

Les principaux facteurs de risque

Équipe Recherche Macroéconomique

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

Finalisé le
10 janvier 2020

20 %
Escalade
de la guerre
commerciale

Analyse

L'annonce de la signature de l'accord de phase 1 et certains des détails anticipés sont conformes à notre scénario de référence, mais offrent des perspectives un peu plus constructives (suppression partielle des surtaxes douanières). Toutefois, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) n'ont pas encore été traitées. Il faut garder à l'esprit que les États-Unis entrent en période préélectorale et que l'opposition à la Chine n'est pas propre aux seuls républicains. Ainsi, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait continuer à s'aggraver. La probabilité d'arriver à un accord commercial complet est très faible. Les rebondissements du conflit continuent de miner la confiance des entreprises, la production manufacturière n'a pas encore atteint le creux de la vague et les résultats continuent de se détériorer.

Impact de marché

- Négatif pour les actions et le CNY
- Positif pour l'USD, les bons du Trésor américain et l'or

20 %
Vulnérabilité
croissante des
entreprises

Les entreprises ont accumulé les dettes qui dépassent désormais les niveaux d'avant la crise de 2008. Leurs résultats décevants réduisent leur capacité à assurer le service de leur dette comme le paiement des intérêts. En parallèle, les marchés émergents et frontières ont attiré des flux de capitaux en provenance des économies avancées, augmentant ainsi leur dette extérieure. Un resserrement des conditions financières et des taux plus élevés compromettraient leur capacité à rembourser leur dette. Une détresse généralisée et une hausse des taux de défaillance imposeraient un désendettement et un recul de l'investissement et de l'emploi, ce qui aggraverait la récession.

- Négatif pour les actifs à risque
- Dégradation des titres US IG BBB et hausse des défaillances dans les segments EURO et US HY B-CCC
- Positif pour l'USD, les bons du Trésor américain et l'or

10 %
Hard landing
chinois

La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte qu'elle devrait se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Certaines données récentes montrent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique chinois est fragile et le crédit semble excessif. La dette des entreprises non financières a bondi depuis la crise financière de 2008.

- Instabilité financière mondiale
- Négatif pour le pétrole, les matières premières, les devises des pays exportateurs de matières premières, les obligations émergentes
- Positif pour les bons du Trésor américain et l'or

10 %
Élections
américaines

À ce stade, les retombées de l'élection présidentielle américaine sont loin d'être négligeables. Pendant que les investisseurs ont les yeux rivés sur les sondages, il est essentiel de considérer l'action politique qui découlerait du résultat de la présidentielle (notamment en termes de protection sociale et de réglementation financière). Ce scénario de risque s'articule autour d'éléments tels que la procédure de destitution, la politique étrangère susceptible de faire imploser la situation en Ukraine, en Iran et en Syrie, ou l'imposition des bénéfices des entreprises par une nouvelle administration avec pour corollaire une perte de confiance et une dégradation de l'économie.

- Hausse de la volatilité
- Perturbations des marchés américains
- Positif pour l'or

10 %
Escalade
des tensions
militaires et
risque de
propagation

Chine/États-Unis, Chine/Hong Kong, Brexit, Iran/Moyen-Orient, Lybie. La dimension géopolitique a une influence prépondérante sur les marchés. Les frappes de janvier en Irak suscitent des inquiétudes quant à une escalade militaire avec des répercussions sur les cours du pétrole et la dynamique mondiale. Les marchés continuent de considérer qu'une escalade d'envergure est peu probable, de sorte que les actifs refuges (or, bons du Trésor, pétrole, USD, YEN) et les actifs à risque (actions DM) n'ont fait l'objet que de corrections minimales après gains/pertes. Nous ne nous attendons pas à une nouvelle escalade de la part des États-Unis ou de l'Irak. Les pics de prix du pétrole devraient être de courte durée (à moins d'une perturbation de l'approvisionnement en pétrole irakien).

- Positif pour les cours du pétrole et les actifs refuges (devises et or)
- Négatif pour les actifs à risque

10 %
Illiquidité
du crédit et
mauvaise
allocation du
risque

La quête de rendement, dans un contexte de taux bas, a poussé les investisseurs institutionnels à accumuler le risque de crédit dans leurs portefeuilles et à réduire les réserves de liquidités afin d'atteindre leurs objectifs nominaux. Le point de jonction critique entre un cycle de crédit arrivant à maturité et une transformation des structures de marchés dans un contexte d'évolutions réglementaires pourrait, en cas de cessions massives, représenter un obstacle de taille pour les investisseurs qui souhaiteraient liquider leurs positions.

- Positif pour le monétaire, les obligations souveraines (États-Unis, Euro) et l'or
- Négatif pour les obligations émergentes, les actions internationales, le HY, le pétrole et les matières premières.

10 %
Assèchement de
la liquidité du
dollar

La liquidité du marché étant assurée par le dollar américain, une réduction de la base de liquidités en USD pourrait amplifier l'impact d'un resserrement des conditions de financement et se répercuter sur les pays avec des prêts transfrontaliers en USD.

- Instabilité financière mondiale
- Positif pour l'or et les bons du Trésor américain
- Négatif pour les actifs à risque (émergents en particulier)

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

Équipe Recherche Macroéconomique

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



SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 55 %) : demande intérieure et services résilients malgré l'incertitude qui continue à peser sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se maintient cet automne. D'après les enquêtes et les données industrielles, le secteur manufacturier mondial n'est pas encore au bout de ses peines, bien que l'accord de phase 1 conclu entre les États-Unis et la Chine puisse apporter un certain soulagement. La demande intérieure résiste, grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies, par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au premier semestre 2020 :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 mois passés, en raison des discours protectionnistes. Les dommages causés jusqu'à présent à la dynamique du commerce mondial et à l'économie réelle seront difficiles et lents à réparer, malgré la conclusion du tant attendu accord de phase 1 entre les États-Unis et la Chine. Nous prévoyons une reprise très lente du commerce mondial en 2020. En effet, le commerce devrait rester sous pression dans l'immédiat et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial l'an prochain. On notera toutefois que l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont fortement touchées par la faiblesse de la demande intra-UE en général ainsi que par la baisse de la demande extra-UE de biens intermédiaires et d'équipement (Italie et Allemagne). Les États-Unis poursuivent résolument leurs efforts de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % en 2007 à 18 % des importations totales en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Taïwan est l'une des économies d'Asie qui bénéficie le plus du détournement vers d'autres sources des importations américaines de produits chinois et elle a été la seule économie des pays émergents, parmi celles couvertes, à voir sa croissance s'améliorer en 2019. En outre, il ne faut pas sous-estimer la capacité de résistance de la demande intérieure à l'échelle mondiale. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus important. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018, a commencé à ralentir au second semestre 2018 et a poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,1 % en g.a. au troisième trimestre 2019. Les investissements en immobilisations affichent une tendance fortement baissière depuis le second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté (3,2 % en g.t. annualisé, revu à la hausse par rapport à l'estimation initiale de 2,9 %). La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à décourager les investissements, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. En effet, la confiance des entreprises et des consommateurs s'est détériorée et ce n'est que récemment qu'elle s'est quelque peu stabilisée. Désormais, certains signes qui indiquent que le marché du travail ralentit commencent à se manifester, confirmant l'hypothèse selon laquelle la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Nous constatons cependant que, depuis quelques semaines, le sentiment concernant l'évolution de la « guerre commerciale » et la signature d'un « accord de phase 1 » est devenu plus positif. Or, une levée des incertitudes en matière de politique commerciale pourrait soutenir le secteur manufacturier et la confiance des entreprises, offrant ainsi de meilleures perspectives pour les investissements des entreprises (et donc un certain risque haussier pour

nos perspectives). Pourtant, dans l'ensemble, la balance des risques nous semble pencher à la baisse et, même si une trêve commerciale était conclue, les tensions géopolitiques persisteront et, à l'approche des élections présidentielles, l'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci. Bien que nous ne prévoyions pas de récession, les doutes quant à la prolongation du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement de la demande intérieure). La Réserve fédérale devrait s'en tenir à son attitude accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions politiques », tout en gardant l'œil sur les conditions financières (tirées principalement par la force du dollar pondéré des échanges).

