

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
29 janvier 2020

20 %
Escalade
de la guerre
commerciale

Analyse

La signature d'un accord commercial partiel est conforme à notre scénario de référence. Les questions les plus complexes (comme les droits de douane déjà en vigueur et l'affaire Huawei) n'ont cependant pas été abordées et ont été reportées à après les élections américaines. 2020 sera, en effet, marquée par des élections présidentielles. Or, quel que soit le président des États-Unis l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur certaines questions stratégiques pourrait entraîner une détérioration de leurs relations, indépendamment du vainqueur. La probabilité d'arriver à un accord commercial complet est très faible. Divers rebondissements pourraient contribuer à une détérioration de la confiance des entreprises, des investissements et des flux commerciaux.

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. Les dernières données publiées pour novembre/décembre ont fait état d'une petite reprise du cycle, mais la propagation brutale du coronavirus, parti de Wuhan, contrebalance cette dynamique macro-économique positive. 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 résistants malgré les incertitudes politiques

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été s'est maintenue durant l'automne. D'après les données industrielles et les enquêtes de conjoncture, le secteur manufacturier mondial n'est pas encore au bout de ses peines, bien que la première phase de l'accord commercial 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, plombé par les discours protectionnistes, s'est effondré au cours des 18 derniers mois. 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 signature de l'accord commercial partiel tant attendu 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. Toutefois, l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont durement touchées. Les États-Unis poursuivent résolument leur effort de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % des importations totales en 2007 à 18 % en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Le coup de frein imposé à l'activité économique en Chine devrait avoir un impact négatif sur la dynamique du commerce mondial à court terme. Enfin, il ne faut pas sous-estimer le rôle de la résilience de la demande intérieure à mesure que les structures du commerce mondial et que les chaînes de production s'intègrent davantage au niveau régional.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec des risques baissiers en légère hausse. 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 plafonné à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour se situer autour de 2 % sous l'effet d'un affaiblissement de la demande intérieure imputable au recul des investissements fixes, mais qui reste soutenue par la bonne tenue des dépenses de consommation des ménages. Ce ralentissement progressif devrait se poursuivre, car la faiblesse persistante du commerce mondial et de l'industrie manufacturière, quelque peu atténuée par la conclusion de la première phase de l'accord commercial, pourrait avoir un impact plus durable sur l'économie, notamment sur les investissements. Côté consommation, les premiers signes d'un relâchement de la croissance des revenus salariaux pourraient freiner quelque peu la consommation des particuliers, qui devrait néanmoins rester le principal moteur de la croissance. Dans notre scénario, après avoir souffert en 2019, la confiance des entreprises et des consommateurs devrait se stabiliser avant de se redresser quelque peu. L'inflation devrait progressivement s'accélérer, tout en conservant un rythme favorable. Dans ce contexte, la politique monétaire reste favorable et nous continuons à tabler sur une baisse de taux supplémentaire cette année. Dans l'ensemble, la balance des risques nous semble toujours orientée à la baisse et malgré la conclusion d'une trêve commerciale, les tensions géopolitiques persisteront tandis qu'une dose d'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci à mesure que l'élection présidentielle approche. Bien que nous ne prévoyions pas de récession, les doutes quant à la prolongation du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement de la demande intérieure).
- **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste sous pression tandis que l'incertitude maintient son emprise sur l'économie mondiale, malgré l'amélioration récente du sentiment sur le front du commerce entre les États-Unis et la Chine. La zone euro a subi une détérioration de sa demande extérieure pendant que le secteur manufacturier était durement touché faisant craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, les moteurs de la croissance intérieure ont dans l'ensemble fait preuve de

résilience, les anticipations quant aux fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives et les surprises économiques sont devenues positives. Dans ce contexte, nous anticipons une stabilisation de la croissance de la zone euro en 2020-2021 qui convergera vers son potentiel à mesure que la crise du secteur manufacturier se résorbera et que le commerce mondial se stabilisera, bien que cette stabilisation se fasse à des niveaux plus faibles. La demande intérieure devrait rester soutenue par la bonne santé globale du marché du travail, dont les taux de chômage bas et la progression modérée des salaires soutiennent la consommation des ménages qui devrait être le principal moteur de la croissance. Les investissements devraient profiter d'un environnement économique stable et certains risques haussiers sont susceptibles de se concrétiser dans le cadre du Green New Deal de la nouvelle Commission européenne. 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. L'inflation étant soutenue dans son mouvement ascendant très progressif par la stabilisation de la croissance, nous ne nous attendons pas à de nouvelles mesures d'assouplissement de la part de la BCE.

- **Royaume-Uni:** le parti conservateur a remporté une large majorité parlementaire lors des élections du 12 décembre. Grâce à cela, l'accord de retrait conclu avec l'UE en octobre a pu être ratifié par le Parlement. Le Brexit aura donc bien lieu à la fin du mois de janvier 2020. Il sera suivi d'une période de transition, durant laquelle le Royaume-Uni conservera l'essentiel de son accès au marché unique européen, permettant ainsi d'éviter un choc commercial à court terme. Au cours de cette période de transition, le Royaume-Uni et l'Union européenne devront négocier un cadre permanent pour leurs relations commerciales (très probablement un accord de libre-échange). Toutefois, il est actuellement très difficile de prédire ce qui se passera à la fin du mois de décembre 2020, date à laquelle la période de transition prendra fin. La période de transition pourrait être prolongée (jusqu'en fin 2021 ou 2022), cependant, une telle décision doit en principe être prise avant le 1^{er} juillet 2020, or le Royaume-Uni a déjà promulgué une loi stipulant qu'il ne sollicitera pas de prolongation. Étant donné qu'il semble difficile de négocier un accord commercial complet d'ici décembre 2020, il y a un risque que le Royaume-Uni perde son accès au marché européen à partir de cette date, auquel cas les échanges entre le Royaume-Uni et l'UE seraient régis par les règles de l'OMC. Une telle situation perturberait fortement de nombreux secteurs d'activité. Nous sommes toutefois convaincus qu'une solution sera trouvée pour éviter ce scénario.
- **Chine:** les données de décembre font état d'une poursuite de l'amélioration de la dynamique économique déjà observée les mois précédents. Comme attendu, la croissance du PIB au quatrième trimestre de 2019 est restée stable au niveau du bas de la fourchette de 2019, soit à 6 % en g.a. et nous confirmons notre prévision de croissance inférieure à 6 % en 2020 (à 5,8 % en g.a.). En janvier, la propagation du Coronavirus à partir de la province du Hubei et le blocage de nombreuses villes de la province qui s'en est suivi ont introduit un nouveau risque baissier pour nos prévisions de croissance pour 2020, et ce, non seulement en Chine, mais aussi dans les pays voisins. En effet, pour endiguer la contagion, les voyages hors de Chine pour des raisons touristiques ont été restreints. 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 (pic au premier trimestre 2020). Le policy mix reste relativement accommodant et la PBoC a fait part de sa volonté d'injecter les liquidités nécessaires au système bancaire. La signature de la première phase de l'accord commercial en mi-janvier a permis de dissiper le risque en matière de tarifs douaniers pour le reste de l'année. Les aspects les plus litigieux du différend opposant la Chine et les États-Unis ont été déplacés à la deuxième phase des négociations, dont le lancement est prévu après les élections américaines.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible aux États-Unis et en zone euro, malgré la vigueur du marché du travail des deux côtés de l'Atlantique. Si les causes de cette faible inflation ne sont pas entièrement connues, de nombreuses explications possibles ont été avancées. Une première explication est liée à la mauvaise qualité de la plupart des emplois créés dans le cycle actuel (emplois faiblement rémunérés ou à temps partiel), car les travailleurs occupant ces emplois ne sont pas en position de force pour obtenir des augmentations de salaire. Une autre explication tient à la nature désinflationniste des changements structurels sur les marchés des biens et des services (nouvelles technologies dans le commerce en particulier, et, plus généralement, « uberisation » de l'économie). De plus, après des années de très faible hausse des prix, les anticipations d'inflation sont faibles, ce qui pourrait se concrétiser comme une sorte de prophétie autoréalisatrice. Enfin, les récentes réformes en zone euro (marché du travail et marchés des biens et services) ont créé un environnement plus concurrentiel. Malgré ces obstacles, nous restons convaincus que l'inflation, entraînée par les hausses de salaire, devrait s'accélérer (jusqu'à ce que le cycle de croissance arrive à sa fin). À court terme, certaines surprises à la hausse (par rapport aux attentes du marché) pourraient se concrétiser, mais, dans l'ensemble, la tendance haussière sous-jacente de l'inflation reste progressive.

- **Cours du pétrole:** les cours du pétrole ont flambé après les frappes irakiennes et au lendemain des actions militaires/représailles et pourraient grimper davantage, de manière temporaire, car la possibilité de voir de nouveaux incidents ne peut être écartée. Pourtant, à moins d'une escalade militaire d'envergure donnant lieu à une perturbation de la production pétrolière d'Irak, un passage durable à des cours sensiblement plus élevés est peu probable, car l'élasticité des prix du pétrole vis-à-vis d'un choc temporaire de l'offre est plus faible que dans le passé, d'autres producteurs pouvant désormais absorber les chocs. La production pétrolière américaine, notamment, est plus flexible que dans le passé et s'est avérée très résistante, ce qui rend le pétrole moins vulnérable aux perturbations liées à l'approvisionnement.
- **Banques centrales: retour de l'attentisme dans les économies avancées.**
 - **FED:** la faiblesse des perspectives d'inflation impose une attitude plus accommodante pour 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:** dans le contexte actuel de stabilisation de la croissance, de progression graduelle de l'inflation dans la bonne direction et de revue stratégique menée par la BCE, nous ne prévoyons pas de changement majeur de politique, à moins que le tableau macroéconomique n'évolue sensiblement. Le QE2 vient de reprendre et aucune nouvelle mesure importante ne devrait être mise en œuvre à court terme. **À moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, nous nous attendons à ce que la BCE maintienne ses taux inchangés dans les 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:** 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 baisse 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 réalignement 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 le segment le plus long de la courbe de décliner afin de garantir la pente de la courbe.
 - **BoE:** la BoE continue d'insister sur le fait que la politique monétaire pourrait se diriger dans un sens ou dans l'autre selon l'évolution des perspectives économiques afin d'assurer un retour durable de l'inflation à son objectif de 2 %. Tant que les données entrantes continueront d'étayer les projections du CPM, nous estimons que l'attitude la plus probable sera le maintien inchangé des taux au cours des 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 30/01/2020

États-Unis

Ralentissement de la croissance américaine et transition de l'incertitude du commerce à la politique

- 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 font apparaître des services résilients et une industrie manufacturière toujours à la peine, toutefois certains signes annonciateurs d'un éventuel plancher ont pu être observés dernièrement.
- Les ventes au détail de décembre ont été dopées par certains facteurs saisonniers et des effets de base, mais dans l'ensemble, la consommation devrait continuer à se tasser progressivement. La confiance des consommateurs pourrait permettre une croissance convenable de la consommation dans l'avenir proche, mais les signes d'affaiblissement de la progression totale des revenus augurent quant à eux d'un tassement de la consommation. Sur le front de l'investissement, les projets de dépenses se sont sensiblement modérés malgré l'apparition de signes annonciateurs d'un possible point bas.
- L'inflation reste favorable, bien qu'à court terme un mouvement haussier soit en cours (inflation sous-jacente et inflation globale à 2,3 %). Cependant, le PCE sous-jacent (1,6 % en g.a.) reste proche, bien qu'inférieur, de l'objectif de la Fed.
- La Fed considère que son orientation politique est adaptée et bien calibrée pour soutenir une croissance modérée et maintenir le marché du travail. Nous anticipons une nouvelle baisse des taux en 2020, car nous nous attendons à des déceptions en matière de croissance.

Facteurs de risque

- L'accord de phase 1 pourrait soutenir le sentiment à court terme. L'impact sur l'économie des mesures commerciales antérieures est considérable et devrait graduellement devenir plus visible
- L'incertitude politique devrait s'intensifier autour du programme du candidat démocrate
- Les évolutions géopolitiques pourraient faire peser un risque haussier sur les cours du pétrole si elles provoquent un choc d'offre durable ce qui affecterait nos perspectives en matière d'inflation

Zone euro

Point bas

- La croissance du PIB au T3 (0,2 % en variation trimestrielle et 1,2 % en variation annuelle) a été légèrement meilleure que prévu. L'activité économique a été soutenue par la consommation des ménages, tandis que les investissements fixes se sont tassés après la très bonne performance enregistrée au T2.
- L'enquête de la BCE sur les conditions de crédit du T4 confirme la vigueur relative du secteur de la consommation, avec une forte demande nette des ménages dans tous les domaines ; toutefois, si les conditions et les normes restent largement inchangées, la demande de prêts de la part des entreprises reste faible dans l'ensemble.
- Selon les premières estimations, le PMI composite de la zone euro est resté stable en janvier, sous l'effet d'une amélioration dans le secteur manufacturier et d'un ralentissement des services qui devra faire l'objet d'un suivi.
- Bien qu'elle reste contenue, l'inflation a clôturé l'année sur une note positive, la mesure globale et celle sous-jacente passant toutes deux à 1,3 % en glissement annuel.
- Dans ce contexte, nous pensons que la BCE devrait maintenir le statu quo cette année, tant que les économies se développent selon un scénario de reprise/stabilisation progressive, tout en préservant des conditions financières accommodantes.

Facteurs de risque

- La signature de l'accord de phase 1 devrait conforter le sentiment, mais les données sur les flux commerciaux mondiaux peinent encore à atteindre leur niveau plancher. Le commerce extérieur pourrait encore être un frein
- Certaines tensions politiques intérieures pourraient resurgir au cours de l'année
- Absence de mise en œuvre et de conception de plans stratégiques/réformes, en raison de la fragmentation politique
- Le risque de nouveaux « revers » liés au Brexit reste bien réel

Finalisé le 30/01/2020

Royaume-Uni

Croissance soutenue par la dépense publique mais freinée par l'incertitude concernant l'après-2020

- Le Brexit a eu lieu en bon ordre le 31 janvier 2020. Les derniers signaux économiques sont mitigés.
- La hausse des dépenses publiques prévue par le gouvernement Conservateur devrait être bénéfique à la croissance.
- L'incertitude liée au futur cadre des relations commerciales avec l'UE (après l'expiration, fin 2020, de la période de transition) restera cependant un frein à l'investissement.

Japon

Les inquiétudes liées au coronavirus pourraient freiner la reprise après le creux du T4 2019

- Les dépenses de consommation ont enfin commencé à montrer des signes de reprise après la faiblesse provoquée par la hausse de la TVA, les ménages constatant les effets des compensations fiscales consenties pour la diffusion des paiements sans espèces et en matière d'éducation préscolaire. Les exportations ont interrompu leur chute, la demande chinoise de dispositifs électroniques s'étant renforcée.
- La Diète a approuvé le budget complémentaire pour l'exercice 2019 qui contient une partie des importantes mesures économiques récemment adoptées. Pendant ce temps, la croissance de la base monétaire s'est accélérée, la BoJ ayant suspendu le ralentissement de ses achats de JGB depuis décembre.
- En revanche, le tourisme vers le Japon, dont la Chine élargie représente un tiers, a été fortement touché par la propagation du coronavirus, à l'heure où la Chine devait profiter des congés du Nouvel An lunaire, tandis que la perturbation des chaînes d'approvisionnement pourrait exacerber les difficultés de l'industrie automobile, qui a déjà dû faire face à de mauvaises ventes.

Chine

- La plupart des statistiques économiques observées ont rebondi en décembre (stabilité/secteur immobilier et investissements en infrastructures). Les données du PIB pour le quatrième trimestre 2019 sont, comme prévu, ressorties à 6,0 % en glissement annuel. Malgré ce redressement, la propagation soudaine du coronavirus à partir de la ville de Wuhan fait peser un grave risque baissier sur la croissance chinoise.
- L'inflation globale est restée stable à 4,5 % en glissement annuel en décembre et les prix des denrées alimentaires ont légèrement dévié.
- Le *policy mix* ne s'avère à nouveau que très légèrement favorable : diminution de 50 points de base du ratio des réserves obligatoires au début de l'année et taux bancaires de base en pause en janvier à 4,15 %.
- Bien qu'il soit logique de s'attendre à ce que l'impact du virus s'estompe à mesure que la saison hivernale avance, les mesures de confinement ou restrictions aux voyages et leur durée détermineront l'ampleur du ralentissement de la croissance chinoise et, bien plus qu'en 2003, de la croissance mondiale.

Facteurs de risque

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

Facteurs de risque

- Profondeur, durée et dispersion de l'épidémie de coronavirus
- Envolée du yen japonais poussé par l'afflux de capitaux fuyant le risque
- Demande des consommateurs qui ne parvient pas à se reprendre, les négociations salariales de printemps étant particulièrement faibles

Facteurs de risque

- Amélioration de la dynamique macroéconomique en Chine contrebalancée par l'actualité négative liée à la propagation du coronavirus
- Inflation encore élevée et déviation de la contribution de la composante alimentaire
- *Policy mix* encore légèrement favorable

Finalisé le 30/01/2020

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région se sont améliorées grâce aux flux d'exportations positifs, concentrés dans le secteur des semi-conducteurs et en provenance de Corée du Sud, Taiwan et Chine.
- Les chiffres relatifs à l'inflation dans la région sont restés très modestes malgré une hausse généralisée en décembre. Une fois encore, les chiffres les plus remarquables de décembre viennent d'Inde et de Chine, avec une contribution élevée des composantes du panier alimentaire, à hauteur de 7,4 % et 4,5 % respectivement en glissement annuel.
- En janvier, la Banque centrale de Malaisie (BNM) a inopinément abaissé son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 2,75 %, en raison des préoccupations liées à la croissance économique et aux risques externes pesant sur celle-ci.
- La propagation du coronavirus hors de Chine devrait avoir un impact négatif sur les pays voisins, en particulier sur ceux qui accueillent d'importants flux touristiques comme la Thaïlande et le Vietnam.

Facteurs de risque

- Amélioration de la dynamique macroéconomique grâce aux exportations du secteur des semi-conducteurs
- L'inflation reste encore très modeste, avec des niveaux élevés en Chine et en Inde
- La BNM a réduit ses taux directeurs de 25 pb
- La propagation du coronavirus aura un impact sur ses voisins, notamment la Thaïlande et le Vietnam

Amérique Latine

- La dynamique macroéconomique est restée stable et légèrement positive dans la région. La dynamique macroéconomique du Brésil s'est quelque peu stabilisée, mais reste positive, tout comme celle de la Colombie. Le PIB mexicain du T4 a moins reculé que prévu, se situant à -0,3 % en glissement annuel (g.a.) au lieu de -0,5 %.
- Au Brésil, l'inflation a bondi en décembre, passant de 3,3 % en g.a. en novembre à 4,3 % en décembre. Le principal moteur a été la composante alimentaire qui représente 1,3 % en g.a. sur le total de 4,3 %. Après deux mois consécutifs en dessous de 50 % en g.a. l'inflation argentine de décembre est repartie à la hausse atteignant 50,6 %.
- Les banques centrales de la région ont maintenu le statu quo, tandis que le gouverneur de la BCB s'est montré favorable à un nouvel assouplissement de faible ampleur.
- Les pourparlers entre le gouvernement argentin et le FMI, portant sur la restructuration de la dette et la prévention d'un défaut de paiement, ont débuté. Un échéancier détaillé devrait être publié d'ici février. Le 29 janvier, le président américain a signé l'AEUMC, un accord commercial qui se substitue à l'ALENA.

Facteurs de risque

- La dynamique économique est modérément positive dans l'ensemble
- L'inflation est pour l'essentiel modérée. L'IPC brésilien a atteint un pic en raison de la forte hausse des prix des denrées alimentaires
- Les BC de la région maintiennent leurs taux inchangés
- Signature de l'AEUMC et début des pourparlers entre l'Argentine et le FMI

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 deux réductions de 25 points de base au cours des douze prochains mois.

Facteurs de risque

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

Finalisé le 30/01/2020

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Afrique du Sud: de façon inattendue, la SARB a baissé son taux directeur

- Malgré un environnement difficile en ce qui concerne les sorties de capitaux et les pressions sur le taux de change en raison de problèmes budgétaires et de faibles perspectives de croissance, la SARB a réduit son taux de 25 pb à + 6,25% au premier comité de l'année. La décision de la SARB a été motivée par une révision à la baisse de ses prévisions de croissance et d'inflation ainsi que des anticipations d'inflation pour 2020. Nous ne nous attendons pas à un relâchement beaucoup plus important dans les mois à venir en raison de l'augmentation de l'aversion au risque actuelle.

Turquie: le rebond de l'inflation en décembre n'a pas modifié l'orientation de la politique monétaire

- Malgré un rebond de l'inflation en décembre, la banque centrale turque (CBRT) a encore abaissé son taux en janvier de 75 points de base à + 11,25% en ligne avec les prévisions du consensus. La CBRT a favorisé le soutien à la croissance, indiquant que la trajectoire d'inflation était conforme à ses prévisions à 8,2% en glissement annuel à la fin de 2020. Le communiqué de presse ne contient que des changements mineurs préfigurant de nouvelles baisses de taux.

Facteurs de risque

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

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/01/2020	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					
	29/01/2020	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					
	29/01/2020	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					
	30/01/2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,10	1,13	1,13	1,14	1,16
USD/JPY	109	107	108	105	107
EUR/GBP	0,84	0,86	0,85	0,86	0,85
EUR/CHF	1,07	1,12	1,11	1,10	1,12
EUR/NOK	10,13	9,79	9,83	9,91	9,70
EUR/SEK	10,63	10,50	10,50	10,44	10,40
USD/CAD	1,32	1,30	1,31	1,27	1,30
AUD/USD	0,67	0,69	0,69	0,69	0,70
NZD/USD	0,65	0,65	0,66	0,67	0,67
USD/CNY	6,91	7,05	7,00	7,10	6,93

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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 - Alexander Spatari

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Rédacteur en chef adjoint

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche