines par exemple). La consommation devrait quant à elle rester soutenue dans les économies proches du plein-emploi. Même si de nombreuses économies émergentes sont encore fragiles (Argentine, Turquie, Afrique du Sud) et que les économies émergentes sont très endettées, il faut garder à l'esprit que la croissance potentielle nominale reste favorable aux économies émergentes relativement aux économies avancées.

Thèmes mondiaux

- **À l'échelle mondiale, la situation macrofinancière demeure très déséquilibrée.** Même si les perspectives économiques sont dans l'ensemble satisfaisantes (croissance proche voire supérieure du potentiel au cours des deux prochaines années) la multiplication des foyers de risques –notamment ceux de nature politique – tend à accroître l'incertitude globale ce qui risque de peser davantage sur les décisions d'investissement.
- **Guerre commerciale États-Unis/Chine, sanctions américaines sur l'Iran, tensions au Moyen-Orient, défis politiques en Europe sont là pour durer**, sans compter les problèmes de fond qui persistent. En effet, la croissance demeure tirée en grande partie par la dette à l'échelle mondiale. Et la croissance potentielle nominale est affaiblie à l'échelle mondiale par le vieillissement de la population, le ralentissement (observé) des gains de productivité et l'affaiblissement structurel de l'inflation des biens et services. En d'autres termes, le « régime de croissance » mondial actuel n'est pas viable à moyen et long terme. L'économie mondiale continue à croître mais ses fondements sont fragiles, notamment en cas de remontée brutale des taux d'intérêt (hausse des primes de risques). Cette fragilité est d'autant plus préoccupante que les marges de manœuvre des banques centrales et des gouvernements se sont amenuisées au fil du temps dans de nombreux pays : de plus en plus rares sont ceux qui ont les moyens de mettre en place une politique de stabilisation contra-cyclique en cas de choc.
- En particulier, **aux États-Unis la politique budgétaire pro-cyclique laisse peu de marges de manœuvre** en cas de retournement, et ce d'autant plus que le Congrès est désormais divisé (les démocrates contrôlent désormais la Chambre des Représentants tandis que les républicains ont renforcé leur majorité au Sénat). En Europe, les marges de manœuvre sont moindres tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire. La BCE n'a pas commencé à normaliser sa politique monétaire que la croissance ralentit déjà. Il lui sera difficile de remonter ses taux d'intérêt en 2019 si la Fed arrête de son côté de relever les siens (avec l'anticipation d'un ralentissement économique).
- **L'économie mondiale marche en ordre dispersé.** Les perturbations des chaînes de valeur induites par la guerre commerciale sont en train de redessiner les cartes du commerce international, au bénéfice de la Chine. Ce dernier ne sera plus le moteur qu'il a été au cours des dernières décennies. Ceci dit, il ne s'agit pas selon nous d'un retour en arrière. Le commerce de services se développe, les économies demeurent étroitement imbriquées et Donald Trump est isolé sur le plan international. Il est en particulier important de noter que les intérêts des régimes populistes/nationalistes ne convergent pas forcément : très nombreuses sont en effet les économies qui ont besoin du reste du monde pour se développer (Europe de l'Est, Turquie, Brésil entre autres).

Dans ces conditions, les économies ont davantage de chances à l'avenir de connaître des cycles économiques plus autonomes car plus dépendants de

la demande domestique. Dans un monde de plus en plus instable sur le plan politique, une désynchronisation durable des cycles est une bonne nouvelle. Ceci dit, les États-Unis pourraient entraîner l'économie mondiale en récession si Donald Trump poursuit son offensive sur le commerce. Un affrontement plus fort avec la Chine ne ferait que des perdants, à commencer par les protagonistes du conflit. **En définitive, l'économie mondiale devrait continuer de croître en « ordre dispersé » (i. e. avec des cycles moins synchronisés et des possibilités de récessions isolées).** Toutefois à ce jour, les risques nous semblent clairement baissiers, avec notamment la possibilité d'un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale.



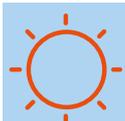
Scénario baissier (probabilité de 25 %) : un ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, une crise géopolitique

Le risque d'annonce de nouvelles mesures protectionnistes par les États-Unis et de mesures de rétorsion par le reste du monde reste élevé. Le risque concerne particulièrement la Chine et l'UE.

- L'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis et la Chine notamment) sur fonds de risques géopolitiques, de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de ralentissement en Chine et de tensions politiques en Europe (détérioration de la situation budgétaire en Italie, Brexit), incite les entreprises à rester prudentes en matière d'investissement.

Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale pèserait sur le commerce mondial et provoquerait un ralentissement synchronisé de la croissance, et à court terme de l'inflation. Ceci dit une guerre commerciale apparaîtrait rapidement déflationniste (en raison du choc induit sur la demande globale).
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des spreads (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents) et une baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cesseraient de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), auraient de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



Scénario haussier (probabilité de 5 %) : accélération de la croissance mondiale en 2019

Donald Trump change durablement de stratégie en raison de négociations bilatérales avec la Chine qui se déroulent mieux que prévu. Sur le plan domestique, la thématique d'une augmentation des dépenses en infrastructure peut aussi revenir sur le devant de la scène et allonger le cycle aux États-Unis.

- Accélération tirée par l'investissement des entreprises et le rebond du commerce mondial.
- La politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance ré-accélère en zone euro après un trou d'air. Ré-accélération en Chine compte tenu du policy mix stimulant au premier semestre

- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires accommodantes.

Conséquences :

- Une accélération de la croissance mondiale augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directs réels (aux États-Unis notamment).

États-Unis

Convergence graduelle vers la croissance potentielle, l'horizon paraît relativement dégagé

USARDI ANNALISA
Économiste Sénior

Introduction

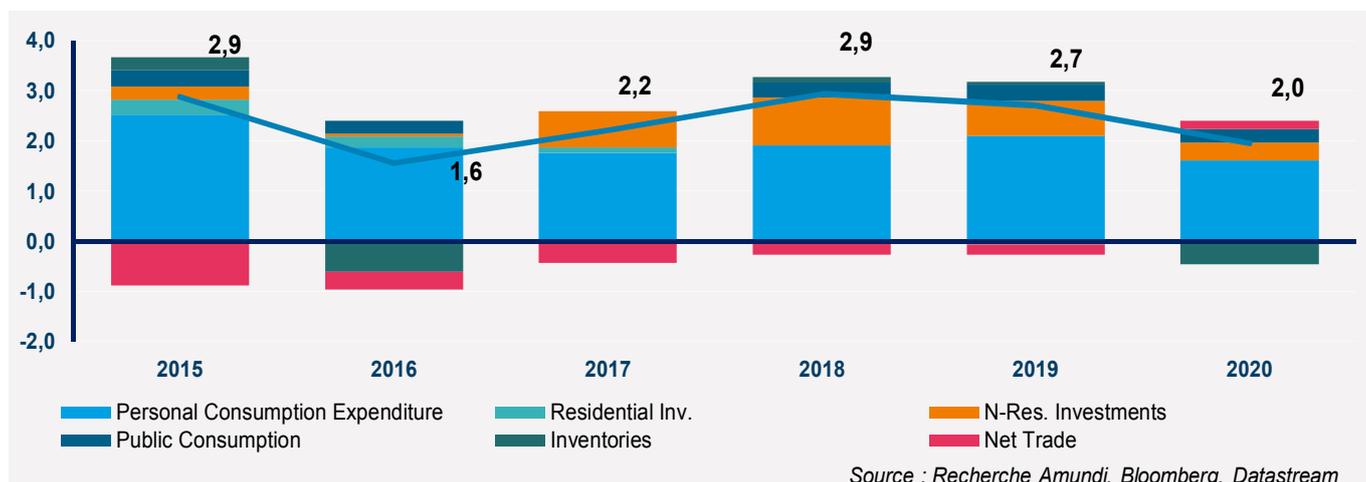
La croissance de l'économie américaine devrait être supérieure au potentiel en 2019 avant de converger graduellement vers ce potentiel d'ici 2020. En effet, l'impulsion procurée par l'expansion budgétaire en 2018 devrait peu à peu perdre de la vigueur et la demande intérieure ralentir progressivement. Avec une économie croissance au-dessus du potentiel et un marché du travail qui se resserre, la Fed poursuivra son processus de normalisation et continuera à relever ses taux jusqu'à la concrétisation de signes d'essoufflement de la croissance. Dans ce scénario, l'inflation devrait se maintenir dans une fourchette supérieure à 2 %, tandis que les risques restent orientés à la hausse. En effet, l'apparition de goulets d'étranglement de la production, une dynamique des salaires à la hausse et l'augmentation des coûts de production liés aux droits de douane pourraient peser sur les entreprises voire produire des effets inflationnistes. La Fed continuera de durcir le ton jusqu'à ce que des signes de ralentissement de la croissance ou de détérioration brutale et persistante des conditions financières se manifestent clairement. Nous anticipons une pause au second semestre de 2019.

Contexte économique : les moteurs de la croissance

Dans l'actuelle phase prolongée d'expansion de l'économie américaine, le **consommateur américain** a été un moteur de croissance stable, avec des dépenses de consommation personnelles affichant une croissance moyenne de près de 3 % sur une base annuelle depuis le premier trimestre 2014. Une combinaison de circonstances sous-tend cette vigueur :

- La **résorption spectaculaire et régulière des excès d'offre sur le marché du travail** engendrés par la Grande crise financière (le taux de chômage est passé de 10 % en octobre 2009 à 3,7 % en septembre 2018, contre un taux NAIRU estimé proche de 4,5 %) ;
- La **hausse progressive des revenus du travail**, bien que les salaires aient été lents à se redresser par rapport aux cycles précédents et que ce n'est qu'à la fin de 2018 que la tendance haussière se soit clairement manifestée.

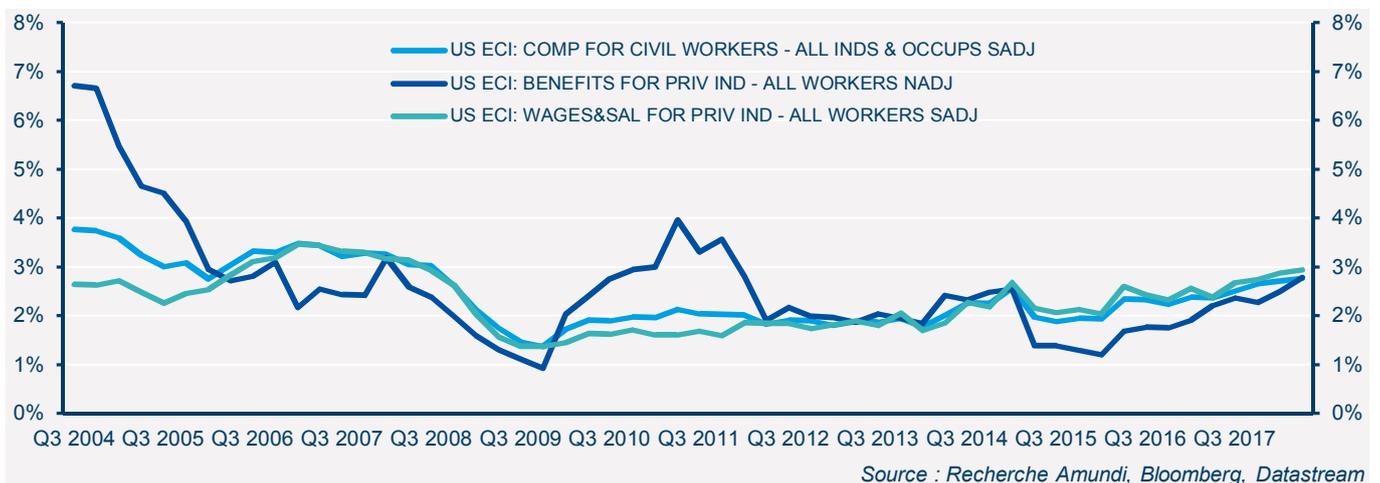
1/ Contribution à la croissance annuelle du PIB, %



- La **nette tendance à la hausse de la confiance des consommateurs**, désormais proche des sommets de la décennie, qui a alimenté une baisse progressive du taux d'épargne (au-dessus des moyennes d'avant la crise, mais en dessous de la tendance 2014-2015).
- La **réforme de la fiscalité mise en œuvre en 2017 (Tax Cuts and Jobs Act – TCJA)**, qui a permis d'augmenter le revenu disponible et fourni un coussin pour soutenir l'augmentation des dépenses d'un côté et l'ajustement du bilan de l'autre.

Les fondamentaux de la consommation demeurent favorables dans l'ensemble : alors que l'économie poursuit son expansion au-dessus du potentiel et que l'*output gap*, maintenant comblé, évolue en territoire positif, nous prévoyons que les excès d'offre résiduels du marché du travail se résorbent et que le taux de chômage continue de baisser de quelques dixièmes, bien qu'il ait déjà largement dépassé le NAIRU. Le **marché du travail étant de plus en plus tendu**, nous entrevoyons un potentiel de croissance des salaires et des rémunérations à la hausse. Ceci devrait soutenir le revenu disponible, même si des risques haussiers sur l'inflation peuvent effacer en partie les gains. Même en tenant compte d'un ralentissement progressif de l'optimisme des consommateurs, nous voyons encore une baisse potentielle de quelques dixièmes du taux d'épargne à mesure que l'impact bénéfique du TCJA est ressenti par les ménages. En revanche, si la situation financière des ménages semble globalement saine, avec une vulnérabilité moindre aux taux d'intérêt, leur niveau d'endettement a atteint un niveau record en termes nominaux. Aussi, en cas d'assombrissement des perspectives, le désendettement pourrait l'emporter sur l'accroissement de la consommation. Dans l'ensemble, en ce qui concerne le comportement des consommateurs, les risques nous paraissent équilibrés.

2/ L'indice du coût du travail remonte progressivement

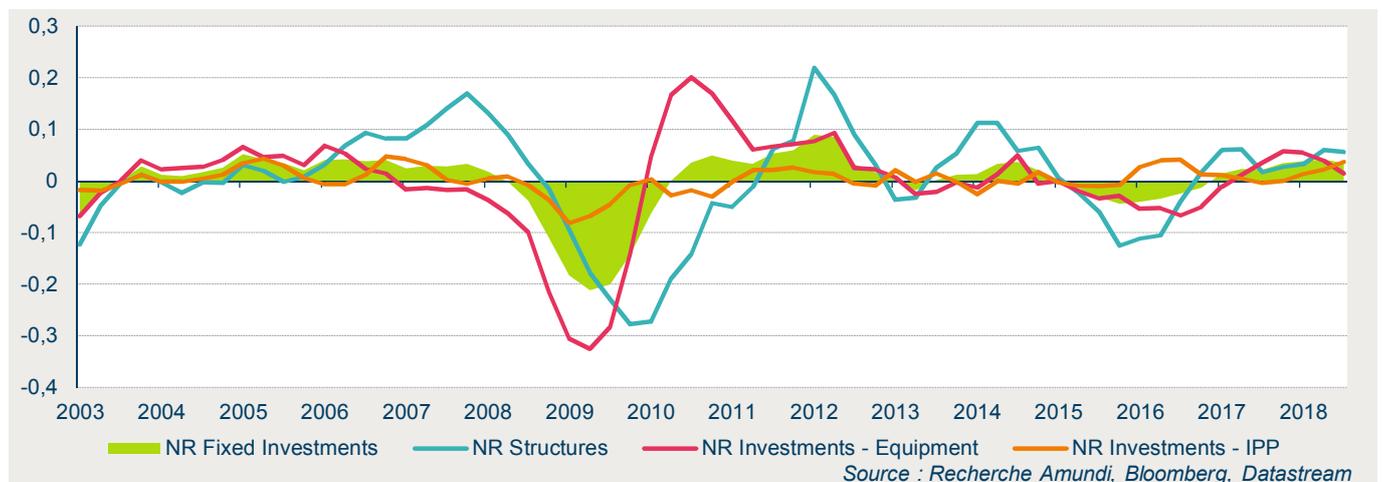


Hausse généralisée des investissements en capitaux fixes non résidentiels au cours des deux dernières années. Dans une perspective à plus long terme, toutefois, leur croissance est supérieure à leur tendance à partir du quatrième trimestre 2017. Une analyse plus détaillée des données sur les investissements non résidentiels révèle qu'une bonne partie de la récente accélération est tirée par des investissements en structures et en propriété intellectuelle. Du côté des structures, seules les composantes d'exploitation minière (puits, tunnels) et d'exploration (liées à la nouvelle hausse du prix du pétrole qui a soutenu l'activité de production) se distinguent, tandis que toutes les autres sous-composantes des investissements en structures ont connu une croissance inférieure à la tendance. La tendance haussière des produits de propriété intellectuelle, quant à elle, est liée à la modification du régime fiscal. En fait, avant la TCJA de 2017, les entreprises américaines étaient fortement incitées à affirmer que l'essentiel de leur propriété

intellectuelle et de leurs bénéficiaires provenait de pays à faible fiscalité. Le nouveau code fiscal a changé la donne en favorisant les bénéficiaires et les investissements basés aux États-Unis. En ce qui concerne les autres types d'investissements, l'on constate une bonne tenue de l'investissement en équipements. Il n'est pas facile de discerner quelle part de ce montant est liée au pétrole et à l'énergie, mais dans l'ensemble, il se stabilise autour d'un respectable 6 %. Les données préliminaires du troisième trimestre ont mis en évidence, pour les investissements non résidentiels, une faiblesse généralisée qui mérite d'être surveillée pour comprendre s'il ne s'agissait que d'un point faible ou du début d'une modération plus prolongée.

Nous nous attendons à ce que la nouvelle donne fiscale continue d'encourager les nouveaux investissements, la demande intérieure demeurant vigoureuse, bien qu'en ralentissement. Les perspectives toujours positives de bénéficiaires, soutenues par des chiffres d'affaires solides sont toutefois exposées à des risques croissants. Ainsi le coût d'opportunité des investissements pourrait être affecté, d'une part, par l'augmentation des coûts de production (marché du travail plus tendu et coût unitaire de main-d'œuvre plus élevé; risques à la hausse des biens importés dus aux tarifs douaniers; augmentation des prix des facteurs de production due aux contraintes de capacité), et d'autre part, par des conditions financières plus strictes, dues au durcissement de la politique de la Fed et aux taux d'intérêt à long terme plus élevés. Au moment où nous écrivons, le climat des affaires demeure optimiste dans l'ensemble, mais pourrait rapidement s'inverser.

3/Hausse de l'investissement non-résidentiel par rapport à sa tendance de très long terme



En effet, le niveau global d'endettement net dans le bilan des entreprises non financières les rend vulnérables à un ralentissement économique inattendu, bon nombre d'entre elles ayant remis à plus tard l'amélioration de la qualité de leur crédit malgré la longueur du cycle. Compte tenu de la taille de l'endettement global des entreprises, la capacité des entreprises non financières à résister à un ralentissement économique semble réduite.

Cependant, concernant les chocs de taux d'intérêt, les ratios de couverture des intérêts devraient, dans l'ensemble, permettre de limiter l'impact des hausses des taux directeurs et des rendements à long terme. À la suite du cycle de hausses de la Fed, les ratios de couverture des intérêts ne se sont que graduellement détériorés au cours des deux dernières années, soutenus par la croissance des bénéficiaires, tandis que la proportion plus élevée d'endettement à long terme à taux fixe fera en sorte que les taux plus élevés auront une incidence progressive sur les frais d'intérêts des émetteurs obligataires. Les investissements résidentiels ont, jusqu'à présent, constitué un point faible de l'économie américaine. Après une croissance à deux chiffres en 2015 (10,2 % en glissement annuel), **les investissements résidentiels**

ont progressivement ralenti jusqu'en 2018, sous l'effet d'une baisse du pouvoir d'achat immobilier et de formations de ménages, et ne se sont redressés que récemment – peut-être grâce à l'impact positif des réductions d'impôt. À l'avenir, alors que les hausses de salaires et de rémunération devraient se répercuter sur les ménages les plus jeunes, favorisant de ce fait la formation de nouveaux ménages, l'impact des taux plus élevés sur le pouvoir d'achat immobilier pourrait contrebalancer l'impact positif d'une croissance plus forte des revenus. De plus, il faut noter la tendance baissière en termes d'accession à la propriété qui se poursuit depuis 2004 et qui ne s'est stabilisée que récemment. C'est pourquoi nous restons prudents quant aux perspectives de l'investissement résidentiel jusqu'en 2019.

L'affaiblissement de **l'inflation en 2017** a soulevé la question la possible disparition de l'inflation. En 2018, avec la disparition des facteurs transitoires et des effets de base, l'inflation a progressivement convergé vers la cible de la Fed, avec un IPC sous-jacent s'établissant désormais en moyenne à 2,1 % par an, un IPC général à 2,5 % (après un pic à 2,9 % par an en juillet) et un PCE sous-jacent à 2,0 %.

L'amélioration de la dynamique des salaires et la hausse du coût de production sur l'ensemble de la chaîne des prix devraient soutenir la composante la plus cyclique de l'inflation qui s'accélère à la suite d'une nouvelle année de croissance supérieure au potentiel. De même, la dynamique structurelle des prix semble avoir accéléré, et ce, même si la dynamique des prix des biens essentiels reste toujours en territoire déflationniste, la vigueur du dollar américain ayant compensé le mouvement haussier des prix des importations. Les droits de douane récemment mis en œuvre par les États-Unis sur les importations chinoises pourraient alimenter un risque haussier.

D'ici 2019 et 2020, nous nous attendons à ce que l'IPC global demeure supérieur à 2,3 % avec un PCE sous-jacent proche de la cible de la Fed. En ce qui concerne l'inflation, il semble que les risques soient orientés à la hausse avec une croissance économique qui se maintient au-dessus de son potentiel, un marché du travail tendu, des salaires en hausse et des risques haussiers sur les coûts de production induits par les droits de douane ou des chocs sur l'approvisionnement pétrolier.

4/Croissance de l'IPC, % en glissement annuel



Politique monétaire : plus stricte, plus responsable

La Réserve fédérale devrait poursuivre son cycle de hausses, au rythme d'une hausse par trimestre, jusqu'à ce que les signes d'un ralentissement de la croissance se concrétisent, ce qui, selon nos projections, pourrait se produire vers la mi-2019. La tenue de téléconférences à chaque réunion à compter de janvier 2019 fournira un outil supplémentaire à la Fed pour influencer les anticipations des marchés et prévenir un durcissement non désiré des conditions financières.

Prévisions macroéconomiques États-Unis								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB et composantes	% ga (Moyenne annuelle)							
PIB	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,7	2,0
Consommation privée	1,5	3,0	3,7	2,7	2,6	2,7	3,0	2,3
Dépenses publiques	-2,4	-1,0	1,9	1,5	-0,1	1,7	2,0	1,6
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	5,5	6,3	3,3	1,6	4,9	5,5	3,6	1,8
Non résidentiel	4,1	6,9	1,8	0,5	5,3	6,8	4,8	2,4
Résidentiel	12,5	3,9	10,2	6,6	3,4	-0,1	-1,8	-1,1
Demande intérieure totale								
Consommation totale+Investissement privé+stocks	1,6	2,6	3,6	1,7	2,5	3,1	3,0	1,7
Demande intérieure finale								
Consommation totale+Investissement privé	1,4	2,8	3,3	2,4	2,5	3,0	2,9	2,1
Exportations	3,6	4,3	0,6	-0,1	3,0	4,4	4,0	3,3
Importations	1,5	5,1	5,5	1,9	4,6	4,7	4,1	1,6
Contributions au PIB								
Exportations nettes	0,2	-0,3	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,2
Variations des stocks	0,2	-0,1	0,3	-0,6	0,0	0,1	0,0	-0,4
Tendances économiques (ga)	% ga (Moyenne annuelle)							
Production industrielle	2,0	3,1	-1,0	-1,9	1,6	3,7	1,7	0,7
Salaires	1,2	2,9	3,1	1,1	1,7	3,1	3,4	3,3
Coût unitaire du travail	0,9	1,9	1,8	1,1	0,4	1,8	1,9	1,7
Indice des Prix de Production	1,4	1,6	-0,9	0,5	2,3	2,8	2,4	2,3
Indice des Prix à la Consommation	1,5	1,6	0,1	1,3	2,1	2,5	2,4	2,3
Taux de chômage	7,3	6,2	5,3	4,9	4,4	3,9	3,6	3,6
Inflation sous-jacente	1,5	1,6	1,3	1,7	1,6	1,9	2,0	2,1

Données au 5 novembre 2018;

Source: Datastream, Recherche Amundi

Inclus dans les prévisions:

Les changements du Budget approuvés par le Congrès Américain en décembre 2017.

Hausse de la dépense publique d'après l'évaluation faite par le CBO (Congresional Budget Office) du budget bipartisan de 2018

Zone euro

Poursuite de la reprise malgré un contexte politique difficile

PERRIER TRISTAN
Économiste Sénior

USARDI ANNALISA
Économiste Sénior

BOROWSKI DIDIER,
Responsable de la Recherche
Macroéconomique

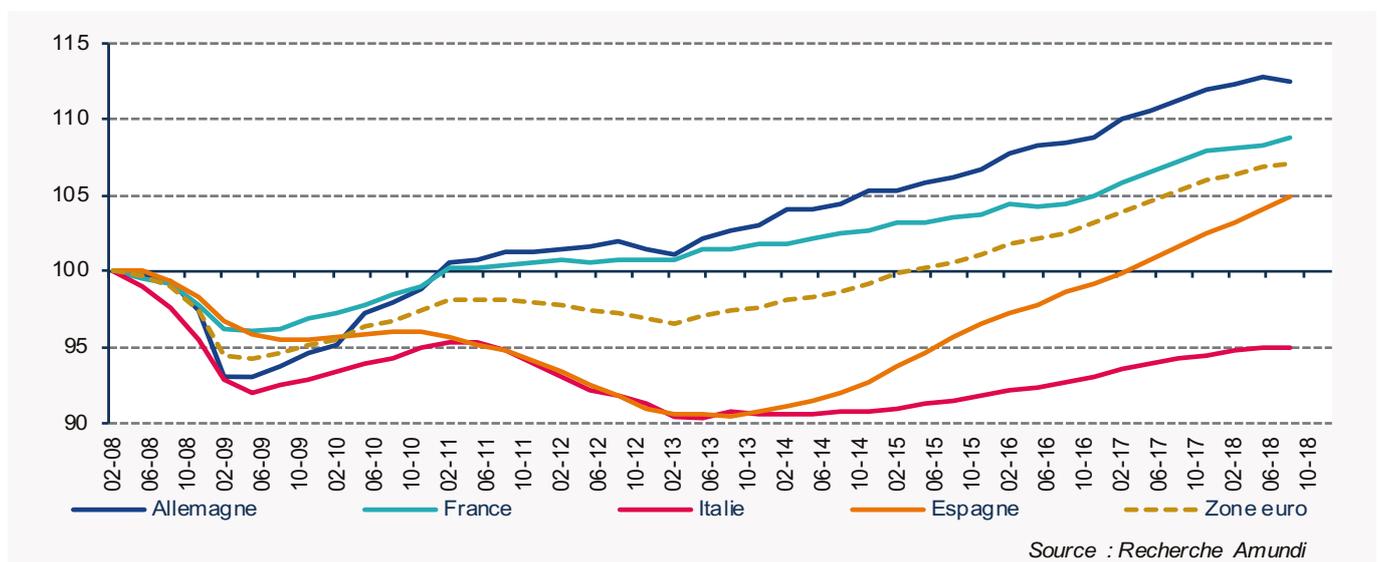
avec la contribution de
VANIN GREGORIO

Après une année 2017 dynamique, la trajectoire économique de la zone euro depuis le début de 2018 a déçu, notamment par rapport à celle des États-Unis, qui ont bénéficié d'une forte relance budgétaire. La progression du PIB s'est limitée à 0,4 % aux premier et deuxième trimestres et à 0,2 % au troisième trimestre (contre 0,7 % aux troisième et quatrième trimestres 2017), avec comme principales causes la nervosité face aux tensions commerciales, la vigueur de l'euro, la hausse des prix du pétrole et des facteurs temporaires et spécifiques à certains pays (notamment le fort ralentissement du secteur automobile en Allemagne au troisième trimestre). Malgré une évolution toujours positive du marché du travail et des salaires (le taux de chômage a reculé à 8,1 % en septembre 2018 contre 8,9 % 12 mois plus tôt), l'inflation sous-jacente n'a pas progressé de manière convaincante au-dessus du seuil de 1 %.

La morosité générale a été exacerbée par les turbulences politiques: les perspectives de renforcement des institutions européennes ont dû être revues en baisse ou retardées, d'abord en raison de retards considérables dans la formation d'un gouvernement en Allemagne (plus de cinq mois après les élections de septembre 2017) et ensuite (et surtout) après la décision du nouveau gouvernement italien d'enfreindre les règles budgétaires européennes en septembre 2018.

Dans notre scénario, la reprise cyclique se poursuivra en 2019 et 2020 à un rythme de 1,6 %, supérieur au potentiel qui est estimé à 1,3 %, mais en recul par rapport au rythme de 2018. En effet, les moteurs de la demande interne (notamment l'emploi et les salaires) restent bien orientés mais l'output gap s'est probablement refermé en 2018, ce qui devrait être suivi d'une décélération. La reprise pourra s'appuyer sur un soutien modéré des politiques budgétaires (du moins en Allemagne et, temporairement, en France, alors que l'effet des mesures prises en Italie devrait être compensé, au moins en partie, par la hausse des rendements obligataires) et sur la poursuite de la tendance haussière de l'investissement résidentiel dans la plupart des pays. Nous pensons que la pression négative sur la demande extérieure restera limitée, la croissance du PIB demeurant forte, même si elle ralentit aux États-Unis et

1/ PIB, base 100 au T1 2008



Source : Recherche Amundi

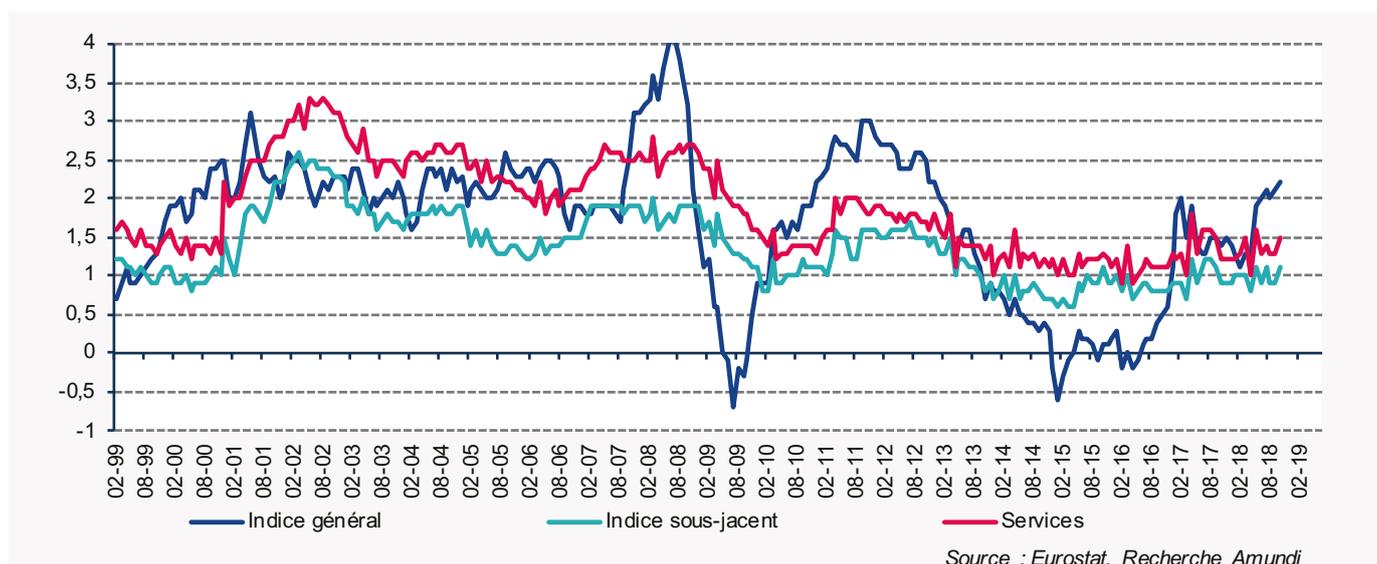
en Chine, tandis qu'elle pourrait s'améliorer sous réserve d'un accord sur le Brexit au Royaume-Uni).

Si l'inflation globale va diminuer en raison des effets de base des prix de l'énergie, l'inflation sous-jacente devrait augmenter grâce à des facteurs cycliques positifs. Toutefois, des fortes pressions désinflationnistes structurelles (principalement liées à des changements à long terme sur les marchés du travail, des produits et des services, et auxquels s'ajoute l'effet des anticipations adaptatives après de nombreuses années de faible inflation) devraient limiter la hausse à 1,3 % en glissement annuel. Cependant, après les baisses surprises répétées de l'inflation sous-jacente au cours des dernières années, sans réaction aux évolutions positives très concrètes du marché du travail, ces prévisions d'inflation doivent être prises avec beaucoup de prudence.

Les principaux risques qui pèsent sur les perspectives à court terme sont, à notre avis, externes et liés à 1) une décélération plus forte qu'anticipé de l'économie américaine, avec la dissipation de l'effet des mesures de relance budgétaire de 2018, 2) plus de pression que prévu sur la croissance chinoise en raison des tensions commerciales, 3) un nouveau cycle de tensions commerciales avec des mesures américaines ciblant directement la zone euro, et 4), une nouvelle hausse des cours du pétrole. Un Brexit sans accord serait également dommageable pour la zone euro (mais nettement moins que pour le Royaume-Uni), nous n'attribuons cependant qu'une faible probabilité (20 %) à un tel événement.

Les questions de politique intérieure perdureront et pourraient bien alimenter des tensions sur les marchés et augmenter les risques à long terme, mais il est peu probable qu'elles déclenchent un choc macroéconomique majeur (ou financier systémique) à l'horizon 2019-2020. Les deux sujets dominants pour le début de 2019, seront 1) la confrontation qui perdure entre l'Italie et les institutions européennes concernant le budget et 2) les élections européennes de mai 2019, où les partis traditionnels risquent de perdre du terrain tandis que les forces eurosceptiques/populistes vont probablement en gagner. Néanmoins, les courants eurosceptiques/populistes ne devraient pas obtenir de majorité, que ce soit au Parlement européen ou dans d'autres grands pays qui pourraient être le théâtre d'élections anticipées. En outre, d'autres forces politiques non traditionnelles (y compris les écologistes et les libéraux) progressent également, en fonction des pays. L'issue la plus probable est que les majorités et les coalitions gouvernementales deviennent plus complexes, rendant les prises de décisions

2/ Zone euro : inflation, % a/a



plus difficiles. Plutôt que de déclencher une crise majeure à court terme, cela risque de se traduire par de nouvelles occasions manquées d'utiliser la marge de manœuvre offerte par la reprise économique pour renforcer les institutions européennes. Cela pourrait ainsi, à plus long terme, ajouter à la difficulté de répondre à la prochaine crise systémique, même si actuellement le moment et le lien d'une telle crise sont difficilement identifiables.

La **dynamique des réformes structurelles, favorable à l'économie** s'est affaiblie dernièrement. Toutefois, le gouvernement français reste fermement engagé en faveur des réformes et prendra de nouvelles mesures (notamment une réforme majeure du système de retraite) en 2019-2020. Le gouvernement allemand semble moins résolu dans l'immédiat, ceci, en partie, à cause du contexte difficile de coalition (et du changement de direction à venir à la tête du CDU de M^{me} Merkel), mais aussi parce que des efforts significatifs ont déjà été faits au cours de la dernière décennie. Il est probable de voir d'importantes réformes en 2019-2020 en Espagne, où la position parlementaire du gouvernement est très faible (et où certains efforts passés pourraient être remis en cause, puisque le gouvernement pourrait avoir besoin des votes parlementaires de partis d'extrême gauche). L'actuel gouvernement populiste italien, quant à lui, a d'ores et déjà largement tourné le dos aux réformes souhaitées par les marchés.

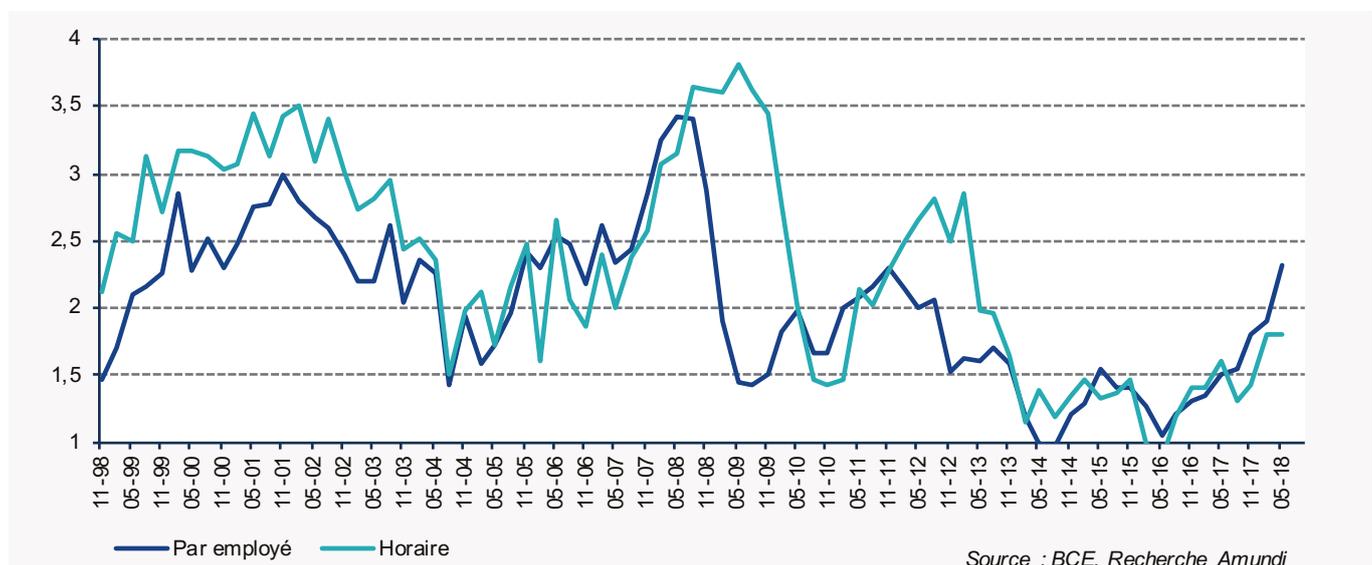
Spécificités liées aux pays :

Allemagne

La croissance économique restera forte (1,6 % en 2019 et 1,7 % en 2020), avec, comme principaux moteurs, la demande intérieure publique et privée.

- Le très faible taux de chômage (même s'il n'a plus beaucoup de marge à la baisse), les taux d'intérêt ultra-faibles, la hausse des salaires et l'orientation positive du marché du logement constituent des facteurs positifs.
- Les dépenses publiques joueront également un rôle important, car le budget allemand est significativement expansionniste (avec des dépenses axées sur l'infrastructure, le soutien aux familles et la défense).
- Toutefois, en raison de l'importance des secteurs manufacturiers et de l'export en Allemagne, les risques liés aux évolutions extérieures sont élevés. En plus de son exposition au ralentissement de la croissance chez ses

3/ Salaires, var. ann. %



principaux partenaires économiques ainsi qu'aux tensions commerciales affectant les chaînes de valeur mondiales, l'Allemagne subirait une grande partie du choc qui frapperait la zone euro si les États-Unis décidaient de mettre en œuvre des droits de douane sur les importations automobiles (menace qui a été temporairement suspendue en juillet 2018).

- L'environnement politique pourrait continuer à perdre peu à peu en stabilité, en raison de la diminution de l'appui dont disposent les deux principaux partis traditionnels et des gains réalisés par d'autres (notamment l'AfD et les Verts). Un changement de majorité au sein du gouvernement (si le SPD, parti partenaire junior, décidait de partir), ou la tenue d'élections anticipées, ne peuvent pas être totalement exclus dans le contexte du prochain changement à la tête de la CDU, bien que le scénario central reste celui de la stabilité. Dans tous les cas, les politiques allemandes concernant la zone euro ne devraient pas évoluer de façon significative à l'horizon 2019-2020.

France

La reprise se poursuivra (1,5 % en 2019, 1,5 % en 2020), l'accent étant mis sur les réformes de l'offre et une progressive consolidation budgétaire.

- La croissance continuera d'être soutenue par une dynamique du marché du travail modérément positive et par l'effet différé des réformes de l'offre des années passées. Toutefois, l'élimination des mécanismes de soutien budgétaire temporaires pour l'emploi et la construction résidentielle entraînera un certain ralentissement.
- En 2019, les entreprises bénéficieront de facto d'un stimulus fiscal, car les nouvelles réductions de cotisations sociales s'ajouteront (mais seulement cette année-là) au régime de crédit d'impôt préexistant avant son élimination. Pour le reste de l'économie, le plan budgétaire 2019 prévoit un léger resserrement (les réductions d'impôts supplémentaires pour les ménages et les entreprises étant plus que compensées par les réductions des dépenses publiques) en cohérence avec l'approche française de réduction progressive des déficits.
- En raison de la taille relativement faible de son secteur manufacturier, la France est moins exposée aux évolutions commerciales que l'Allemagne ou l'Italie.
- La position parlementaire du gouvernement est très solide, ce qui lui permet, malgré sa baisse de popularité, de poursuivre son programme de réformes (notamment sur les retraites et les nouveaux efforts dans le secteur des biens et services). Cependant, alors que les partis d'opposition traditionnels sont actuellement très faibles, les partis anti-système restent forts.

Espagne

La reprise restera plus forte que dans les autres grands pays de la zone euro, mais ralentira (2,3 % en 2019, 1,7 % en 2020) sous l'effet de facteurs cycliques après les gains importants des dernières années.

- L'économie bénéficie d'une dynamique solide et le cercle vertueux de l'amélioration du marché du travail et de la demande intérieure devrait perdurer.
- Un modeste resserrement budgétaire est prévu. Toutefois, ses détails (plus d'impôts et plus de dépenses) pourraient être positifs pour la croissance à court terme (si le budget est voté). L'augmentation prévue du salaire minimum pourrait également soutenir la consommation.
- En raison de la taille réduite de son secteur manufacturier et de ses marchés d'exportation, l'Espagne est moins exposée au ralentissement de la croissance aux États-Unis ou en Chine que l'Allemagne ou l'Italie.
- La situation parlementaire du gouvernement est précaire (il ne contrôle qu'une petite minorité de députés), ce qui rend le processus budgétaire très

difficile et peut mener à une impasse politique. De nouvelles élections en 2019 ne sont pas exclues, mais ne font pas partie de notre scénario central. Il est à noter que les populistes ne réalisent pas de progrès importants dans les sondages d'opinion en Espagne (c'est, au contraire, le parti socialiste au pouvoir qui a récemment gagné en popularité).

Italie

La croissance économique restera positive et supérieure au potentiel (0,9 % en 2019 et 0,9 % en 2020), avec comme principaux moteurs sous-jacents la consommation personnelle et l'investissement.

- La croissance devrait s'établir aux environs de 1% grâce à la contribution de la consommation personnelle, elle-même soutenue par une légère baisse du taux d'épargne et une légère hausse des salaires. De ce point de vue, les préoccupations relatives aux capacités inutilisées sur le marché du travail, à l'augmentation du travail temporaire et au taux de chômage des jeunes persistent.
- Des politiques d'expansion devraient être entreprises avec l'introduction d'un revenu universel pour faire face aux difficultés économiques croissantes, des réductions d'impôts pour les petites entreprises, la réduction de l'âge de la retraite et des investissements d'infrastructure. Avec un calendrier de mise en œuvre incertain, les effets pourraient être contrebalancés par une hausse des taux d'intérêt. La mise en œuvre des mesures ci-dessus pourrait favoriser la croissance économique de 1,1 % en 2019 et de 1,2 % en 2020, mais il existe un risque significatif que ces gains soient compensés négativement par les réactions du marché.
- Les investissements pourraient rester un facteur de soutien pour la demande intérieure malgré les prévisions annonçant leur ralentissement. Si les conditions d'emprunt ne se détériorent pas de manière significative, l'extension exceptionnelle des règles d'amortissement pourrait contribuer à une reprise de l'investissement dans les petites entreprises. Toutefois, les incertitudes croissantes en matière de politique tant intérieure qu'extérieure en plus des tensions commerciales mondiales pourraient peser considérablement sur les investissements et les exportations.
- Le contexte politique devrait demeurer un facteur majeur d'incertitude sur les marchés nationaux et internationaux. D'un côté, les divergences croissantes de programme politique entre les partis au pouvoir, le consensus électoral croissant pour la Ligue et les premiers signes de mécontentement dans les bases électorales des partis au pouvoir (en particulier pour le Mouvement 5 Étoiles) pourraient causer de nouvelles évolutions politiques. D'autre part, les tensions avec la Commission européenne et le rejet du plan budgétaire exposent l'Italie à des scénarios inconnus, alimentant les incertitudes et le risque.
- À octobre 2018, les demandes de prêts sont restées constantes, avec une variation de +1,9 % en glissement annuel en raison de la stabilité de la demande pour les investissements fixes. Toutefois, selon les derniers chiffres publiés par la Banque d'Italie et l'Association bancaire italienne, une légère détérioration des conditions de crédit est apparue dans certains secteurs d'activité spécifiques. De plus, en octobre, les taux d'intérêt des ménages et des entreprises ont enregistré la plus forte hausse mensuelle de 2018. En dépit de la situation actuelle globalement positive, un durcissement prolongé des conditions financières pourrait avoir de graves répercussions sur le comportement des banques en matière d'offre de crédits, et donc sur la confiance des entreprises et l'économie réelle, en raison de la forte dépendance des PME à l'égard des financements bancaires, ce qui accroît le risque baissier. Ainsi, si une telle tendance persistait, l'impact positif des mesures de relance budgétaire pourrait être, au moins en partie effacé.

Évaluation de l'équivalence ricardienne en Italie

Objectifs de l'analyse

- Évaluer la relation entre l'épargne et la consommation privée, d'une part et les dépenses et la dette publiques, d'autre part.
- Vérifier à quel point les différents niveaux d'endettement/PIB influent sur le comportement des ménages

L'équivalence ricardienne

Selon l'équivalence ricardienne, sur une base théorique, les augmentations d'impôts ou de dette publique pour financer la dépense publique n'ont pas d'effet tangible sur les décisions de consommation privée.

En d'autres termes, dans un « monde ricardien », lorsque les dépenses publiques augmentent, les ménages auraient tendance à épargner davantage, laissant la consommation inchangée. Si tel était le cas, la stratégie financière du gouvernement pourrait s'avérer contre-productive.

Principales conclusions

À l'aide d'un modèle économétrique simple, nous avons cherché à déterminer s'il existait une relation entre la consommation privée et l'évolution de la dette publique, sans trouver de preuve d'équivalence ricardienne. Historiquement, les Italiens ont toujours été caractérisés par un taux d'épargne élevé et une croissance régulière de leur revenu disponible.

La consommation a augmenté de façon remarquable au cours des trois dernières décennies, à un rythme beaucoup plus rapide que le revenu disponible. En effet, la consommation est financée de façon croissante par l'épargne et le patrimoine financier existant plutôt que par le revenu disponible, dont la contribution a fortement diminué. Cette tendance s'observe depuis l'entrée de l'Italie dans l'union monétaire, qui a déclenché un glissement lent, mais constant de l'épargne vers la consommation.

Comme indiqué plus haut, la consommation a tendance à ralentir à mesure que la dette publique augmente. De plus, en parallèle, l'épargne confirme sa tendance baissière. En résumé, ces résultats suggèrent que les Italiens ont tendance à ne pas se comporter en Ricardiens puisque :

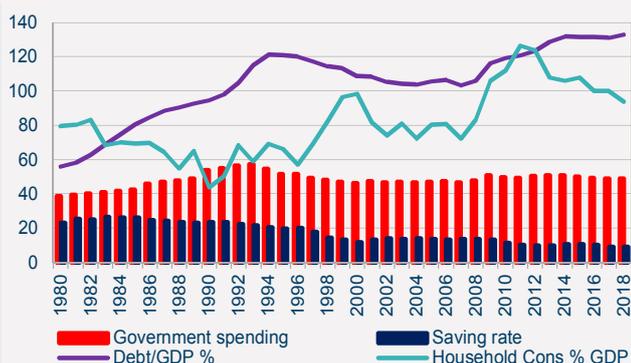
- l'épargne baisse au fur et à mesure que la dette augmente
- la tendance de la consommation évolue en sens inverse par rapport à la dette publique

Il se peut, cependant, que cette conclusion soit quelque peu « forcée » en raison d'éléments spécifiques caractéristiques de l'évolution du système économique italien. Ainsi, il est important de prendre en compte les dynamiques sociales spécifiques lors de l'évaluation des tendances de consommation.

Le recours croissant à des contrats de travail à durée déterminée au cours de la dernière décennie, conjugué à l'allongement de la durée de ces contrats, a clairement entraîné une nouvelle baisse de l'épargne et une dépendance accrue vis-à-vis du patrimoine existant pour financer la consommation.

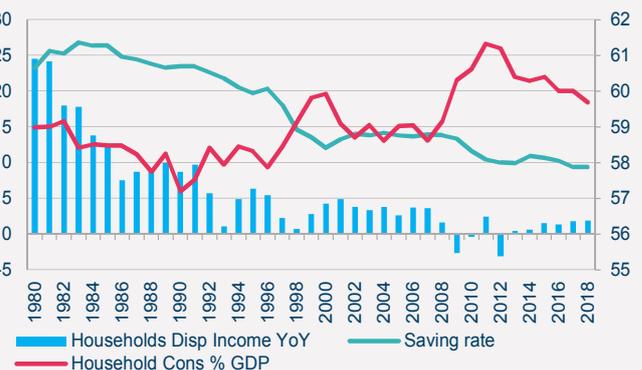
Par ailleurs, la relation entre la dette publique et la consommation n'est probablement pas linéaire. C'est-à-dire qu'en deçà d'un certain seuil, le patrimoine disponible serait probablement perçu comme insuffisant par les ménages, en particulier si la croissance du PIB ralentit alors que les rendements obligataires augmentent en même temps. Dans ce contexte, les ménages auraient probablement tendance à vouloir épargner davantage, et non moins (en s'attendant à une hausse future des impôts ou à une restructuration de la dette). Toutefois, nous pensons que l'« effet ricardien » est une menace à moyen et long terme plutôt qu'une préoccupation à court terme, qui pourrait se concrétiser beaucoup plus tard si les réformes structurelles nécessaires pour accroître la croissance potentielle en Italie ne se confirment pas.

1/Relation entre la consommation des ménages et les finances publiques



Source: Amundi Research, Bank of Italy, ISTAT

2/Financement de la consommation des ménages



Source: Amundi Research, Bank of Italy, ISTAT

UEM : prévisions macroéconomiques								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB et composantes	% ga (Moyenne annuelle)							
PIB	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,6	1,6
Consommation privée	-0,6	0,9	1,8	1,9	1,7	1,4	1,5	1,6
Dépenses publiques	0,4	0,7	1,3	1,8	1,2	1,9	1,9	1,9
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	-2,3	1,7	4,6	4,0	2,9	2,9	2,0	1,8
Demande intérieure totale	-0,8	1,5	2,5	2,6	1,9	1,5	1,4	1,8
Consommation totale+Investissement privé+stocks								
Demande intérieure finale	-1,0	1,1	2,5	2,4	2,1	1,8	1,7	1,7
Consommation totale+Investissement privé								
Exportations	2,2	4,7	6,3	3,0	5,4	3,2	4,4	3,8
Importations	1,6	4,8	7,4	4,2	4,0	2,7	4,6	4,4
Contributions au PIB								
Exportations nettes	0,3	0,1	-0,2	-0,4	0,8	0,4	0,1	-0,1
Variations des stocks	0,2	0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,1
Tendances économiques (ga)	% ga (Moyenne annuelle)							
Production industrielle	-0,9	1,1	2,5	1,7	2,9	1,9	1,6	1,4
Salaires	1,0	1,4	1,6	1,3	1,9	2,3	2,5	2,5
Coût unitaire du travail	1,1	0,6	0,4	0,7	0,7	1,1	1,3	1,6
Indice des prix de production	-0,1	-1,5	-2,6	-2,1	3,0	3,2	2,1	1,6
Indice des prix à la consommation	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,8	1,9	2,0
Inflation sous-jacente	1,1	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,3	1,7
Taux de chômage	12,0	11,6	10,9	10,0	9,1	8,2	7,9	7,6

Source : Datastream, Recherche Amundi

Allemagne : prévisions macroéconomiques							
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PIB et composantes	% ga						
PIB	2,2	1,5	2,2	2,5	1,7	1,6	1,7
Consommation privée	1,1	1,6	1,9	2,0	1,3	1,6	1,7
Dépenses publiques	1,6	2,9	4,0	1,6	1,1	1,7	1,2
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	5,8	3,2	2,1	4,6	4,6	2,8	2,6
Exportations	4,6	4,7	2,1	5,3	3,0	4,6	5,3
Importations	3,6	5,2	4,0	5,3	3,9	4,5	5,2
Contributions au PIB	(% pts)						
Exportations nettes	0,7	0,2	-0,6	0,3	-0,1	0,4	0,4
Variations des stocks	0,0	-0,1	0,5	0,0	0,0	-0,3	-0,4
Inflation et emploi							
Indice des prix à la consommation	0,9	0,2	0,5	1,7	1,9	1,7	1,6
Taux de chômage	6,7	6,4	6,1	5,7	5,2	4,9	4,5

Source : Datastream, Recherche Amundi

France : prévisions macroéconomiques							
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PIB et composantes	% ga						
PIB	1,0	1,0	1,1	2,3	1,6	1,5	1,5
Consommation privée	0,8	1,4	1,9	1,2	1,1	1,8	1,7
Dépenses publiques	1,5	1,3	1,0	1,4	1,4	0,9	1,3
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	-0,7	0,0	0,9	2,7	4,7	3,1	2,9
Exportations	3,4	4,4	1,5	4,7	3,1	3,6	3,7
Importations	4,9	5,7	3,1	4,1	1,9	3,9	4,0
Contributions au PIB	(% pts)						
Exportations nettes	-0,5	-0,4	-0,5	0,1	0,3	-0,2	-0,2
Variations des stocks	0,7	0,3	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Inflation et emploi							
Indice des prix à la consommation	0,6	0,1	0,3	1,2	2,1	1,6	1,5
Taux de chômage	10,3	10,4	10,1	9,4	9,2	9,2	9,0

Source : Datastream, Recherche Amundi

Italie : prévisions macroéconomiques							
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PIB et composantes	% ga						
PIB	0,2	0,8	1,3	1,6	1,0	0,9	0,9
Consommation privée	0,2	1,9	1,3	1,5	0,8	0,9	1,1
Dépenses publiques	-0,7	-0,6	0,3	-0,1	0,1	1,1	0,8
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	-2,2	1,9	3,7	4,4	4,6	2,8	1,6
Exportations	2,4	4,1	2,3	6,3	0,3-	2,4	2,3
Importations	3,0	6,7	3,9	5,6	1,5	3,0	3,5
Contributions au PIB	(% pts)						
Exportations nettes	-0,1	-0,6	-0,4	0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Variations des stocks	0,7	0,0	0,2	-0,3	0,0	-0,2	0,0
Inflation et emploi							
Indice des prix à la consommation	0,2	-0,2	-0,1	1,2	1,2	1,5	1,7
Taux de chômage	12,7	11,9	11,7	11,3	10,3	9,5	9,3

Source : Datastream, Recherche Amundi

Espagne : prévisions macroéconomiques							
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PIB et composantes	% ga						
PIB	1,4	3,4	3,3	3,1	2,7	2,3	1,7
Consommation privée	1,5	3,0	2,9	2,4	2,3	1,9	1,0
Dépenses publiques	-0,3	2,1	0,8	1,6	2,0	1,7	1,6
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	4,7	6,5	3,3	5,0	4,3	2,9	1,3
Exportations	4,3	4,2	4,8	5,0	2,4	2,8	2,9
Importations	6,6	5,9	2,7	4,7	2,6	3,2	1,1
Contributions au PIB	(% pts)						
Exportations nettes	-0,5	-0,4	0,8	0,3	0,0	0,0	0,7
Variations des stocks	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
Inflation et emploi							
Indice des prix à la consommation	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,5	1,5	2,3
Taux de chômage	24,4	22,1	19,6	17,2	15,5	14,4	13,8

Source : Datastream, Recherche Amundi

Royaume-Uni

Tout est une question de politique!

PERRIER TRISTAN
Économiste Sénior

L'incertitude liée au Brexit et l'inflation causée par la dépréciation de la livre pèsent sur la confiance, les dégâts sont moins importants que ce qui était craint au lendemain du référendum de juin 2016. La croissance du PIB britannique a été de 3,8 % depuis juin 2016, soit juste un peu moins que les 4,9 % de la zone euro.

Mais comme le potentiel de croissance s'est réduit simultanément, l'*output gap* négatif s'est quand même résorbé: en effet, les flux migratoires nets depuis l'UE ont brutalement diminué depuis la mi-2016, entraînant un ralentissement de la croissance de la population active et de l'emploi. L'économie britannique devrait légèrement se redresser en 2019 et en 2020, à condition qu'un accord soit trouvé sur le Brexit. Le marché du travail est solide et la croissance des salaires réels, à nouveau positive après une période d'inflation élevée, devrait soutenir la consommation. En revanche, le cycle de la croissance est très mature, ce qui plaide pour un resserrement graduel de la politique monétaire de la BoE et limite donc les perspectives de réaccélération. Nos prévisions de PIB au Royaume-Uni s'établissent à +1,5 % pour 2019 et +1,6 % pour 2020 (en ligne avec une croissance potentielle de 1,5 % environ). À plus long terme, nous estimons que l'accès réduit au marché européen va légèrement peser sur le potentiel. En l'absence d'accord sur le Brexit, les conséquences seraient douloureuses pour l'économie britannique en 2019 et l'ampleur des dégâts serait conditionnée par les mesures d'atténuation qui pourraient être négociées, et qui sont difficiles à prévoir à ce stade.*

* Se référer à l'*Investment talk*: « Brexit where do we stand and what should investors expect? » publié le 26 novembre 2018.

Royaume-Uni : prévisions macroéconomiques

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PIB et composantes	% ga						
PIB	2,9	2,3	1,8	1,7	1,3	1,5	1,6
Consommation privée	2,0	2,6	3,1	1,8	1,3	1,3	1,4
Dépenses publiques	2,2	1,4	0,8	-0,1	0,6	0,3	0,5
Formation brute de capital fixe (ou investissement privé)	0,9	0,7	0,7	0,3	1,7	1,6	1,4
Exportations	2,3	4,4	1,0	5,7	0,7	1,5	2,4
Importations	3,8	5,5	3,3	3,2	0,2	1,6	2,2
Contributions au PIB	(% pts)						
Exportations nettes	-0,4	-0,3	-0,7	0,7	0,2	0,0	0,0
Variations des stocks	0,7	-0,3	0,0	-0,6	0,1	0,5	0,2
Inflation et emploi							
Indice des prix à la consommation	1,5	0,0	0,7	2,7	2,3	2,3	2,4
Taux de chômage	6,1	5,3	4,9	4,4	4,2	4,4	4,4

Source: Datastream, Recherche Amundi

Japan

Japon : croissance proche du potentiel

YOSHINO AKIO
Économiste Sénior

Introduction

En dépit de la performance du Nikkei qui a atteint son plus haut niveau en 27 ans, cette année laisser un goût amer en raison des multiples tremblements de terre, des typhons et de la moindre frénésie d'achat des Chinois. L'économie s'est contractée au premier trimestre et il est fort probable qu'elle se soit contractée à nouveau au troisième trimestre. Par conséquent, la croissance annuelle devrait être en 2018 au plus bas depuis 2014, année où la hausse de la TVA avait fortement pesé sur la consommation des ménages.

La faiblesse de l'économie se poursuivra-t-elle en 2019 ? Voici quelques raisons qui devraient permettre d'éviter une stagnation persistante.

La demande devrait atténuer l'impact négatif du protectionnisme

Premièrement, on peut raisonnablement s'attendre à un rebond important en réaction à la faiblesse du milieu de l'année. Le gouvernement a rapidement mis en place des plans d'urgence. La Diète a approuvé le 7 novembre un premier budget supplémentaire pour l'exercice 2018 s'élevant à 0,17 % du PIB nominal. Cette première tranche d'aide est principalement destinée aux premiers dispositifs d'urgence dans les zones touchées par la catastrophe. Une seconde tranche devrait suivre sous peu pour la modernisation des infrastructures et le renforcement de leur capacité de résistance aux catastrophes naturelles. Dans le secteur privé, les producteurs et les détaillants remettront leurs entreprises sur pieds et tenteront de rattraper leurs pertes.

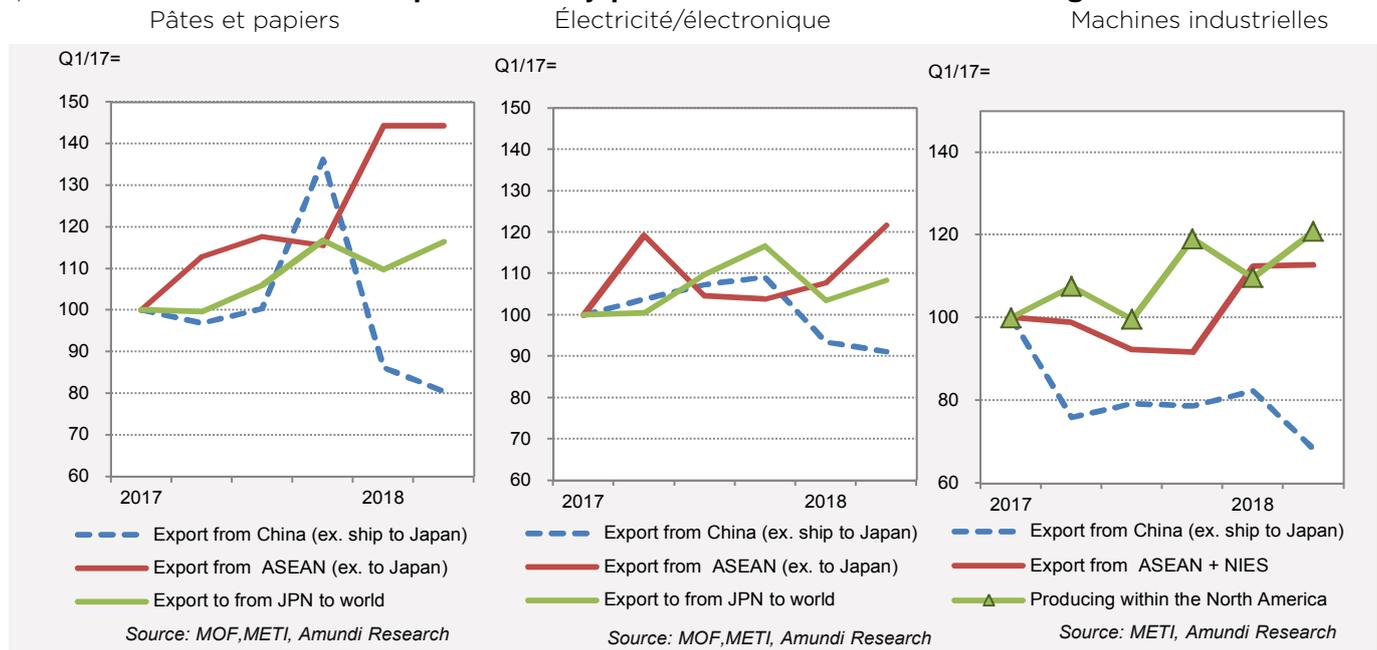
Deuxièmement, la dynamique des investissements des entreprises n'a pas été affaiblie, et ce, même dans un contexte d'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Les entreprises japonaises prévoient d'accroître leurs dépenses d'investissement en 2018 au rythme le plus élevé depuis 2007. Leur implémentation devrait déborder sur 2019. Les industriels modernisent leurs usines et/ou augmentent leurs capacités de production. Ils ont réduit la capacité de production nationale de 7 % au cours de la dernière décennie. L'accroissement des capacités est indispensable, car le taux d'utilisation des capacités a dépassé le seuil critique de 80 % depuis le deuxième trimestre de 2017.

Les États-Unis et la Chine se disputent, tandis que le Japon tire son épingle du jeu

Troisièmement, le Japon semble relativement insensible aux différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine. Ainsi, les exportations vers les États-Unis comme celles vers la Chine n'ont quasiment pas été impactées et représentent 2,8 % du PIB. Cela signifie que le ralentissement de l'économie chinoise sous l'effet des sanctions, sera, pour l'essentiel, contrebalancé par la relative prospérité de l'économie américaine.

Les fabricants relancent la production nationale, car la production chinoise risque d'être soumise à des prélèvements plus élevés imposés par les États-Unis, sans parler de l'augmentation continue des coûts de main-d'œuvre. Certaines chaînes de montage en Chine sont remplacées par celles d'autres pays d'Asie du Sud-Est. Mais d'autres choisissent le renforcement de leur production nationale et expédient directement vers les États-Unis. Certains fabricants américains ont ainsi décidé d'opter pour des produits fabriqués au Japon plutôt que leurs équivalents chinois. En attendant, les entreprises non manufacturières accumulent les investissements en logiciels afin de faire face aux pénuries de main-d'œuvre et à la hausse prochaine de la TVA. La substitution de la main-d'œuvre est essentielle pour les petites et moyennes entreprises après la hausse, de niveau historique, des salaires minimums en octobre.

1/ Évolution des activités des producteurs japonais et de leurs filiales à l'étranger



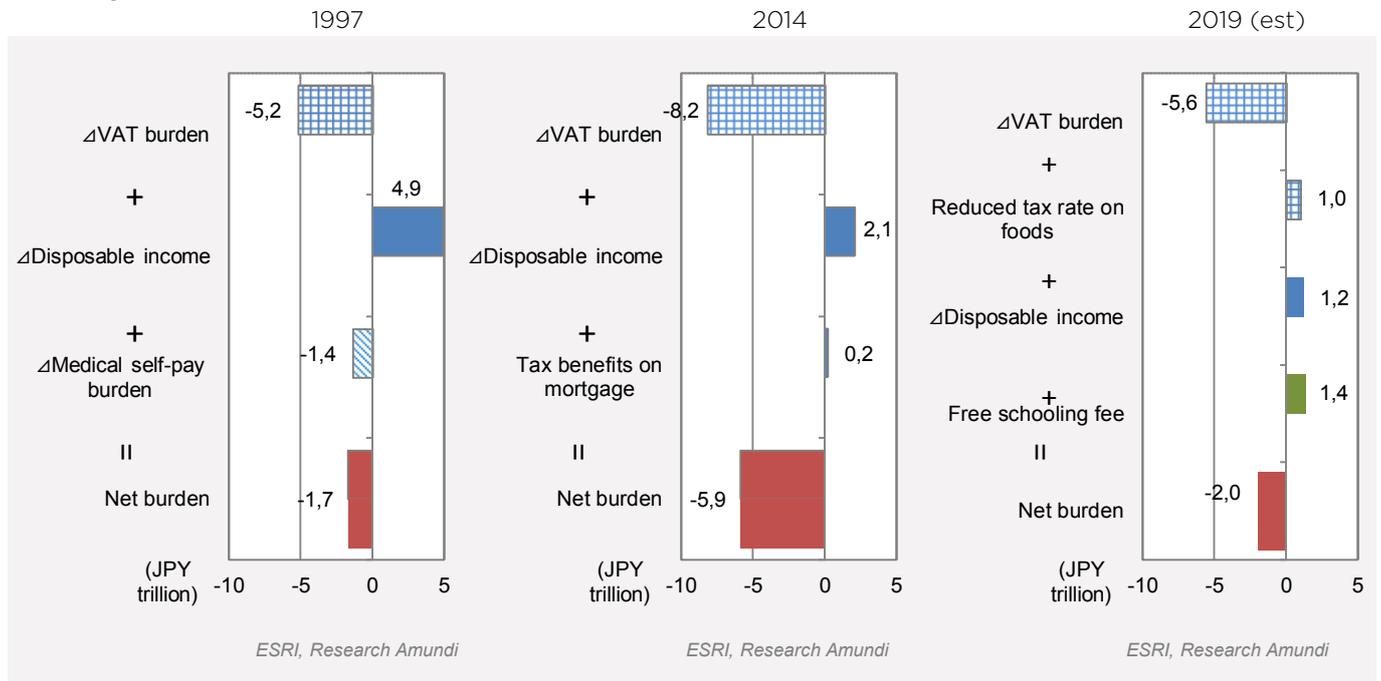
Quatrièmement, de grandes sociétés de communication mobile ont annoncé qu'elles abaisseraient leurs tarifications mensuelles de 20 à 40 % au cours du second semestre de 2019. Ce rabais sera partiellement compensé par une augmentation du prix des nouveaux appareils. Néanmoins, nous anticipons une diminution du coût des communications mobiles de plus de 10 % réduira d'environ 0,2 % le taux d'inflation, ce qui devrait permettre aux ménages de dépenser davantage dans d'autres domaines.

Le Premier ministre Abe passera le deuxième test sans encombre

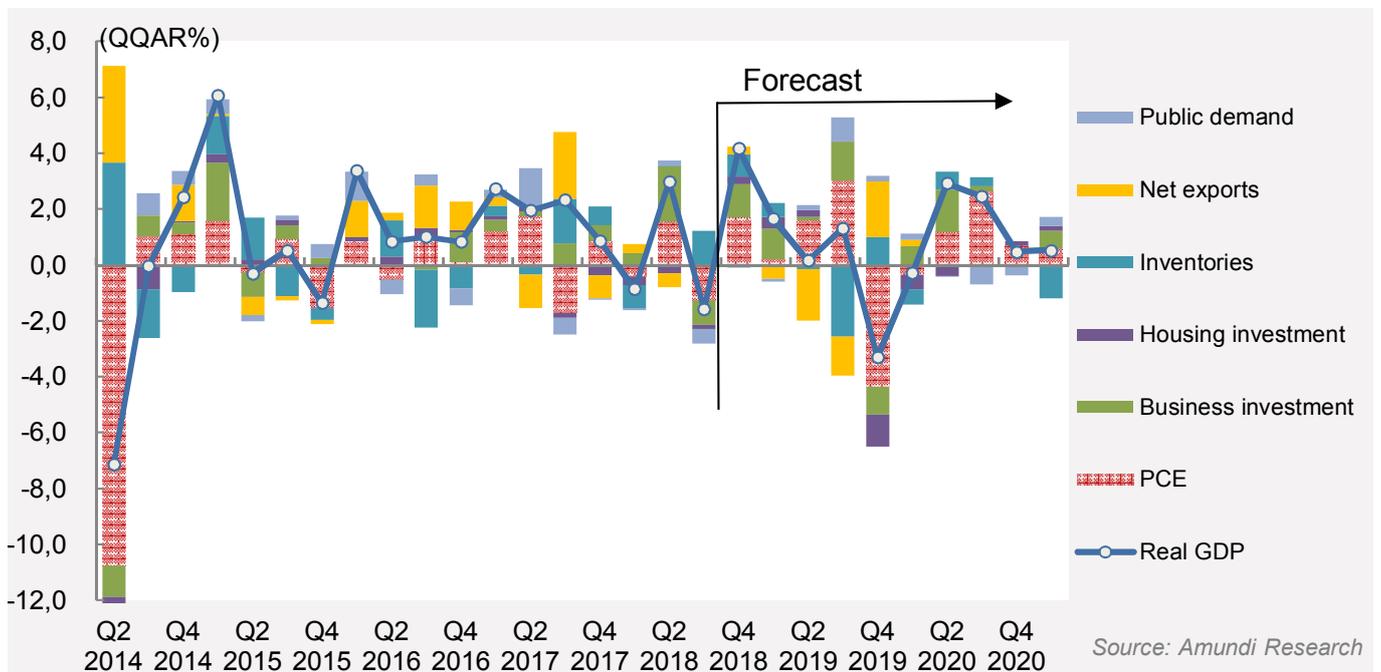
Le gouvernement devrait augmenter le taux de TVA de 8 % à 10 % en octobre prochain. Nombreux sont les investisseurs qui se souviendront des désordres de 2014, lorsque l'administration Abe a augmenté ce taux pour la dernière fois. La stagnation qui en résulte est inévitable. Cependant, nous croyons que les conséquences seront moins importantes que dans les deux derniers cas (1997 et 2014). Le gouvernement introduira des taux d'imposition réduits sur les produits de première nécessité. Les frais de scolarité des écoles maternelles et des établissements d'enseignement secondaire publics seront également exonérés. Ainsi la charge nette de l'augmentation de la TVA devrait représenter un tiers de ce qu'elle a été en 2014. De plus, les entreprises seront en pleine phase de préparation des Jeux olympiques de 2020. Les promoteurs immobiliers vont construire des hôtels et des restaurants tandis que les services de transport vont augmenter leur capacité.

Nous tablons donc sur un rétablissement économique d'ici le deuxième trimestre de 2020. Après l'amortissement des fluctuations résultant de l'augmentation de la fiscalité, l'économie japonaise devrait renouer avec son potentiel de croissance de 0,9 % d'ici 2020. En 2020, la demande latente en lien avec les Jeux Olympiques et Paralympiques de Tokyo devrait complètement éclipser l'impact négatif de la hausse de la TVA.

2/ Comparaison de l'effet net des hausses des taxes à la consommation



3/ Contribution à la croissance du PIB réel



La banque centrale nippone ne peut s'écarter de sa position actuelle

L'état de l'économie ainsi que les événements critiques de 2019 risquent de faire obstacle à toute action de la Banque du Japon. La faiblesse de l'inflation conjuguée à l'effet psychologique des tensions commerciales devrait inciter la Banque du Japon à s'en tenir à la politique actuelle.

Rappelons que la réduction considérable des tarifs des télécommunications empêchera la Banque du Japon d'atteindre son objectif d'inflation de 2 %. Par ailleurs, avec l'implémentation d'un Accord de Partenariat Économique avec l'UE et d'un Partenariat Économique Transpacifique, le prix des vins et fromages importés (et de certains autres produits) sera progressivement réduit dès la mi-2019. Le gouvernement mettra également en place la gratuité des écoles maternelles et de l'enseignement secondaire public à partir d'octobre 2019. Ceci pourrait réduire l'inflation à hauteur de 0,3 % à 0,5 %.

La banque centrale pourrait chercher à contrôler la situation en ajustant la courbe des taux début 2019. Cependant, des événements importants vont compromettre les tentatives de politique neutre de la banque: élections régionales en avril, arrivée au pouvoir du nouvel empereur en mai, élections à la Chambre haute en juillet et une hausse de la TVA en octobre.

Ce que la Banque du Japon peut faire serait de permettre une hausse de 0,25 % du rendement à 10 ans des JGB, mais sans modifier son objectif à long terme à zéro pour cent. Il est très peu probable que l'autorité monétaire atteigne son objectif à court terme, qui est actuellement négatif à -0,1 %, en raison des craintes liées à l'appréciation du yen.

Marchés émergents

Double choc sur les perspectives des pays émergents

BERARDI Alessia
Responsable Adjoint de la
Recherche Macroéconomique

HERVÉ KARINE
Économiste Sénior

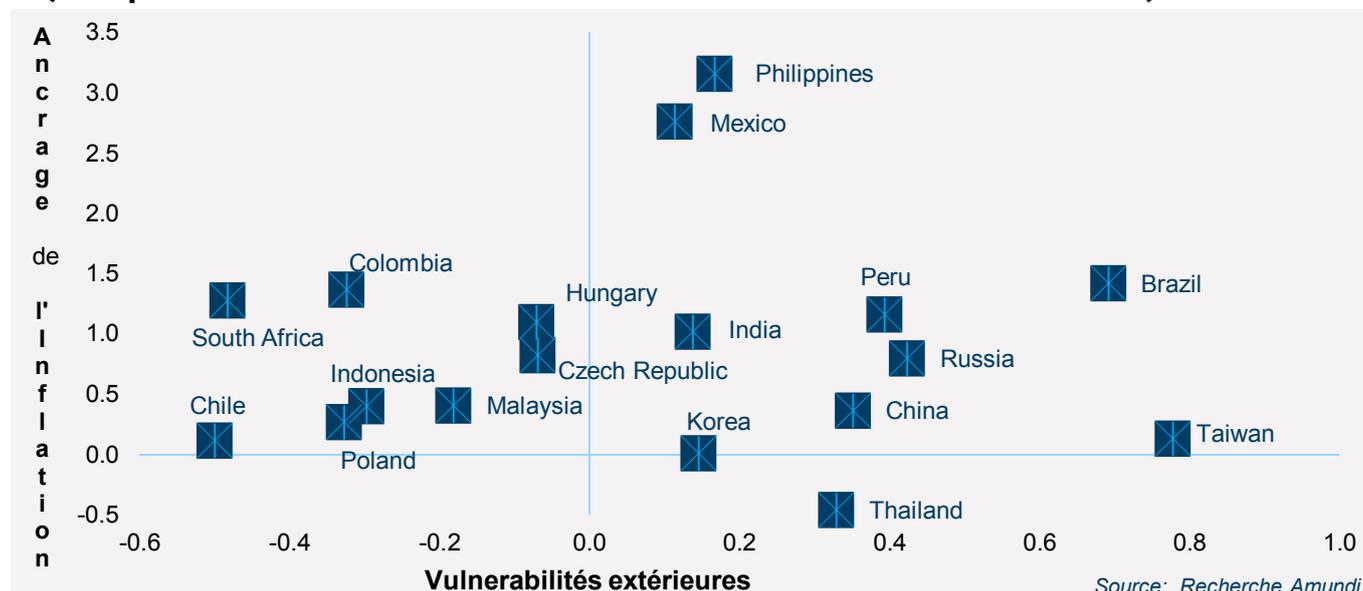
VARTANESYAN SOSI
Économiste Sénior

Depuis le milieu de l'année 2018, nous avons observé plus de faiblesses que prévu dans l'univers des émergents. Ceci a conduit le différentiel de croissance entre émergents et pays développés à se tourner résolument en faveur des pays développés, grâce à un cycle solide prolongé aux États-Unis.

La prime de différentiel de croissance devrait se retourner en faveur des pays émergents au second semestre 2019, en raison du ralentissement attendu du cycle économique américain (voir la section consacrée aux perspectives américaines) et de la légère reprise dans l'univers des émergents. En termes relatifs, la performance économique de la zone émergente en 2018 a été principalement tirée par la demande intérieure (consommations des ménages et investissements) plus que par la demande extérieure, et cette même combinaison de facteurs devrait se maintenir à moins d'une perturbation majeure des économies américaine et chinoise due à une politique commerciale insensée. Nous prévoyons en début 2019 une certaine stabilisation/décélération des investissements fixes. Les dépenses d'investissement dans les pays émergents sont toujours liées au cycle global (commerce mondial) plus qu'au cycle domestique.

En effet, **la stabilisation résultera de l'accroissement des tensions commerciales (déjà mises en œuvre ou prévues) qui ont un impact sur la confiance des entreprises et les investissements (notamment dans les pays d'Asie du Nord qui sont fortement intégrés dans la chaîne logistique de la Chine). Néanmoins, les projets d'investissement domestiques comme ceux visant à combler les lacunes en matière d'infrastructures, dont certains ont déjà été initiés en 2018, se poursuivront en 2019 (notamment en Indonésie et aux Philippines).** Une inflation globalement favorable dans des économies plus proches de leur potentiel et réduisant leurs capacités inutilisées sur le marché du travail devrait soutenir les dépenses des ménages.

1/ Capacité de la politique monétaire (Perspectives d'inflation vs cibles des BC et vulnérabilité extérieure)



Matières premières

En ce qui concerne les performances économiques relatives des pays, nous maintenons notre préférence pour les exportateurs de matières premières plutôt que pour les importateurs, avec un biais particulier en faveur des exportateurs de métaux plutôt que de pétrole. Nous nous attendons à ce que le prix du pétrole soit relativement élevé, mais qu'il converge vers des niveaux plus bas entre 70 et 80 dollars/baril en 2019 après les pics actuels causés non seulement par les ajustements de la dynamique de l'offre et de la demande (l'Iran a réduit ses exportations tandis que la production OPEP et hors OPEP a augmenté), mais aussi par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Les dérogations aux sanctions iraniennes, récemment introduites, ont déjà fait converger les cours du pétrole à des niveaux plus proches de notre juste valeur. Dans l'univers plus large des matières premières, toute poursuite de l'escalade des mesures protectionnistes contre les exportateurs de matières premières ainsi que toute forme de soutien à l'économie chinoise devraient soutenir les cours des matières premières hors énergie.

Commerce

En ce qui concerne la contribution de la demande extérieure à la croissance des marchés émergents, 2018 a marqué un tournant dans le processus de mondialisation à travers le monde. Dans de nombreux pays, des gouvernements populistes et plus nationalistes œuvrent pour une diminution du multilatéralisme. Le futur du commerce mondial est incertain. D'un côté, il existe encore des axes d'amélioration pour tenter de maintenir une forme de coopération mondiale : la modernisation et l'implication de l'OMC dans certains domaines deviennent plus pertinentes qu'elles ne l'étaient dans le passé (notamment dans les services) de même que la conclusion d'accords régionaux nouveaux ou en cours d'élaboration, afin de redéfinir un multilatéralisme plus adapté. Mais d'autre part, le souhait des pays de défendre leurs propres cycles économiques face à la récente vague de protectionnisme et la volatilité sur le marché des changes incite à des représailles unilatérales qui pourraient aboutir à une situation plus désordonnée à l'avenir (notamment les augmentations de droits d'importation en Inde et en Indonésie).

L'évolution des mesures liées au commerce entre les États-Unis et la Chine demeure très incertaine. Nous croyons qu'une escalade vers un conflit généralisé est possible, mais ce n'est pas encore notre scénario de base. La probabilité d'une poursuite des pourparlers et d'une solution positive existe et s'est récemment accrue, les deux parties signalant leur volonté de revenir à la table des négociations. Concernant les 250 milliards de dollars en droits de douane, la croissance de la Chine devrait se maintenir grâce à l'actuelle combinaison de mesures relatives à la politique monétaire, budgétaire et du RMB. Si les 267 milliards de dollars de droits supplémentaires sont mis en œuvre, la Chine devra recourir aux mêmes contre-mesures, avec notamment 1) de nouvelles réductions du ratio de réserves obligatoires (RRR) et peut-être même des taux bancaires de référence; 2) une mobilisation plus importante des mesures budgétaires; 3) une possible dépréciation du RMB pour compenser en partie des dommages potentiels. En outre, des effets de contagion négatifs pourraient apparaître suite aux modifications de la chaîne d'approvisionnement chinoise, qui est profondément intégrée avec d'autres pays de la région. Alors que nous nous attendons à ce que la Chine fasse plus d'efforts pour s'orienter vers les sections moyenne et haut de gamme de la chaîne de production, le déplacement des productions d'entrée de gamme et d'une partie de celles de milieu de gamme vers d'autres pays émergents pourrait s'accélérer. Des pourparlers stratégiques sont déjà en cours dans certains pays de la région, comme l'Indonésie, au sujet d'une éventuelle délocalisation de la production dans des secteurs tels que celui du mobilier.

Inflation

Dans l'ensemble, l'inflation devrait s'accélérer modestement. La pression de la demande restera faible en raison d'un certain ralentissement de l'économie et de

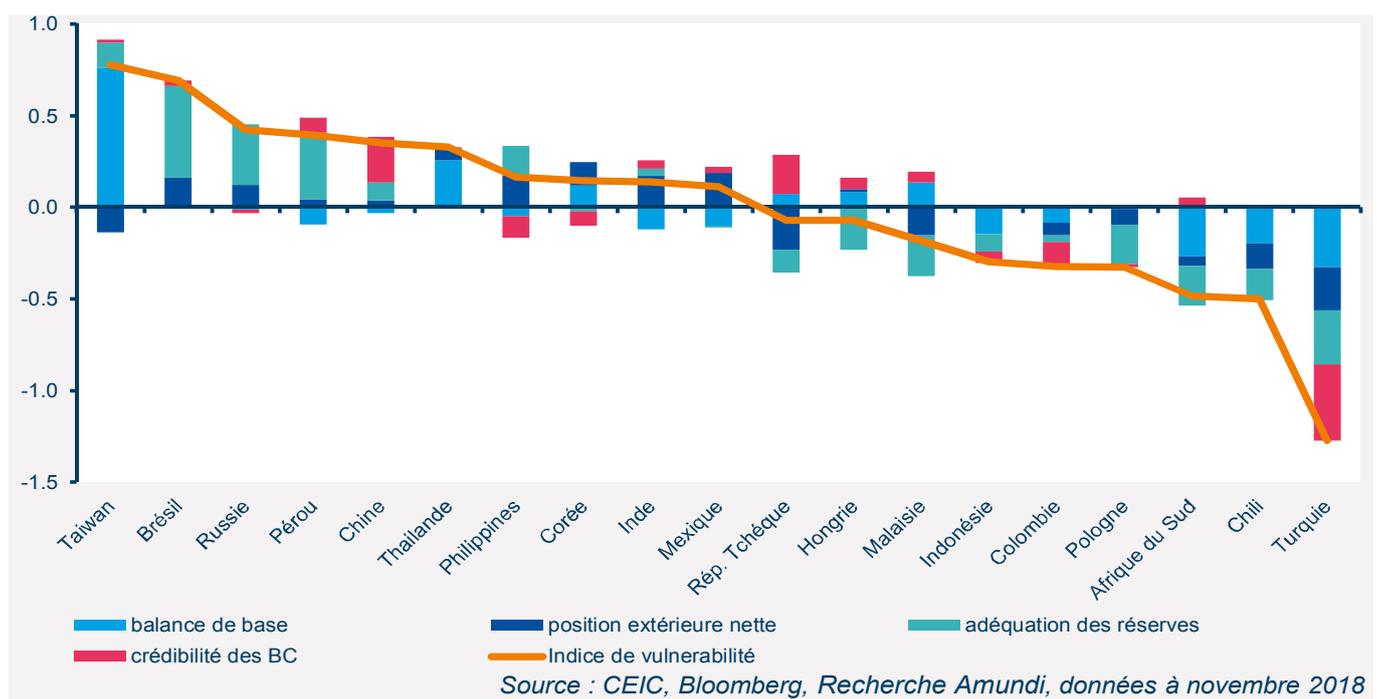
la réduction/disparition des écarts de production dans de nombreux pays émergents. Bien que la dynamique de l'inflation reste contenue, le niveau de dispersion entre les différents pays reste élevé et dépend de nombreux facteurs domestiques, le niveau d'avancement de leur cycle économique n'étant pas des moindres. Dans la zone émergente, les paniers d'observation de l'inflation sont constitués pour l'essentiel de biens de consommation et les prix des biens échangeables sont dans de nombreux cas responsables des pics d'inflation. Toutefois, le degré de transmission des variations des taux de change s'est globalement atténué ces dernières années grâce à un ancrage plus efficace des anticipations d'inflation par les autorités de politique monétaire. Au sein de l'univers couvert, la Turquie est de loin le pays dont le niveau de transmission est le plus élevé et le plus rapide, mais l'ancrage des anticipations d'inflation reste un chantier en cours pour de nombreux pays émergents.

Les politiques monétaires à la rescousse ?

Au cours de l'année 2018, un changement de perspective net s'est opéré pour les banques centrales des pays émergents : l'attention s'est déplacée des considérations nationales qui dominaient en début d'année, vers des facteurs plus globaux/extérieurs orientant la politique monétaire depuis avril 2018 lorsque le dollar s'est renforcé de manière plus significative.

Pour 2019, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive tant que la Fed continue son cycle de resserrement monétaire. Toutefois, la détérioration du contexte macroéconomique (essentiellement d'origine extérieure) commencera bientôt à peser davantage sur les décisions de politique monétaire des pays émergents, conditionnant leur future trajectoire monétaire lorsque possible. Nous considérons les pays ayant la capacité de soutenir leur économie avec leur politique monétaire comme étant les moins vulnérables aux facteurs extérieurs (plus sûrs dans un contexte de durcissement de la politique monétaire américaine), et des prévisions d'inflation plus ancrées (perspectives d'inflation plus stables dans la fourchette cible des banques centrales). Cela étant dit, la flexibilité des taux de changes doit être garantie et l'impact de la volatilité des devises strictement surveillé, le taux de change restant l'ultime amortisseur de chocs ; les interventions sur le marché des changes ne devraient être permises que dans des contextes de taux de changes très désordonnés et hautement volatiles.

2/ Vulnérabilités extérieures des émergents



En ce qui concerne le deuxième niveau de protection, les différents gouvernements devraient faire des progrès pour constituer des réserves budgétaires grâce à des trajectoires de dette soutenables, des objectifs budgétaires prudents et crédibles, des assiettes fiscales plus élevées, des politiques de subventions mieux ciblées (le cas échéant) et des règles budgétaires transparentes. Nous ne pensons pas que l'objectif budgétaire de l'Argentine, tel que proposé dans le plan révisé du FMI, soit crédible ou financièrement réalisable. À un moment donné, il faudra le renégocier. Les réserves budgétaires permettront aux marchés émergents de mieux faire face aux temps difficiles à venir ;

2/Marge de manœuvre des émergents (portée des politiques monétaires et budgétaires)

		Capacité de la politique budgétaire		
		Basse	Moyenne	Haute
Capacité de la politique monétaire	Basse	Pologne Turquie	Philippines, Afrique du Sud	Mexique, Colombie, Indonésie
	Moyenne	Brésil, Hongrie, Inde		Chili, République Tchèque, Malaisie, Pérou, Russie
	Haute		Chine, Corée du Sud	Thaïlande

3/Élections dans les pays émergents en 2019

Pays	Date	Évènement
Nigeria	16 février	Élections générales
Turquie	31 mars 2019	Élections locales
Inde	Avril-mai 2019	Élections générales
Indonésie	17 avril 2019	Élections générales
Philippines	13 mai 2019	Élections de mi-mandat, les deux chambres et les gouverneurs
Afrique du Sud	(Août) 2019	Élections générales
Argentine	27 octobre 2019	Élections générales
Pologne	Novembre 2019	Élections législatives
Roumanie	Novembre-décembre 2019	Élections présidentielles

Source : Recherche Amundi, au 15 novembre 2018.

Analyse de risques pays

ARGENTINE

Notation: B2 stab/ B stab/ B neg (Moody's/ S&P / Fitch)

Tendance de notation négative

- S & P a baissé la note à B en novembre
- Fitch a modifié la perspective de la note B en négative en novembre
- Le programme révisé du FMI permet une marge de manœuvre; cependant,
- L'économie devrait connaître une profonde récession en 2018 (-2,6 % FMI) et en 2019 (-1,6 %).
- L'inflation dépasse les 40 %
- Déficits budgétaires importants et endettement croissant du secteur public, libellé en grande partie en devises
- Déficit important du compte courant non financé par l'IED
- Besoins importants en financement externe
- Poids la dette extérieure très élevé et croissant
- Très faible liquidité extérieure et réserves insuffisantes

Principaux risques:

- Incapacité de réduire les déficits publics élevés et le risque de défaut sur la dette extérieure
- Le retour des populistes (Kirshnéristes) à la suite des élections présidentielles d'octobre 2019

BRÉSIL

Notation: Ba2 stab /BB- stab/BB- stab (Moody's/ S&P / Fitch)

Tendance de notation plutôt négative

- Note de Moody's à Ba2 depuis février 2016, perspectives stables.
- S & P a abaissé la note à BB — stable en janvier 2018
- Fitch a abaissé la note à BB — stable en février 2018
- La croissance du PIB sera d'environ 2 % en 2018-2019, en deçà de son potentiel.
- Les déficits budgétaires (total et primaire) restent assez importants mais et devraient légèrement diminuer l'année prochaine. Il n'y aura pas d'ajustement structurel sur le plan fiscal sans la réforme de la sécurité sociale. La dette publique va atteindre 90 % du PIB.
- Sur le plan extérieur, le Brésil n'est pas vulnérable: le faible déficit de la balance courante est plus que couvert par les IDE; les réserves sont saines avec un taux de couverture des importations de 25 mois environ.
- Le Brésil reste vulnérable aux sorties de capitaux en raison de l'évolution de la situation fiscale et politique.

Principaux risques:

- Mise en œuvre lente et décevante des réformes (principalement budgétaires).
- L'USD se renforce davantage.

MEXIQUE

Notation: A3 stab /BBB+ stab/BBB+ neg (Moody's/ S&P / Fitch)

Tendance de notation plutôt stable

- Moody's a augmenté les perspectives de sa notation à stable en avril 2018
- S&P a passé ses perspectives à stable en décembre 2017
- Fitch a abaissé ses perspectives à négatives en octobre 2018
- La croissance du PIB sera d'environ 2 % en 2018-2019, en deçà de son potentiel.
- Le solde primaire budgétaire reste positif, même s'il s'est détérioré par rapport à 2017. Après le sérieux effort d'assainissement budgétaire mis en place ces dernières années, le Mexique devrait assouplir sa politique budgétaire en 2019.
- Le solde de base du Mexique est légèrement positif, le déficit de son compte courant étant légèrement compensé par les IDE. Dynamique décente de la dette extérieure et taux de réserves suffisant, faible vulnérabilité extérieure.
- Le peso mexicain est l'une des devises les plus liquides parmi les émergents, ce qui rend la dynamique de l'inflation des biens échangeables très dépendante de facteurs externes. Banxico est une banque centrale très orthodoxe et elle maintiendra une position restrictive jusqu'à ce que l'inflation atteigne la cible.

Analyse de risques pays

Principaux risques :

- Les nouvelles politiques administratives inversant les efforts récents en matière de réformes et d'assainissement budgétaire.
- Approche nationaliste à l'égard de Pemex (interdiction d'entrée de capitaux privés étrangers sur des projets spécifiques).
- Fed plus restrictive que ce que le marché attend.

TURQUIE

Notation: Ba3 neg / B + u stab / BB neg (Moody's/ S&P / Fitch)

Tendance de notation plutôt négative

- En août 2018, Moody's a dégradé la notation à Ba3 avec des perspectives négatives
- S&P a abaissé sa notation à B+u en août 2018
- Fitch a abaissé sa notation à BB neg en juillet 2018
- Croissance très faible voire Récession en 2019 selon nos prévisions.
- Inflation à deux chiffres (plus de 20 % au premier trimestre).
- Hausse du déficit public même si annonce de consolidation budgétaire de 1 % du PIB.
- Réduction du déficit courant en raison de la forte chute de la demande intérieure mais forte vulnérabilité extérieure liée à des financements par des flux de capitaux très volatils et des niveaux de réserves couvrant à peine 50 % des besoins de financements externes.
- Secteur bancaire sous tension.

Principaux risques :

- Fortes incertitudes sur la conduite du policy mix (dérapage budgétaire, politique monétaire trop accommodante, etc) avec de fortes interrogations concernant l'indépendance de la CBRT.
- En cas de sorties massives de capitaux, une crise de balance des paiements ne peut être exclue.
- Bien que les tensions avec les États-Unis se soient dissipées suite à la libération du Pasteur Brunson, les tensions (géo)-politiques demeurent élevées.

AFRIQUE DU SUD

Notation: Baa3 stab / BB stab / BB + stab (Moody's/ S&P / Fitch)

Tendance de notation plutôt négative

- En mars 2018, Moody's a maintenu sa notation à Baa3 et a passé les perspectives à stables de revues à la baisse
- S&P a abaissé sa notation à BB en novembre 2017
- Fitch a abaissé sa notation à BB+ en avril 2017
- La croissance devrait être faible (1.5 %) dans les deux ans à venir.
- L'inflation est contenue mais très dépendante de la volatilité du rand et on ne peut exclure de nouvelles pressions baissières sur les devises émergentes dans l'environnement mondial actuel.
- La politique monétaire restera contrainte par les facteurs extérieurs tels que la politique monétaire américaine.
- Avec un déficit public de plus de 4.5 %, les autorités sud-africaines ne disposent d'aucune marge de manœuvre pour soutenir la croissance.
- Le déficit du compte courant (4 % du PIB au Q2-2018) pourrait se creuser davantage en raison d'une facture énergétique plus élevée et d'un ralentissement des exportations lié à la décélération de la croissance mondiale.

Principaux risques :

- Les flux de portefeuilles sont une source de financement majeur pour l'économie. Une réduction de ces flux pourrait contraindre la politique monétaire à plus de resserrement et pénaliserait la croissance.
- Les développements politiques et l'incertitude sur un certain nombre de réformes parmi lesquelles l'expropriation de certains propriétaires fonciers pourrait freiner davantage encore l'investissement qu'il soit domestique ou étranger.

Pays d'Europe centrale*

La phase descendante du cycle commence

HERVÉ KARINE
Économiste Sénior

Dans le contexte haussier de 2017, les pays d'Europe centrale ont surperformé affichant des taux de croissance supérieurs à 4 % avec plus de 6 % en Roumanie. Ces économies devraient ralentir dans un horizon de deux ans. Toutefois, à moins d'un choc extérieur d'ampleur, la croissance devrait rester supérieure au potentiel jusqu'en 2020 (elle est estimée à environ 2,5 % à 3 % selon les pays).

1-La croissance, soutenue principalement par la demande intérieure, restera solide

La consommation des ménages ainsi que l'investissement privé ont été et resteront les principaux moteurs de la croissance de ces pays à l'horizon 2020 même si leur croissance ralentit. Les taux de chômage de tous ces pays étant peu élevés, les ménages continueront de bénéficier de hausses des salaires nominaux. Cependant l'accroissement du pouvoir d'achat des ménages devrait ralentir en 2019-2020 du fait de la hausse de l'inflation domestique et du ralentissement de la croissance des salaires nominaux. Les pressions exercées sur les marges des entreprises (République Tchèque), le soutien moindre de l'État aux salaires minimaux (Roumanie) et la hausse de l'immigration économique (Pologne) pèseront de plus en plus sur la dynamique des salaires nominaux. Les investissements devraient continuer d'augmenter jusqu'en 2020 en Hongrie, en Pologne et en République Tchèque, car nous ne prévoyons pas de chute brutale de la demande mondiale et comme les dépenses des ménages sont élevées, il est peu probable que l'offre soit soumise à des contraintes liées à la demande. En outre, certains pays sont susceptibles d'accroître leurs investissements, étant confrontés à des pénuries croissantes de main-d'œuvre et à des taux d'utilisation des capacités extrêmement élevés. La croissance des investissements sera toutefois limitée dans certains pays, avec un ralentissement des investissements publics après l'utilisation massive des fonds européens en 2017 et 2018 (République Tchèque, Hongrie), mais aussi en raison du risque de ralentissement des investissements privés étrangers freinés par les tensions avec l'Union européenne* (Hongrie, Pologne). Dans ce scénario la Roumanie fait figure d'exception, car d'ici 2020, nous ne prévoyons pas de reprise significative de l'investissement et la croissance sera entièrement tirée par la consommation privée. L'un des principaux problèmes du pays semble résider dans son incapacité à utiliser les fonds de l'Union européenne pour les dépenses d'investissement. Les exportations nettes devraient continuer d'apporter une contribution faible ou légèrement négative à la croissance. La forte demande intérieure devrait continuer de stimuler les importations, tandis que les exportations stagneront en raison du ralentissement de la demande mondiale prévu dans notre scénario central.

2-Les pressions inflationnistes s'accroîtront, mais devraient être maîtrisables

L'inflation a augmenté dans ces pays en 2018 et devrait continuer sur cette tendance en 2019-2020. Plusieurs forces sont à l'œuvre tant sur le plan domestique (hausses des salaires nominaux liées à un marché du travail très tendu, flambée des prix

* Ces pays disposant d'un droit de veto, il est peu probable que l'Union européenne soit en mesure d'appliquer les sanctions promises aux pays qui violent l'« État de droit ». Toutefois, les problèmes surgiront avec le budget 2021-2027, lorsque les fonds alloués à ces pays pourront être réduits de plus de 20 %.

* Dans ce texte, nous nous limiterons à l'étude de quatre pays à savoir la Hongrie, la Pologne, la République Tchèque et la Roumanie.

Une version précédente plus détaillée de ces perspectives a été publiée dans un document thématique intitulé « Pays d'Europe centrale: Horizon 2020 ».

immobiliers dans certains pays comme la République Tchèque et accélération des prix des biens alimentaires) que sur le plan extérieur (tensions sur les monnaies émergentes et donc phénomène de *pass-through* via les biens importés et niveau élevé des cours du pétrole). Avec des taux directeurs extrêmement bas, les banques centrales de ces pays peuvent agir si nécessaire. En Hongrie, l'inflation pourrait se rapprocher de la limite haute de la cible d'inflation fixée par la banque centrale (4 %), mais celle-ci devrait maintenir son taux directeur inchangé. En revanche, la banque centrale tchèque avec une cible d'inflation inférieure (2 %) devrait continuer son cycle de resserrement monétaire, et ce surtout pour limiter l'augmentation des prêts immobiliers qui alimentent la bulle sur le marché immobilier. En Roumanie, l'inflation devrait rester supérieure à la cible fixée par la banque centrale (3,5 %) au moins jusqu'à fin 2019. Ainsi même si la banque centrale semble avoir marqué une pause dans son cycle de resserrement monétaire, il est peu probable qu'elle maintienne le statu quo indéfiniment. En Pologne, les tensions inflationnistes sont moindres et l'inflation devrait rester largement en dessous de la limite supérieure (3,5 %) de la cible fixée par la banque centrale de sorte que cette dernière ne devrait pas modifier son taux directeur avant fin 2019.

3-Les finances publiques sont globalement saines, mais à surveiller

La décélération de la croissance devrait se traduire par une baisse des recettes fiscales. Toutefois, la Hongrie et la Pologne ne devraient pas excéder la cible de déficit public de 3 % du PIB imposée par l'Union européenne, et ce malgré les diverses mesures mises en œuvre et à venir à savoir d'importantes baisses d'impôt pour la Hongrie et une diminution de l'âge de départ à la retraite en Pologne accompagnée de hausses des dépenses sociales. La République Tchèque devrait continuer d'enregistrer un excédent budgétaire à l'horizon 2020. Cependant, celui-ci pourrait se réduire de manière permanente en raison de la décision d'indexer les salaires du secteur public et les retraites sur l'inflation. En ce sens, les prévisions du FMI d'un excédent de 0,8 % de PIB à l'horizon 2020 nous semblent légèrement optimistes. La Roumanie est quant à elle dans une situation plus difficile. La politique fiscale expansionniste qu'elle a menée via la hausse des salaires publics et des retraites devrait peser sur les comptes publics. Le déficit devrait dépasser significativement le seuil des 3 % du PIB. 2019 et 2020 étant des années électorales, il nous semble peu crédible que le Gouvernement diminue les dépenses publiques et encore moins l'investissement qui est déjà en baisse sur les cinq dernières années. Avec une baisse de la croissance du PIB et aucune mesure annoncée pour améliorer la collecte des impôts, le déficit public de la Roumanie ne devrait pas se résorber d'ici les deux prochaines années. Dans ce contexte, la Pologne et la République Tchèque dont la dette est inférieure à 50 % du PIB disposent de marges de manœuvre suffisantes pour stimuler la croissance si besoin. Avec une dette de plus de 70 % du PIB, les marges de manœuvre de la Hongrie sont beaucoup plus restreintes. Quant à la Roumanie, même si sa dette n'excède pas 40 % du PIB, son déficit public est tel qu'elle ne dispose d'aucune marge de manœuvre. Sans compter que le pays pourrait faire face à des besoins de financement qui pourraient ne pas trouver de contrepartie si l'appétit pour les actifs émergents venait à baisser davantage.

4-Des financements extérieurs stables, mais des soldes courants de moins en moins solides

Le ralentissement du commerce mondial qui a commencé à s'installer et qui devrait se poursuivre va freiner les exportations des pays d'Europe centrale. Leurs importations pourraient ralentir, mais pas d'autant, la demande intérieure restant très solide. Au total, ces pays devraient donc enregistrer une détérioration de leurs comptes courants. Leur position initiale sera donc un facteur déterminant. Ainsi la Hongrie, qui enregistrait en 2017 un excédent courant supérieur à 3 %, devrait rester excédentaire sur un horizon de deux ans. De plus, bien que les flux d'investissements directs étrangers (IDE) vers ce pays soient relativement faibles

– ils représentent moins de 1 % du PIB – avec une dette extérieure élevée (80 % du PIB, bien que ce montant soit en baisse depuis près de dix ans), la Hongrie ne fait pas partie des pays à haut risque. Avec des excédents courants relativement faibles en 2017, la République Tchèque et la Pologne pourraient être déficitaires dès cette année selon le FMI. Pour autant, cette situation n'est pas alarmante à ce stade, car la République Tchèque est le premier pays récipiendaire d'IDE en Europe centrale et la Pologne le plus grand bénéficiaire des fonds de l'Union européenne. La situation de la Roumanie est, une fois encore, plus complexe. Jusqu'à présent elle arrivait à financer une partie de son déficit courant grâce aux IDE (2 à 3 % du PIB en moyenne selon les années), aux flux de portefeuille (1 à 1,5 % du PIB) et aux fonds européens (2 % du PIB). Toutefois, les fonds en provenance de l'Union européenne ont été divisés par deux cet été (soit seulement 1 % du PIB) puisque le gouvernement roumain a réduit ses dépenses d'infrastructures. Par ailleurs, au second trimestre, le déficit courant a dépassé les 3,5 % du PIB et rien ne permet d'envisager un retournement de tendance à court terme d'autant que la moisson a été mauvaise cet été. Les marchés pourraient commencer à s'inquiéter d'une telle évolution et des sorties de capitaux pourraient avoir lieu.

Chine

Des risques aux opportunités « 危机 »

WANG Qinwei
Économiste Sénior

Principaux messages :

- L'économie chinoise est confrontée à **deux défis**, d'une part, le poids sur une partie de l'économie des efforts de désendettement, d'autre part, les fortes tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Pour l'avenir, l'**incertitude** demeure élevée quant au **niveau d'agressivité** de la politique commerciale américaine à l'égard de la Chine.
- Cela dit, de plus en plus de signes suggèrent que la **politique globale des États-Unis** à l'égard de la Chine serait en train de glisser vers la fermeté, ce qui pourrait avoir de profondes répercussions à long terme.
- À court terme, nous pensons que la Chine aura recours à **toutes les mesures politiques à sa disposition, lorsque nécessaire**, pour éviter un atterrissage trop brutal de son économie.
- En ce qui concerne les défis potentiels à long terme, nous pensons que la Chine est en mesure de déterminer son propre destin, indépendamment de l'action américaine, **si** elle s'oriente sur la bonne voie.
- La Chine a progressé de façon significative dans certains **domaines clés** pour libérer son potentiel de croissance à long terme, en rattrapant son retard en matière de dépenses de **R&D** et en améliorant la **qualité de sa main-d'œuvre**.
- D'autres **réformes et ouvertures** sont cependant nécessaires pour permettre sa transition structurelle. Pour l'instant, il semblerait que les pressions américaines poussent la Chine à intensifier ses efforts dans cette direction.
- De tels efforts pourraient aider la Chine à progresser du bas/milieu de la chaîne de valeur vers le milieu/haut de gamme. Notre analyse « bottom-up » suggère que de tels progrès sont déjà en cours, et que les menaces tarifaires américaines pourraient accélérer ce processus, ce qui aurait des **conséquences contrastées pour les pays de la région**.

En détail :

L'économie chinoise est confrontée à **deux enjeux majeurs**. L'économie continue à supporter le poids des efforts de désendettement, tandis que les droits de douane américains pourraient affecter les exportations encore plus durement en 2019.

Les responsables politiques ont déjà commencé à apporter des réponses en réorientant leur politique générale, devenue plus accommodante depuis le début de l'été 2018, et par des mesures de soutien renforcées grâce à de nouveaux efforts visant à débloquer les transferts dans l'économie réelle, en particulier au secteur privé. Tous les outils sont désormais disponibles, prêts à l'emploi en cas de besoin, pour éviter un atterrissage brutal.

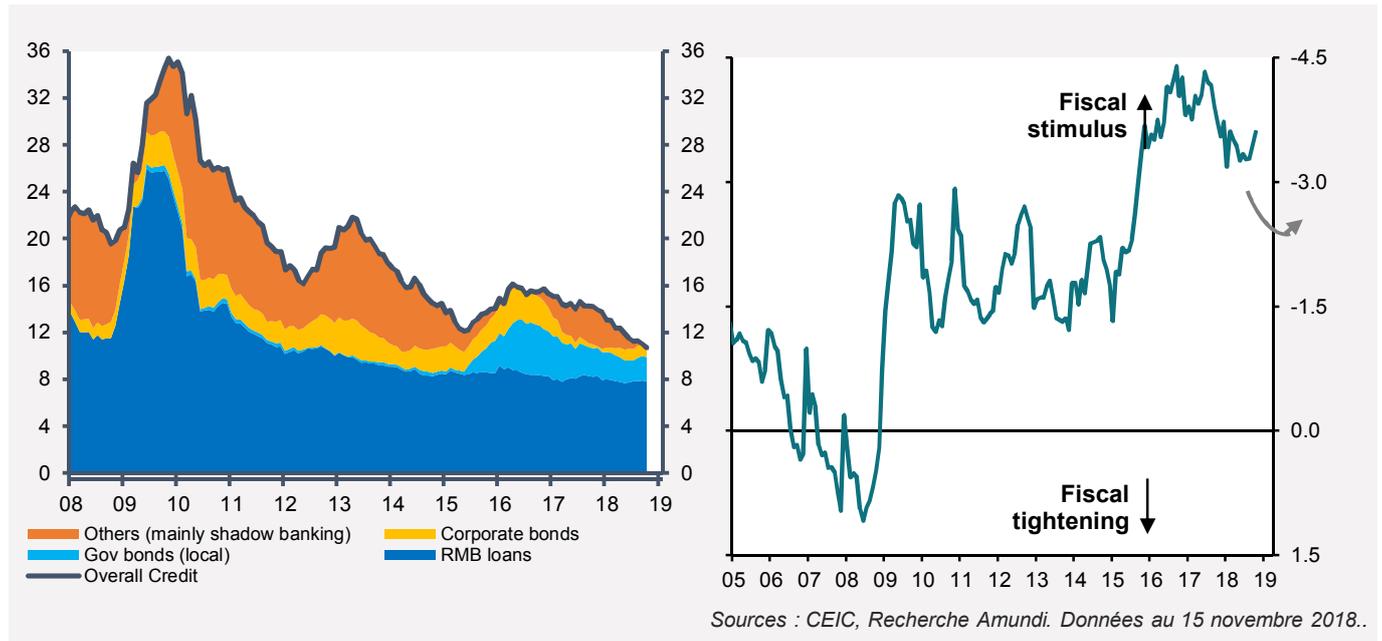
Politique monétaire : La Chine continuera à maintenir des « liquidités suffisantes » au moyen de mesures multiples, notamment la diminution du taux des réserves obligatoires, des facilités de crédit à moyen terme (MLF) ou le recours à des opérations d'« open market » guidant les taux interbancaires vers des niveaux suffisamment bas pour soutenir le crédit, et peut-être aussi, si nécessaire, la réduction des taux bancaires de référence. Ces mesures devraient permettre d'éviter que la croissance du crédit ne s'essouffle davantage.

* Façon chinoise de dire risques et opportunités en un mot.

Politique budgétaire: nous nous attendons à ce que le déficit budgétaire se creuse davantage, afin de soutenir les dépenses d'infrastructures et d'alléger la fiscalité, tandis que la réglementation sur les emprunts des collectivités locales via des canaux parallèles s'est durcie.

1/Contribution à la croissance du crédit (dont obligations des collectivités locales, pp)

2/Chine: solde public (% PIB, moyenne mobile 12mois)



En ce qui concerne les États-Unis/Chine, nous continuons de penser que la Chine serait réticente à l'emploi de mesures extrêmes, afin d'éviter l'escalade du différend commercial ou sa contagion à d'autres régions. Jusqu'à présent, les représailles chinoises semblent plutôt contenues, avec comme objectif de pousser les États-Unis à engager des pourparlers plus constructifs.

Bien que l'incertitude demeure élevée en ce qui concerne le **niveau d'agressivité** de la politique commerciale américaine, il semblerait que la position générale des États-Unis à l'égard de la Chine soit en train de se **durcir**, ce qui pourrait avoir des conséquences à long terme, sans que les élections américaines de mi-mandat aient d'impact significatif.

Par conséquent, en plus de l'appui politique à court terme, il devient **de plus en plus urgent pour la Chine de se réformer au niveau domestique et de s'ouvrir à l'international, ce qui pourrait:** 1) faciliter sa propre transition structurelle, qui est le moteur fondamental de ses perspectives à long terme; 2) résoudre certains problèmes évoqués par les États-Unis et contribuer ainsi à désamorcer les tensions; 3) compenser les pressions baissières en permettant une intégration accrue avec le reste du monde.

De plus en plus de signes suggèrent que les responsables politiques chinois vont dans cette direction, quelle que soit l'approche de Donald Trump, et nous attendons désormais des développements plus concrets.

Si la Chine pouvait mettre en œuvre des **réformes domestiques significatives et s'ouvrir davantage**, nous pensons qu'elle aurait de bonnes chances de continuer à **s'élever du bas/moyen vers le moyen/haut de gamme de la chaîne de production**, tout en élargissant sa **part de marché dans le reste du monde**, hors États-Unis.

Ce scénario est appuyé par nos études de cas sur la chaîne de production mondiale :

- **Entrée de gamme (textile) :** productions les plus faciles à déplacer. Leur déplacement est en cours depuis 2010, s’est intensifié pendant la mise en place du Partenariat Transpacifique de 2014 à 2016, et pourrait encore s’accélérer ; les pays de l’ASEAN en profiteront le plus, en fonction de leur conjoncture locale.
- **Milieu de gamme (machines à laver – appareils ménagers) :** les marchés intérieurs et le reste du monde sont la clé ; les marques chinoises sont fortement implantées et peu susceptibles d’être délogées, et si c’est le cas, resteront probablement en Asie.
- **Haut de gamme (Apple – technologie) :** difficile à déplacer à cause de la taille et de la complexité de la chaîne. La Chine produit déjà beaucoup plus que ce que l’on pense, mais la majorité des sites de production appartiennent à des entreprises étrangères.

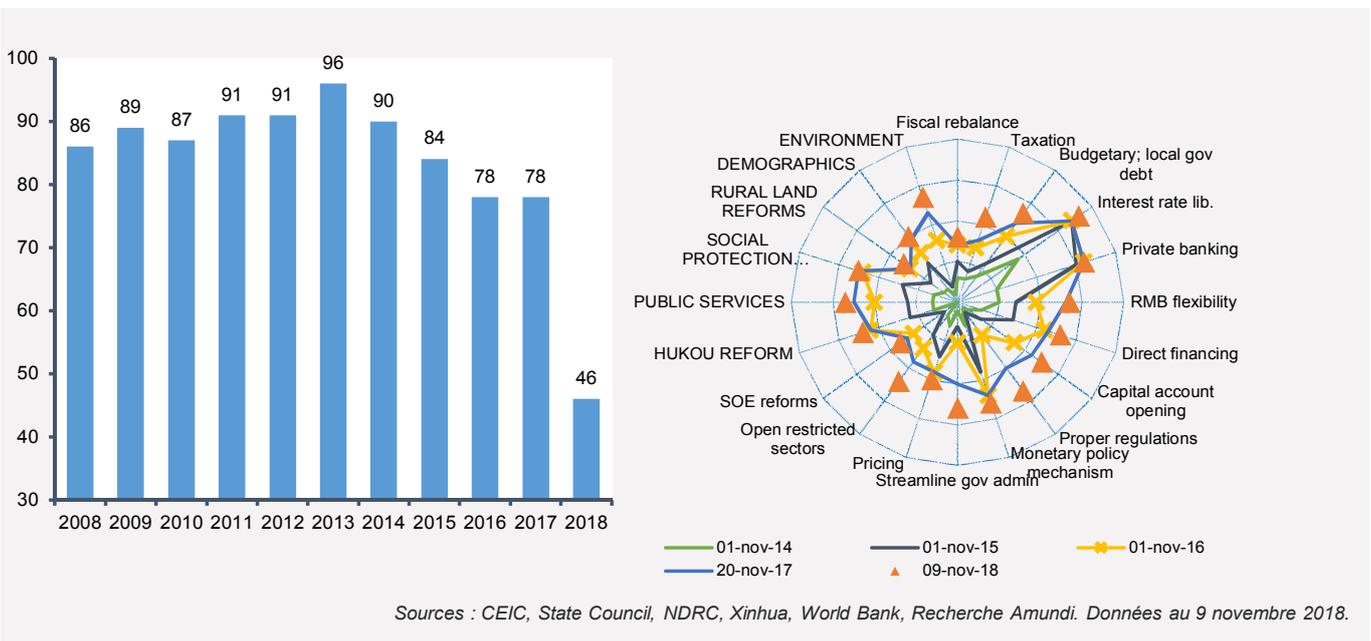
En outre, elle est prête à rattraper son retard dans certains domaines clés :

- **R&D :** rattrapage progressif avec des résultats d’ores et déjà perceptibles. Le nombre de brevets chinois cotés aux États-Unis (donc des brevets de qualité) augmente régulièrement. Le nombre de publications universitaires chinoises dans les journaux les plus prestigieux, tel que mesuré par « Nature », augmente régulièrement, et se place déjà au deuxième rang mondial.
- **Qualité de la main-d’œuvre :** amélioration régulière qui devrait perdurer, avec le plus grand bassin d’étudiants étrangers et d’ingénieurs diplômés.

Concrètement, la Chine a déjà fait des **progrès significatifs en termes de réformes structurelles**, selon notre propre suivi des réformes et celui de la Banque mondiale. Le dernier rapport « Ease of Doing Businesses » a montré que la Chine fait partie des trois premiers pays en termes d’améliorations, avec un bond important de son classement pour atteindre la 46e place en 2018, soulignant une amélioration constante depuis 2014 où elle se situait en 96e position.

1/Classement de la Chine dans l'Indice de Facilité dans la pratique des affaires

4/Évolution des réformes (%)



Nous prévoyons donc que l'**économie réelle** ralentira à moins de 6,5 % en glissement annuel au cours des prochains trimestres, mais qu'elle pourrait encore atteindre un niveau de 6,0 à 6,5 % en 2019 et 2020, avec une croissance nominale atteignant un taux élevé, bien qu'à un chiffre.

RMB : la PBoC semble être de plus en plus à l'aise avec la plus grande flexibilité des mouvements quotidiens, dans les deux sens, du RMB. Si les États-Unis ajoutent des mesures plus agressives à l'encontre de la Chine, il y a une chance que le CNY soit autorisé à se déprécier davantage par rapport au dollar. En revanche, pour ce qui est des tarifs annoncés sur 250 milliards de dollars d'importations chinoises, nous pensons que les mesures de soutien existantes sont déjà suffisantes pour aider le RMB à se maintenir à ses niveaux récents. Quoi qu'il en soit, la PBoC a envoyé des messages relativement clairs indiquant qu'elle prendrait les mesures nécessaires pour éviter les risques systémiques.

L'inflation : Nous nous attendons à ce que l'**inflation** mesurée par l'IPC demeure dans une fourchette confortable pour la PBoC. La faible demande devrait maintenir l'inflation sous-jacente à un niveau relativement bas, même si l'inflation des produits alimentaires peut augmenter. L'inflation mesurée par l'IPP devrait se situer dans une fourchette basse, à un chiffre, après le ralentissement du quatrième trimestre de 2018 dû aux effets de base.

À moyen terme, le déplacement de la chaîne de production devrait contribuer à maîtriser l'inflation, même s'il existe des craintes liées à l'augmentation rapide des coûts salariaux en Chine.

Impact des droits de douane sur la chaîne de production

Chine : Difficultés à court terme, gains à long terme

Les droits de douane initiés par les États-Unis vont porter préjudice à la Chine et à d'autres pays de la chaîne de production régionale, qui ont déjà été profondément intégrés pour plus d'efficacité.

Les risques de perturbations sur le plan des décisions d'investissement dans la région et le déplacement des chaînes de production, constituent des préoccupations à plus long terme, compte tenu des incertitudes liées aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Nous avons analysé trois scénarios types, reposant sur des données « bottom-up », qui permettent de mieux comprendre les éventuelles conséquences sur les années à venir.

Principaux enseignements :

Trois études de cas avec des perspectives différentes :

- **Entrée de gamme (textile) :** le déplacement plus aisé de ces productions est déjà en cours depuis 2010, s'est intensifié pendant la mise en place du Partenariat Transpacifique de 2014 à 2016, et pourrait encore s'accélérer ; ce sont les pays de l'ASEAN qui en profiteront le plus, en fonction de leurs capacités propres.
- **Moyenne gamme (machines à laver – appareils ménagers) :** les marchés intérieurs et le reste du monde sont la clé ; les marques chinoises sont solidement implantées et peu susceptibles d'être délogées, et si c'était le cas, resteraient probablement en Asie.
- **Haut de gamme (Apple – technologie) :** difficile à déplacer à cause de la taille et de la complexité de la chaîne. La Chine produit beaucoup plus que ce que l'on peut penser, mais la majorité des sites de production appartiennent à des entreprises étrangères.

Dans l'ensemble, les répercussions sur la Chine devraient être surmontables si l'on fait les bons choix, en effet :

- **La taille des marchés locaux de la Chine est suffisamment importante** en termes d'exportations, ce qui la distingue d'autres petites économies ouvertes. Ceci pourrait donc 1) constituer un tampon important, 2) convaincre les investisseurs internationaux de rester.
- **Les réformes intérieures sont la clé.** Il est presque certain que la production d'entrée de gamme va quitter la Chine, et l'espoir est que la Chine progresse plus haut dans la chaîne de production, pour prendre plus de parts dans le moyen et le haut de gamme. Un ensemble de réformes domestiques est essentiel.
- **Une ouverture accrue est importante, le monde hors États-Unis** gagnant en importance. Même si la fermeté américaine persiste, une intégration plus étroite avec le reste du monde pourrait aider à compenser les dégâts. L'initiative « One Belt, One Road » pourrait représenter plus que de simples pourparlers.

Incidence sur l'inflation : sans doute différente des attentes.

- **Le taux de répercussion pour les droits de douane** de 25 % est d'environ 6 à 10 % sur les prix au détail (un tiers en moyenne).
- D'après les études de cas effectuées sur Nike, Adidas et Apple, leurs prix à l'importation représentent environ 25 à 40 % du prix de détail final. Cela signifie que les droits de douane de **25 %** sur les prix à l'import pourraient être répercutés sur les prix de détail à hauteur de 6 à 10 %.
- **Moyen terme : une inflation saine pourrait être maîtrisée, grâce à :**
 - la poursuite des transferts des productions d'entrée de gamme vers d'autres pays de la zone ASEAN disposant de coûts de main-d'œuvre plus faibles ;
 - un rattrapage chinois dans les productions de **moyenne et haut de gamme**, pour réduire les coûts.

Dans l'ensemble, malgré des difficultés à court terme, la seule solution pour la Chine consiste à se concentrer sur les productions de milieu et haut de gamme, celles du bas de la chaîne se déplaceront presque inévitablement vers d'autres régions, moins chères. Les pressions américaines ne font qu'accélérer ce processus.

- La clé est donc de poursuivre les **réformes domestiques** et de poursuivre **l'ouverture** du pays, afin de faciliter la transition structurelle du pays vers une économie axée davantage sur le marché et un État de droit plus efficace et pérenne.

Certains signes indiquent que la Chine s'oriente déjà dans cette direction. Parmi les actions possibles figurent l'allègement de la fiscalité des entreprises, la réforme des entreprises d'État, la poursuite de la réduction des droits de douane à l'importation et la réduction des obstacles pour les investisseurs étrangers et privés.

Tableaux

Prévisions PIB inflation						
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,7	2,0	2,5	2,4	2,3
Japon	0,9	1,2	0,4	1,0	1,0	1,2
Zone euro	1,9	1,6	1,6	1,8	1,9	2,0
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,5	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	1,0	0,9	0,9	1,2	1,5	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	1,3	1,5	1,6	2,4	2,3	2,4
Brésil	1,2	2,0	1,8	3,8	5,1	4,8
Russie	1,8	1,7	1,7	2,8	4,4	4,0
Inde	7,7	6,8	7,0	4,2	4,6	5,1
Indonésie	5,1	5,3	5,4	3,2	3,8	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,5	2,7
Turquie	2,3	-1,0	1,5	16,8	18,4	11,0
Pays développés	2,2	2,1	1,7	2,0	2,0	2,0
Pays émergents	4,9	4,7	4,7	4,0	4,2	3,9
Monde	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,1

Dernière mise à jour le 7 novembre 2018

Prévisions de taux directeurs								
	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	0,50	0,75	1,50	2,25	3,00	3,00	3,00	3,00
Zone euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Japon	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Royaume-Uni	0,50	0,25	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,35	4,30
Inde	6,75	6,25	6,00	6,50	6,75	6,75	7,00	7,00
Brésil	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	6,65	6,75	8,20
Mexique	3,25	5,75	7,25	7,75	8,00	7,25	7,75	6,85
Russie	11,00	10,00	7,75	7,50	7,50	7,55	7,75	7,40
Turquie	7,50	8,00	8,00	24,00	24,00	24,50	24,00	21,80
Afrique du Sud	6,25	7,00	6,75	6,50	6,75	6,80	7,00	6,85

Source: Recherche Amundi

Taux 2 ans

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019	Forward + 12m.
US	1,04	1,18	1,9	2,84	2,90/3,1	3,13	3,01	2,9/3,1	3,26	3,06
Allemagne	-0,34	-0,8	-0,63	-0,62	-0,4/-0,3	-0,34	-0,5	-0,3/-0,2	-0,07	-0,37
Japon	-0,05	-0,19	-0,13	-0,13	-0,2/0,0	-0,07	-0,1	-0,1/0,1	-0,04	-0,1
RU	0,65	0,08	0,44	0,72	0,8/1,0	1,14	0,71	0,9/1,1	1,43	0,77

Taux 10 ans

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019	Forward + 12m.
US	2,27	2,45	2,42	3,11	3,10/3,25	3,33	3,17	3,10/3,20	3,41	3,19
Allemagne	0,63	0,11	0,43	0,39	0,55/0,65	0,87	0,49	0,55/0,65	1,07	0,57
Japon	0,25	0,05	0,05	0,12	0,15/0,25	0,15	0,17	0,10/0,20	0,16	0,21
RU	1,96	1,24	1,19	1,41	1,50/1,70	1,82	1,49	1,50/1,70	2,01	1,56

Prévisions de taux de change vs USD

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,09	1,05	1,20	1,13	1,19	1,20	1,24	1,25
USD/JPY	120,3	116,6	113	113	109	110	105	108
GBP/USD	1,47	1,24	1,35	1,27	1,33	1,35	1,40	1,40
USD/CHF	1,00	1,02	0,97	1,01	0,98	0,97	0,93	0,96
USD/NOK	8,85	8,61	8,20	8,41	7,75	7,71	7,44	7,16
USD/SEK	8,43	9,08	8,18	9,18	8,40	8,39	7,60	7,84
USD/CAD	1,39	1,34	1,26	1,31	1,25	1,26	1,23	1,25
AUD/USD	0,73	0,72	0,78	0,71	0,75	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,68	0,70	0,71	0,66	0,68	0,66	0,68	0,70

Prévisions de taux de change vs EUR

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,09	1,05	1,20	1,13	1,20	1,20	1,24	1,25
EUR/JPY	130,68	123,02	135	128	130	133	130	135
EUR/GBP	0,74	0,85	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
EUR/CHF	1,09	1,07	1,17	1,14	1,17	1,16	1,18	1,20
EUR/NOK	9,62	9,08	9,84	9,55	9,20	9,25	9,30	8,95
EUR/SEK	9,16	9,58	9,83	10,41	10,00	10,07	9,50	9,80
EUR/CAD	1,51	1,41	1,51	1,49	1,49	1,51	1,53	1,56
EUR/AUD	1,49	1,46	1,54	1,60	1,59	1,64	1,68	1,67
EUR/NZD	1,59	1,51	1,69	1,73	1,77	1,82	1,82	1,79

* Le consensus pour EUR/CAD, EUR/AUD et EUR/NZD est calculé indirectement car aucune prévision Bloomberg n'est disponible.

Source: recherche Amundi

Publications récentes

THEMATIC PAPERS



Maroc: des risques économiques modérés

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

Pays d'Europe centrale: Horizon 2020

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

Résultats des entreprises en 2019: un net ralentissement est à prévoir!

Ibra WANE — Stratégie Actions

La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État?

Valérie LETORT — Stratégie Taux

Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français?

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,

Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite

France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

À la croisée des chemins panorama des marchés de taux

Valentine AINOUIZ, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit

Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

Brexit comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique

Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change, Éric

MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

L'amélioration des fondamentaux des obligations accélère

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

Crédit américain contexte macroéconomique porteur: facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUIZ — Stratégie Crédit

Italie: la croissance est de retour

Andréa BRASILI — Recherche macroéconomique

Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Find out more about
Amundi research team

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 1 086 262 605 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

Photo credit: iStock by Getty Images — dkfielding

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