- **Zone euro:** l'économie de la zone euro reste sous pression, dans la mesure où l'incertitude continue de caractériser l'économie mondiale malgré l'amélioration récente du climat commercial entre les États-Unis et la Chine. La zone euro a connu une détérioration de la demande extérieure tandis que le secteur manufacturier a été durement touché, ce qui a fait craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, les moteurs de la croissance intérieure ayant dans l'ensemble fait preuve de résilience, les anticipations concernant les fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives. Néanmoins, les espoirs d'amélioration du climat des affaires, en particulier du côté de l'industrie manufacturière, ne se sont pas encore pleinement concrétisés. Les PMI flash de décembre pour la zone euro ont, une fois de plus, affiché une détérioration, tandis que dans l'ensemble, le secteur des services reste en expansion et semble rester à l'abri du ralentissement. Nous tablons toujours sur une stabilisation de la croissance économique de la zone euro à l'horizon de 2020 et 2021, tandis que le secteur manufacturier pourrait bien dépasser son point bas, soutenu par des perspectives commerciales mondiales plus constructives. Le marché du travail est sain dans l'ensemble, avec un taux de chômage qui reste faible et une modeste croissance des salaires. La consommation des ménages devrait être le principal moteur de la croissance en zone euro et devrait jouer un rôle déterminant dans le processus de reprise. Les efforts en matière de politiques budgétaires expansionnistes restent limités à l'échelle des différents pays, sans que des mesures coordonnées aient encore vu le jour. Un élan plus soutenu en ce sens reste théoriquement possible, en particulier si l'économie se détériorait davantage et peinait à rebondir.
- **Royaume-Uni:** le Parti conservateur a obtenu une large majorité parlementaire à l'issue des élections du 12 décembre. Ce résultat a permis la ratification de l'accord sur le Brexit conclu en octobre entre le Royaume-Uni et l'UE. Le Brexit devrait donc avoir lieu fin janvier 2020. Il sera suivi d'une période de transition durant laquelle le Royaume-Uni conserva l'essentiel de son accès au marché européen, ce qui évitera un choc commercial à court terme. C'est durant cette période de transition que Britanniques et Européens devront négocier le futur cadre permanent de leurs échanges commerciaux (a priori un traité de libre-échange). Cependant, il n'y a, pour l'heure, que peu de visibilité sur ce qui arrivera fin décembre 2020, à l'expiration prévue de la période de transition. S'il est possible de la prolonger (jusqu'à fin 2021 ou 2022), la décision doit en principe en être prise avant le 1^{er} juillet 2020 et le Royaume-Uni a d'ores et déjà légiféré sur le fait qu'il ne réclamerait pas cette prolongation. Dans la mesure où il semble difficile de négocier un accord commercial complet d'ici décembre 2020, il y a donc le risque que le Royaume-Uni perde à cette date son accès au marché européen, et que son commerce avec l'UE soit alors régi par le seul régime de l'OMC, engendrant d'importantes perturbations pour de nombreux secteurs. Nous pensons toutefois qu'une solution permettant d'éviter un tel scénario sera trouvée.
- **Chine:** les données de novembre font état d'une amélioration de la faible dynamique économique enregistrée dans les mois précédents. Nous restons convaincus que le PIB est resté stable, au bas de la fourchette de 6 % en g.a. au second semestre 2019 (le PIB du quatrième trimestre devrait confirmer le niveau enregistré au troisième trimestre à 6 % en g.a.) et qu'il devrait passer sous la barre des 6 % en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur difficulté à maintenir une croissance supérieure à 6 % en g.a.. L'inflation globale s'est accélérée au cours des derniers mois, alimentée par la composante des produits alimentaires (prix du porc), elle devrait toutefois se modérer après les célébrations du Nouvel An chinois (au premier trimestre 2020). Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance pour faire face à la faiblesse des conditions économiques, en particulier du côté de la politique monétaire (avec des baisses des taux bancaires de base et des facilités de crédit à moyen terme en novembre). La croissance du crédit, portée par les prêts en RMB et les obligations ordinaires et spéciales émises par les administrations locales, a de nouveau très légèrement reculé. Enfin, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis se contracte sous l'effet d'une hausse marginale des importations (convenue dans l'accord de première phase) et d'exportations plus faibles.

- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste modérée aux États-Unis et très faible (quoiqu'en légère progression) en zone euro, malgré la bonne tenue des marchés de l'emploi de part et d'autre de l'Atlantique. Bien que les causes de cette faible inflation ne soient pas parfaitement comprises, de nombreuses explications ont été avancées. L'une tient au problème de qualité d'une grande partie des emplois créés dans le cycle actuel (emplois faiblement rémunérés ou à temps partiel), les titulaires de ces postes n'étant pas en position de force pour obtenir des augmentations salariales. Une autre explication peut être fournie par le caractère désinflationniste de changements structurels dans les marchés de biens et de services (nouvelles technologies dans le commerce, en particulier, et, de manière plus générale, « ubérisation » de l'économie). De plus, après des années de très faible hausse des prix, les anticipations d'inflation sont faibles, ce qui a un effet auto-réalisateur. Enfin, les récentes réformes en zone euro (marché du travail et marchés des biens et services) ont créé un environnement plus concurrentiel. Malgré ces obstacles, nous maintenons que l'inflation devrait augmenter (pour autant que le cycle de croissance ne soit pas terminé) sous l'effet des hausses de salaires. Une telle remontée sera toutefois très progressive et l'objectif de la BCE (« inférieur, mais proche de 2 % ») semble hors de portée pour l'instant.
- **Cours du pétrole :** les cours du pétrole ont flambé après les frappes irakiennes et au lendemain des actions militaires / représailles le cours du pétrole pourrait grimper davantage, de manière temporaire, car la possibilité de nouveaux incidents ne peut être écartée. Pourtant, à moins d'une escalade militaire complète donnant lieu à une interruption de la production pétrolière d'Irak, il est peu probable que les prix du pétrole s'élèvent de manière durable, car l'élasticité des prix du pétrole à un choc temporaire d'offre est plus faible que par le passé, d'autres producteurs pouvant désormais absorber les chocs. La production pétrolière américaine, notamment, est plus flexible que par le passé et s'est avérée très résistante, ce qui limite la vulnérabilité du pétrole aux perturbations liées à l'approvisionnement.
- **Banques centrales : retour de l'attentisme dans les économies avancées.**
 - **FED :** lors de la réunion de décembre du FOMC, la Fed a décidé de maintenir ses taux en suspens après son « ajustement de milieu de cycle ». Le graphique à points (« dot plot ») de la banque centrale représentant les prévisions de taux d'intérêt suggère que les taux d'intérêt resteront inchangés en 2020. Les prévisions médianes tablent désormais sur une seule hausse de taux en 2021 et 2022. **La faiblesse des perspectives d'inflation impose toujours une attitude plus accommodante que restrictive à l'avenir. La Fed maintient son biais d'assouplissement, malgré une approche plus dépendante des statistiques économiques. Conformément aux attentes du marché, notre scénario central prévoit une nouvelle baisse des taux en 2020, afin de maintenir des conditions financières accommodantes et de garder la croissance américaine sur de bons rails.**
 - **BCE :** lors de sa première réunion de politique monétaire, Christine Lagarde a réussi à faire passer un message équilibré. Tout en reconnaissant la récente amélioration des données économiques de la zone euro, elle a réaffirmé l'engagement de la banque centrale quant à l'orientation actuelle de sa politique. Christine Lagarde a ouvert la conférence de presse en évoquant la revue stratégique, déjà commencée, que le Conseil des gouverneurs mènera cette année, qui sera très complète et dont la portée exacte sera bientôt précisée. Les prévisions actualisées des services de l'Eurosystème n'ont été modifiées qu'à la marge et, si les risques sont toujours orientés à la baisse, ils sont désormais « moins prononcés ». Le QE2 vient de reprendre et aucune nouvelle mesure importante ne devrait être mise en œuvre à court terme, compte tenu notamment de la revue stratégique en cours. **À moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, nous nous attendons à ce que la BCE maintienne ses taux inchangés au cours des 12 prochains mois. En effet, le seuil de déclenchement pour une nouvelle réduction des taux est très élevé au vu des effets négatifs sur le système bancaire qu'une nouvelle baisse est susceptible d'engendrer.**
 - **BoJ :** comme largement attendu, la banque centrale a maintenu sa politique inchangée lors de sa réunion de décembre. Les orientations prospectives de la banque sont inchangées par rapport à la réunion précédente. La BoJ pourrait encore envisager davantage d'assouplissement en 2020 si les risques géopolitiques augmentent à nouveau et que le yen s'apprécie de manière significative. Nous anticipons une réduction de taux de 10 points de base au cours des 12 prochains mois, celle-ci étant conditionnée par deux éléments. Tout d'abord, une réduction du taux d'intérêt cible à court terme devra s'accompagner d'un réaligement de la structure à trois niveaux des dépôts en comptes courants de la BoJ afin d'atténuer les effets négatifs sur les institutions financières. Ensuite, la BoJ empêchera évidemment la partie la plus longue de la courbe de décliner afin de garantir la pente de la courbe.

- **BoE**: lors de sa réunion de décembre, les responsables de la banque centrale ont voté à 7 contre 2 le maintien inchangé des taux à 0,75 %. Les procès-verbaux indiquent toujours que la politique monétaire pourrait réagir dans un sens ou dans l'autre à l'évolution des perspectives économiques afin d'assurer un retour durable de l'inflation à son objectif de 2 %. Les orientations prospectives sont restées inchangées par rapport à la réunion précédente. « *Si ces risques ne se confirment pas et si l'économie se redresse globalement conformément aux projections du CPM, un léger resserrement de la politique monétaire, à un rythme progressif et dans une mesure limitée, pourrait être nécessaire pour maintenir l'inflation à son objectif.* » **Nous restons convaincus que le positionnement le plus probable est le maintien inchangé des taux dans les 12 prochains mois.**



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

- La guerre commerciale s'intensifie et se traduit par une contraction plus importante du commerce mondial, un effondrement de la production manufacturière (avec une contagion aux services) et une guerre des changes. Récession géopolitique due à la « dé-globalisation »
- Aggravation des risques idiosyncrasiques (Moyen-Orient, Hong Kong, élections américaines, Brexit). *Hard landing* chinois en raison de l'incapacité du *policy mix* à soutenir un ralentissement progressif et répercussions régionales et mondiales sur la croissance et la stabilité macroéconomique



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

- Un soutien des politiques budgétaires plus important que prévu en Europe (Allemagne, Pays-Bas) et peut-être aussi aux États-Unis et un effort budgétaire coordonné inattendu à l'échelle de la zone euro seraient les principaux risques haussiers découlant d'un meilleur *policy mix* et d'un soutien plus marqué à la politique monétaire.
- Europe: des progrès significatifs de l'architecture financière (union des marchés financiers, union bancaire, flexibilité des règles budgétaires) pourraient créer un meilleur cadre permettant aux investissements de prospérer, de stabiliser les anticipations et d'améliorer les mécanismes de transmission de la politique monétaire.
- Véritable désescalade entre la Chine et les États-Unis avec un accord commercial d'envergure.

Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 26/12/2019

États-Unis

La croissance américaine se maintient, portée par la politique monétaire

- La demande intérieure continue de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus durement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires se sont détériorées ces derniers mois, mais elles ont récemment montré des signes de reprise.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés mais, dans l'ensemble, ils restent compatibles avec une croissance convenable de la consommation dans un futur proche. Avec le tassement de la progression totale des revenus, la consommation devrait ralentir, tout en restant le principal moteur de la croissance. Côté investissements, les projets de dépenses ralentissent.
- L'inflation reste faible (2,1 % pour l'inflation globale, 2,3 % pour l'inflation sous-jacente) et le PCE sous-jacent, à 1,6 % en g.a., reste proche bien qu'en deçà de l'objectif de la Réserve fédérale.
- La Fed a indiqué qu'elle jugeait son orientation politique adaptée et bien calibrée pour soutenir une croissance modérée et une bonne résistance du marché du travail et qu'une nouvelle réduction nécessiterait une « réévaluation substantielle des perspectives économiques ». Cependant, comme la croissance devrait selon nous continuer à décevoir, nous anticipons un nouvel abaissement au premier semestre 2020.

Facteurs de risque

- Même si un accord commercial imminent pourrait lever une partie de l'incertitude, le sentiment n'est pas le seul facteur : les actions commerciales passées ont eu un impact important sur l'économie et devraient être progressivement plus visibles
- L'incertitude politique devrait s'intensifier autour du programme du candidat démocrate
- Les risques géopolitiques et les surtaxes douanières pourraient constituer un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

Point bas

- Au troisième trimestre, la croissance du PIB (+0,2 % en glissement trimestriel) a été légèrement supérieure aux attentes, avec un taux de croissance en glissement annuel à 1,2 % et le risque d'une légère révision à la hausse de nos perspectives de croissance pour 2019 (actuellement 1,1 %) ; après une performance très solide de la formation brute de capital fixe au deuxième trimestre, les investissements ont ralenti au troisième trimestre tandis que la consommation des ménages s'est améliorée au-delà des attentes. À l'horizon 2020, la consommation des ménages devrait selon nous rester le principal moteur de la croissance, tandis que les investissements ralentissent ; les mesures d'incitation fiscale en faveur de nouveaux investissements (par exemple, les investissements « verts ») pourraient toutefois faire peser des risques haussiers sur nos prévisions.
- En décembre, les indices PMI flash de la zone euro étaient plus mitigés, soulignant la faiblesse continue du secteur manufacturier et la résilience/expansion des services.
- L'inflation est restée modérée et bien en-dessous de l'objectif (1 % en glissement annuel en novembre). La nouvelle direction de la BCE a annoncé le lancement d'une revue stratégique, un long processus qui devrait se terminer dans un an.

Facteurs de risque

- La menace des droits de douane américains sur le secteur automobile européen pourrait refaire surface une fois l'accord entre les États-Unis et la Chine conclu
- Les tensions politiques internes pourraient déstabiliser certains gouvernements
- Absence de mise en œuvre et de conception de plans stratégiques/réformes, en raison de la fragmentation politique
- Risques de nouveaux « revers » liés au Brexit

Finalisé le 26/12/2019

Royaume-Uni

Vers un Brexit ordonné fin janvier 2020

- La large victoire du Parti conservateur à l'issue des élections de décembre a ouvert la voie à un Brexit ordonné fin janvier 2020.
- Il y a toutefois une forte incertitude concernant la capacité du Royaume-Uni et de l'UE à signer un accord de libre-échange d'ici fin 2020 (fin prévue de la période de transition, que le Royaume-Uni ne souhaite pas prolonger).
- La progression du PIB du T3 a été revue en hausse (+0,4 % au lieu de +0,3 %). Toutefois, plusieurs chiffres récents (ventes au détail, indicateurs PMI) ont déçu.

Facteurs de risque

- Choc commercial fin 2020, si un accord de libre-échange avec l'UE ne peut être signé d'ici-là

Japon

Une lueur d'espoir

- Le climat des affaires est tombé à son plus bas niveau en six ans pour les grandes entreprises du secteur manufacturier. Avec l'érosion de leurs bénéfices, les entreprises ont commencé à réduire les salaires.
- Pourtant certaines lueurs d'espoir apparaissent. Malgré la faiblesse des exportations et la fragilité de la demande des consommateurs après la hausse de la TVA, l'indice PMI manufacturier a finalement rebondi en octobre grâce à l'amélioration de la demande de semi-conducteurs. Les entreprises ont accéléré la modernisation de leurs équipements pour stimuler la productivité et faire face aux pénuries de main-d'œuvre.
- Depuis septembre, la BoJ a décidé d'augmenter ses achats nets mensuels de JGB à court terme. Par conséquent, la croissance de la base monétaire s'est légèrement accélérée, celle de la masse monétaire lui emboitant le pas.
- Le gouvernement a annoncé un plan de relance d'envergure, qui devrait stimuler l'économie de 0,7 point de pourcentage au cours des deux prochaines années.

Facteurs de risque

- La stagnation des ventes mondiales de véhicules plombe la structure pyramidale de l'industrie automobile
- La demande des ménages s'effondre en raison d'une croissance salariale plus faible avant la mise en œuvre des mesures de relance

Chine

- En novembre, la plupart des données économiques sous surveillance ont rebondi (hormis l'immobilier) dans le sillage des prévisions de stabilisation à venir. Les conditions économiques restent toutefois assez moroses. L'excédent commercial avec les États-Unis continue de se rétrécir en raison d'une baisse encore importante des exportations et d'une légère augmentation des importations.
- L'inflation globale continue d'augmenter sous l'impulsion de la composante alimentaire, tandis que l'inflation sous-jacente et l'IPP restent modérés.
- Le *policy mix* n'apporte à nouveau qu'un soutien marginal. Après avoir abaissé le taux des prises en pension à 7 jours, la BPdC a réduit le 18 décembre celui à 14 jours de 5 points de base pour injecter des liquidités sur le marché monétaire.
- L'accord de première phase a été approuvé officiellement et devrait être signé en janvier. La Conférence centrale de travail économique a fixé les objectifs pour l'année prochaine (qui ne sont pas encore officiels) : croissance stable, pas d'évolution du *policy mix* et amélioration de la qualité de la croissance.

Facteurs de risque

- Annonce de détails supplémentaires concernant l'accord de première phase : résultat constructif sur les droits de douane
- Légère amélioration des conditions macroéconomiques
- *Policy mix* encore très légèrement favorable

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont restées stables mais plutôt faibles en décembre. Les 20 premiers jours d'exportations en Corée du Sud, qui constituent une sorte d'indicateur avancé pour le secteur extérieur, envoient également un signal de stabilisation à des niveaux faibles. L'effet de base a en partie contribué à atténuer les chiffres négatifs de novembre.
- Contrairement aux attentes, la Banque de réserve indienne est restée en pause en décembre (à 5,15 %), l'inflation s'approchant de la limite supérieure de la fourchette.

Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique faible et stable dans la région. Annonce officielle de l'accord de phase 1
- Inflation encore très modeste et reprise en Chine et en Inde

Finalisé le 26/12/2019

- Les données de l'inflation dans la région sont restées très faibles et les chiffres les plus marquants en novembre proviennent à nouveau d'Inde et de Chine avec respectivement 5,5 % et 4,5 % en glissement annuel, les composantes de produits alimentaires étant supérieures aux attentes, tout comme les prix des carburants en Inde.
- L'Indonésie a annoncé un réajustement, au-dessus de 3 % du PIB, de son objectif de déficit budgétaire. Après une réaction nerveuse du marché à cette annonce, celle-ci a rapidement été démentie par le ministère des Finances.

- **Statu quo inattendu de la RBI**
- **Annonce par l'Indonésie d'une révision de l'objectif en matière de déficit budgétaire**

Amérique Latine

- La dynamique macroéconomique est restée stable dans la région. Les chiffres du marché du travail brésilien et la tendance de l'économie colombienne ont enregistré une légère accélération, tandis que les autres grands pays peinent encore à voir une amélioration de leur cycle économique.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine est repassée légèrement en dessous de 3 % en novembre à 2,97 % en g.a. (le chiffre de la première moitié de décembre confirmant cette tendance prometteuse à 2,6 %). En Argentine, l'inflation est repartie à la hausse dépassant les 50 %, largement alimentée par l'ensemble des composantes.
- Les politiques d'assouplissement se poursuivent au Mexique et au Brésil, Banxico ayant abaissé ses taux de 25 pb à 7,25 % et la BCB de 50 pb à 4,5 %).
- En Colombie, après quelques concessions de la part du président Iván Duque, le congrès a approuvé le projet de réforme budgétaire qui avait été rejeté en octobre. Ces ultimes concessions furent obtenues grâce au faible capital politique du président et aux mouvements de protestation dans la rue.

Facteurs de risque

- **Faible conjoncture économique, mais légère accélération au Brésil et en Colombie**
- **Inflation modérée dans l'ensemble sauf en Argentine**
- **Nouvelle baisse des taux de Banxico et de la BCB**
- **Loi budgétaire révisée finalement adoptée en Colombie**

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs dans son Fonds souverain.
- La BC russe a de nouveau abaissé son taux directeur de 25 pb en décembre pour le ramener à 6,25 %. Au vu du ralentissement de l'inflation, nous anticipons une nouvelle baisse de 25 pb dans les 12 mois à venir.

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

- Le PIB s'est contracté en g. t. au T3 après un rebond au T2, principalement dû à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous tablons sur une croissance du PIB de 0,4 % maximum en g.a. en 2019, avec une légère hausse en 2020.
- Malgré un écart de production négatif et des anticipations de repli de l'inflation (mais au-dessus du point médian), la SARB demeure prudente en ce qui concerne les sorties de capitaux et leur incidence sur le taux de change, d'où les risques à la hausse pour l'inflation. Les réformes budgétaires et le sentiment de risque détermineront si la SARB abaisse ses taux à l'avenir. Nous nous attendons à ce qu'elle maintienne le statu quo en 2020, à moins de l'annonce d'un budget très encourageant en février.

Turquie : inflation en baisse et hausse de la croissance au 3^e trimestre 2019

- La croissance du PIB au troisième trimestre ressort en hausse de +0,9 % en g.a. alors qu'elle avait été négative au cours des deux trimestres précédents. Nous prévoyons une croissance stable ou légèrement négative en 2019 avec un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a de nouveau réduit son taux en décembre, le baissant de 200 pb à 12 %. Nous attendons davantage d'accommodation pour soutenir la faible conjoncture économique.

Facteurs de risque

- **Chute du prix du pétrole, renforcement des sanctions américaines et tensions géopolitiques**
- **Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales et laxisme budgétaire en l'absence de réformes**
- **Souplesse excessive de la banque centrale, orientation budgétaire laxiste, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité avec la zone euro**

Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source : Recherche Amundi

| Prévisions de taux directeurs | | | | | |
|-------------------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| | 13/01/2020 | Amundi + 6m. | Consensus T2 2020 | Amundi + 12m. | Consensus T4 2020 |
| États-Unis | 1,75 | 1,50 | 1,60 | 1,50 | 1,55 |
| Zone euro | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
| Japon | -0,1 | -0,2 | -0,11 | -0,2 | -0,06 |
| Royaume-Uni | 0,75 | 0,75 | 0,81 | 0,75 | 0,95 |

| Prévisions de taux longs | | | | | |
|--------------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| Taux 2 ans | | | | | |
| | 13/01/2020 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis | 1,57 | 1,30/1,50 | 1,60 | 1,30/1,50 | 1,63 |
| Allemagne | -0,586 | -0,70/-0,50 | -0,58 | -0,70/-0,50 | -0,57 |
| Japon | -0,136 | -0,30/-0,20 | -0,13 | -0,30/-0,20 | -0,14 |
| Royaume-Uni | 0,474 | 0,40/0,60 | 0,39 | 0,40/0,60 | 0,44 |

| Taux 10 ans | | | | | |
|-------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| | 13/01/2020 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis | 1,84 | 1,70/1,90 | 1,90 | 1,50/1,70 | 1,96 |
| Allemagne | -0,17 | -0,20/0,00 | -0,13 | -0,40/-0,20 | -0,08 |
| Japon | 0,00 | -0,10/0,10 | 0,03 | -0,10/0,10 | 0,06 |
| Royaume-Uni | 0,74 | 0,80/1,00 | 0,81 | 0,80/1,00 | 0,87 |

| Prévisions de change | | | | | |
|----------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
| | 09/01/2020 | Amundi + 6m. | Consensus T2 2020 | Amundi + 12m. | Consensus T4 2020 |
| EUR/USD | 1,11 | 1,13 | 1,13 | 1,14 | 1,15 |
| USD/JPY | 110 | 107 | 108 | 104 | 107 |
| EUR/GBP | 0,85 | 0,86 | 0,85 | 0,86 | 0,85 |
| EUR/CHF | 1,08 | 1,12 | 1,11 | 1,10 | 1,12 |
| EUR/NOK | 9,87 | 9,79 | 9,80 | 9,91 | 9,70 |
| EUR/SEK | 10,54 | 10,50 | 10,50 | 10,44 | 10,40 |
| USD/CAD | 1,31 | 1,30 | 1,31 | 1,26 | 1,30 |
| AUD/USD | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 0,70 | 0,70 |
| NZD/USD | 0,66 | 0,65 | 0,66 | 0,67 | 0,66 |
| USD/CNY | 6,93 | 7,05 | 7,00 | 7,10 | 7,00 |

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

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

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Andriy Onufriyenko

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Directrice de la Recherche

Rédacteur en chef adjoint

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche