

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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

Risque # 1	50 % probabilité	Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine
<p>Analyse Avec les taxes sur l'aluminium et l'acier, Donald Trump s'est attaqué à la Chine. La Chine entend ne pas surréagir mais a quand même procédé à des mesures de rétorsion : vin, noix, acier, aluminium recycle, porc... Même chose pour le Mexique, le Canada, l'Union Européenne, l'Inde, la Turquie, la Russie... tous ces pays ont adopté des mesures restrictives. Il est probable que les menaces de Trump quant à la mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (6 novembre). Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère. Si une montée des tensions nous semble probable, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble en revanche toujours contenue (25 %) pour au moins deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif avant les élections (vive opposition perceptible dans le camp républicain/ effet boomerang); (2) les pays partenaires vont prendre garde de ne pas tomber dans le piège tendu et conserver une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque pour au moins deux autres raisons: (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier (avec une cote de popularité en hausse) et pas ou peu d'impact à ce stade sur le climat des affaires aux États-Unis.</p> <p>Impact de marché Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment en Europe) et risquent de conduire à un report dans le temps de certains projets d'investissement. Même en l'absence de guerre commerciale de grande envergure, l'économie peut ralentir. Une réaction en chaîne provoquerait un affaissement du commerce mondial et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Contrairement à ce que soutient Donald Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.</p>		
Risque # 2	50 % probabilité	Accroissement des tensions géopolitiques, avec pour corollaire une augmentation supplémentaire du prix du pétrole
<p>Analyse Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique. La situation s'est détendue en Asie avec la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation reste en revanche tendue sur le dossier iranien (dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire le risque d'une reprise du programme nucléaire en Iran). Les tensions au Moyen-Orient sont déjà en partie responsables de la montée des prix du baril.</p> <p>Impact de marché Il y aura régulièrement des regains de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent de façon imprévisible. Les autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) sont plus difficiles à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les marchés financiers? Il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon épisodique.</p>		
Risque # 3	20 % probabilité	Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les spreads souverains en zone euro
<p>Analyse L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations sont particulièrement tendues avec les autres pays de l'UE, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Si le risque d'un dérapage budgétaire conséquent ne doit pas être négligé, les déclarations du ministre des finances visent à rassurer ses partenaires de l'Union monétaire: il est clairement exclu pour la coalition de mettre en œuvre une politique qui mette en risque l'appartenance de l'Italie à la zone euro. C'est d'ailleurs pourquoi la coalition parle de remettre à plus tard (2019 ou 2020) de nombreuses mesures de son programme... Le compromis adopté par les partis au pouvoir a néanmoins permis une accalmie, mais rien ne garantit que cela soit durable. La présentation du budget et la réaction de la commission européenne et des agences de notation seront sans doute assez déterminantes.</p> <p>Impact de marché En cas néanmoins de dérive budgétaire incontrôlée en Italie, il faudrait s'attendre à une augmentation très rapide des taux d'intérêt locaux, ce qui mettrait en péril la reprise en cours et la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Il est probable dans ce cas de figure que la coalition explose, ou encore que le Président oppose son veto à la loi de finances. Dans les deux cas de figure, de nouvelles élections seraient probablement inévitables. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter la propagation des tensions financières aux autres pays périphériques.</p>		

Risque # 4

20 %
probabilité

« Hard Brexit »

Analyse | Nous identifions quatre scénarios :

(1) « **Soft Brexit** » (probabilité : 50 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJE...).

(2) **Brexit « très soft »** (probabilité : 20 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

(3) Un « **hard Brexit** » (probabilité : 20 %), selon les termes de l'OMC avec très peu d'accès aux services.

(4) **Pas de Brexit** (probabilité : 10 %) ; ce dernier scénario nécessiterait probablement des élections anticipées et un changement majeur de gouvernement, suivi d'un autre référendum. Un scénario « sans Brexit » ne peut être confirmé qu'après une longue période d'incertitude (retrait de l'article 50 du Royaume-Uni).

Impact de marché | Les scénarios (3) et (4) s'accompagneraient de turbulences financières mais pour des raisons très différentes. Il faudrait vraisemblablement passer par une crise politique sérieuse pour remettre en cause le Brexit (scénario 4). Même si la probabilité de « hard Brexit » (scénario 3) semble faible, la pression se faisant moins forte avec la période de transition (jusqu'à fin 2020), les négociations s'enlisent, et ce n'est pas bon signe. Dans le cas où les dispositions seraient in fine défavorables au Royaume-Uni, on assisterait à un affaiblissement de la livre sterling et de la croissance potentielle.

Risque # 5

20 %
probabilité

Contagion dans le « monde émergent »

Analyse | Les marchés émergents sont en souffrance depuis quelques mois, impactés par les hausses de taux de la Fed, mais aussi et surtout par la montée des craintes de guerre commerciale et par la baisse de certains marchés spécifiques (difficultés en Argentine, en Chine, en Turquie, au Brésil...). En bref, si le risque systémique est plus faible compte tenu de la moindre vulnérabilité des pays émergents, il n'en demeure pas moins vrai qu'au final, tous les marchés ou presque (Russie et Inde en forte hausse) sont en baisse depuis le début de l'année : -10 % pour la Chine, -7,5 % pour la Corée... et -12 % pour le MSCI émergents. Des craintes de guerre commerciale plus intense pousseraient sans aucun doute vers une plus grande contagion.

Impact de marché | Spreads de crédit et marchés d'actions seraient fortement chahutés, et ce d'autant plus que les devises émergentes souffriraient en premier de sorties de capitaux. Attention, le monde émergent n'est pas un bloc homogène, mais il a nettement tendance à se comporter comme un bloc lorsque les conditions de marché se dégradent fortement et brutalement. C'est pour cela – aussi – que la prudence envers les marchés émergents est de mise actuellement

Risque # 6

15 %
probabilité

La politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu

Analyse | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) stimule la croissance. Avec une croissance du PIB réel déjà nettement supérieure à 2 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un *output gap* positif), le taux réel des *fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit évidemment éviter toute erreur de communication en raison de la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25 pb (non préparé). Ce type d'erreur est très improbable de nos jours : la Fed communique désormais sur le fait qu'elle ne sur-réagirait pas si l'inflation devait surprendre à la hausse temporairement. Notons par ailleurs que l'impact favorable à court terme de la politique budgétaire devrait permettre à la Fed de continuer à relever ses taux d'intérêt sans accroître le risque de récession, donc sans dommage pour les marchés financiers.

Impact de marché | Si jamais la Fed accélérât ses hausses de taux, il faudra miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis.

Risque # 7

15 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise reste solide (et plus résiliente que ne le pensaient bon nombre d'observateurs il y a encore un an), mais le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est très élevé. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier a néanmoins commencé à se replier (en % du PIB). Cette évolution est de bon augure. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée, qui bénéficie actuellement du regain de vigueur de la croissance du PIB nominal. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

Impact de marché | Un *hard landing* lié à un éclatement de la bulle de crédit aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impact sur le commerce régional et mondial et donc sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 8

10 %
probabilité**Une remontée durable et significative des taux longs**

Analyse | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins : i) une remontée significative des perspectives de croissance (nominale, réelle ou potentielle), ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Néanmoins ces facteurs nous semblent plus improbables qu'en début d'année. Cette conclusion vaut notamment dans le cas de la zone euro, où la croissance se tasse et où la BCE entend maintenir durablement des conditions monétaires très accommodantes. C'est en effet une condition nécessaire pour voir l'inflation se redresser graduellement. Toutefois, la volonté d'abaisser le degré d'accommodation monétaire – notamment en mettant fin au QE d'ici la fin de l'année – demeure intacte. Une hausse modérée des taux européens semble inévitable. Mais une hausse marquée est improbable (en dehors de l'Italie).

Impact de marché | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises : cela fragiliserait la croissance et porterait en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein pour la hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains... et européens.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



Scénario central (probabilité 70 %) : la croissance mondiale ralentit, lentement mais sûrement.

- **La croissance mondiale se tasse : depuis l'été, l'économie mondiale tend à évoluer en ordre dispersé.** La croissance s'est tassée en zone euro tandis qu'elle reste très solidement ancrée aux États-Unis. En dépit de la montée des risques, les enquêtes de confiance restent néanmoins sur un niveau élevé. Les économies émergentes ont été fragilisées par la contagion financière qui a résulté des crises en Argentine et en Turquie. L'appréciation généralisée du dollar a fragilisé les économies endettées en dollar. Il en a résulté un mouvement de sorties de capitaux des pays émergents et une dépréciation des devises qui pèse sur l'inflation. En définitive, les banques centrales ont commencé à durcir leur politique monétaire dans de nombreux pays simultanément. Enfin on note un ralentissement économique plus prononcé qu'attendu en Chine qui a conduit les autorités à modifier l'orientation de la politique économique.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial s'est affaibli depuis le début de l'année. Les hausses de droits de douane annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium ont débuté le 1^{er} juin vis-à-vis du Canada, du Mexique et des pays de l'UE. On observe que la menace protectionniste a pesé sur la confiance des chefs d'entreprise notamment en Europe. Rappelons toutefois que jusqu'à maintenant les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires sont mesurées. Ceci dit, l'incertitude tend à perturber le fonctionnement des chaînes de valeur dont le développement a été étroitement lié à la croissance du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i. e. sur une croissance du commerce en deçà de celle du PIB mondial).
- **États-Unis :** sans surprise la croissance est attendue supérieure à 3 % au T3 2018 et l'économie continue de créer des emplois. Le marché du travail se tend davantage et les salaires commencent à accélérer. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel dans les trimestres à venir. Les conditions monétaires et financières demeurent accommodantes en dépit de la remontée des taux de la Fed et de l'appréciation du dollar. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) explique le dynamisme de la conjoncture à ce stade du cycle. Pas de récession à craindre en 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement monétaire). Nous tablons sur un ralentissement de la croissance à l'horizon 2020, avec une croissance plus proche de 2 % à cet horizon.
- **Zone euro :** nous avons revu notre prévision de croissance légèrement à la baisse à 2,0 % (2018) et 1,8 % (2019). Les menaces protectionnistes ont pesé sur le climat de confiance mais les dernières enquêtes montrent que la zone euro est résiliente. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique de la nouvelle coalition en Italie aura un impact économique marqué (cf. le thème du mois). À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée de son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, la question des migrants continue d'occuper une place prépondérante dans les débats. Ce qui laisse augurer de tensions récurrentes dans la perspective des élections européennes de mai 2019. En Allemagne, les élections en Bavière le 14 octobre auront valeur de test.
- **Royaume-Uni :** les négociations sur le Brexit se sont enlisées et la date butoir pour parvenir à un accord avec l'UE cette année sera probablement dépassée. Les dissensions au Royaume-Uni sur les modalités du Brexit sont vives (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière). L'UE tient de son côté à démontrer que le pays qui s'engage dans une sortie de l'UE est perdant. En définitive, nous attendons néanmoins un accord (sans doute pas avant 2019) qui permettra au R-U de bénéficier de la période de transition jusqu'en décembre 2020. Nous tablons sur un rythme de croissance affaibli tant que l'incertitude n'est pas levée.
- **Chine :** l'économie chinoise est en train de ralentir. L'affaiblissement du commerce mondial explique en partie cela. Les tensions sur le commerce avec les États-Unis continuent de dominer l'actualité : la menace américaine de taxer 200 Mds de produits chinois importés est prise en compte très sérieusement par le gouvernement chinois. C'est dans ces conditions que la Chine vient d'opérer un virage de politique économique avec une politique budgétaire de soutien à la croissance. Nous avons très légèrement revu en baisse (d'un dixième) notre prévision pour l'an prochain. Ceci dit les risques sur la croissance nous semblent désormais clairement baissiers.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées) et devrait continuer de se redresser graduellement. Ceci dit, le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce

modeste dans les pays avancés. Une « surprise inflationniste » demeure possible mais elle serait de courte durée dans un environnement de tassement de la croissance mondiale. En revanche, la situation est assez différente dans les économies émergentes où les pressions inflationnistes sont plus vives dans de nombreux pays, ce qui a conduit de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.

- **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (77 \$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par les tensions au Moyen-Orient et la politique de l'OPEP sur fond de demande mondiale toujours soutenue. Les risques demeurent haussiers à court terme. Le rééquilibrage par un accroissement de l'offre mettra du temps à se matérialiser (la production américaine est déjà sur un plus haut historique). Notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$) constitue notre prévision à 6-12 mois.
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons 2 hausses de 25pb au S2 2018 (septembre et décembre), et 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE réduira ses achats de titres mensuels (de 30 Mds à 15 Mds €) au T4, pour y mettre fin en décembre, comme annoncé. Le 1^{er} relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par Trump ont fait monter le niveau d'incertitude à l'échelle mondiale et probablement nourri l'appréciation du dollar et les sorties de capitaux des pays émergents, très sensibles à la thématique du commerce international. Or D. Trump se dit prêt à aller plus loin. Cette menace est à prendre très au sérieux tant en ce qui concerne la Chine que l'Europe. La probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce est élevée, dans une période où les risques géopolitiques dominent au Moyen-Orient (risques sur le pétrole).



Scénario baissier (probabilité de 25 %) : ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.

- Le risque de multiplication de mesures protectionnistes (par les États-Unis) et de mesures de rétorsion par le reste du monde s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Le risque concerne particulièrement la Chine, l'UE et le Canada.
- Aggravation des tensions géopolitiques actuelles au Moyen-Orient.

Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et pourrait générer à court terme de l'inflation. Ceci dit une guerre commerciale apparaîtrait rapidement déflationniste (en raison d'un choc 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). 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 2018

La probabilité est désormais très faible en raison de l'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis, la Chine et l'Europe notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran), de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement chinois et de tensions politiques en Europe (tensions entre l'Italie et l'UE, Brexit). Ces facteurs incitent les entreprises à rester prudentes.

- Accélération tirée par l'investissement des entreprises et le commerce mondial (si les tensions protectionnistes disparaissent)
- 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 au S1. Stabilisation en Chine.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires très 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 directeurs réels (aux États-Unis notamment).

Contexte macroéconomique

États-Unis

Solide rebond du PIB au 2^e trimestre soutenu par une demande intérieure forte

- Le moral des entreprises reste bon et les enquêtes de conjoncture mettent en avant l'augmentation des projets d'investissement. Les ménages restent optimistes grâce à des salaires en augmentation et à un marché du travail vigoureux.
- L'activité industrielle reste orientée à la hausse, soutenue par une forte demande. Les chiffres des commandes de biens d'équipement et des ventes de détail ont confirmé leur solidité. De façon plus décevante, la tendance de la productivité est restée faible et certains indicateurs suggèrent un ralentissement de l'immobilier.
- Les perspectives d'inflation sont restées alignées sur les prévisions de la Fed: elles subissent une légère pression haussière mais le déflateur de la consommation privée (PCE) converge vers l'objectif de la Fed.
- Les taux sont restés inchangés après la réunion du FOMC en août (1,75 % à 2 %). La politique monétaire accommodante prend graduellement fin et devrait bientôt passer à neutre.
- Des droits de douane de 25 % ont été implémentés (sur 16 Mds \$ après 34 Mds \$ en juillet) avec d'autres à suivre (200 Mds \$). ALÉNA: un accord préliminaire entre le Mexique et le États-Unis a été trouvé.

Facteurs de risque

- Durcissement de la Fed qui va impacter les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (immobilier, crédit aux ménages)
- Resserrement brutal des conditions financières
- Droits de douane et repréailles qui impactent les prix à l'importation et la pression inflationniste domestique
- Confiance affectée par l'escalade du conflit commercial
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

Zone euro

Poursuite de la reprise malgré la remontée des risques.

- Après de nombreuses déceptions en début d'année (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), les indicateurs économiques se sont stabilisés au cours de l'été, en ligne avec une croissance du PIB d'environ 2 % par an. L'inflation sous-jacente reste bloquée aux alentours de 1 % par an, même la hausse des salaires devrait lui permettre de progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'attitude à venir du nouveau gouvernement italien, dont les promesses budgétaires sont incompatibles avec les règles européennes, reste un facteur d'incertitude. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée que les États-Unis au risque de guerre commerciale.

- Montée des partis politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (notamment de guerre commerciale)

Royaume-Uni

Montée de l'incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a rebondi au T2 (+0,4 %) confirmant que le faible chiffre du T1 (+0,2 %) sous-estimait la tendance réelle. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, l'incertitude liée au Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. D'importantes divergences font encore obstacle à un accord de sortie avec l'UE alors que le calendrier est de plus en plus serré. La probabilité d'un *Hard Brexit* est perçue comme étant en hausse.

- « Hard Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

Japon

Voie semée d'embûches mais toujours en pente ascendante

- L'économie a rebondi après son revers du premier trimestre, entraînée par la forte reprise des dépenses des ménages et des investissements d'entreprise vigoureux. Cependant, les tremblements de terre de juin et les pluies torrentielles suivies d'une canicule aux mois de juillet et août ont mis un coup d'arrêt à la production des usines et aux activités commerciales.
- L'économie devrait se ressaisir à l'automne, les producteurs haussant leur production pour compenser leurs pertes. Les entreprises japonaises prévoient d'accroître leurs dépenses d'investissement au rythme le plus élevé depuis 2006, et ce malgré les craintes de différends commerciaux. En parallèle les salaires mensuels ont accusé en juillet une hausse record en glissement annuel tandis que le marché du travail atteignait un niveau de resserrement record en 44 ans. Les salaires minimums devraient être augmentés en octobre tandis que des investissements de substitution à la main-d'œuvre sont dans les tuyaux.

- Les droits de douane et quotas imposés par les États-Unis pourraient faire augmenter les coûts et perturber les chaînes d'approvisionnement

Chine

- La politique a été nettement assouplie en raison de l'accentuation des risques à court terme.
- L'économie ralentit, avec notamment un fléchissement plus important que prévu de la croissance du crédit sous l'effet du *deleveraging*.
- Les tensions commerciales É-U./Chine s'emballent, chacune des deux puissances imposant de nouveaux droits de douane sur 50 Mds USD de marchandises ; et Donald Trump menace de frapper de taxes 200 Mds USD supplémentaires de produits chinois en septembre.
- Pékin a réagi en assouplissant davantage sa politique au moyen de mesures monétaires, budgétaires et axées sur le désendettement, et affiche plus de détermination quant à la poursuite des réformes et projets d'ouverture.
- Les autorités ont également pris des mesures pour stabiliser le RMB et contenir les risques systémiques, tout en accordant plus de flexibilité au taux de change.
- L'incertitude devrait rester élevée. Il conviendra d'être attentif aux prochaines décisions commerciales des États-Unis et à l'efficacité des mesures chinoises visant un atterrissage en douceur de l'économie.

Facteurs de risque

- **Tensions commerciales É-U./Chine, avec une grande incertitude à court terme**
- **Des erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et de la transition structurelle**
- **Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord**

Asie (ex JP & CH)

- La croissance économique a bien résisté et les dynamiques macroéconomiques se sont stabilisées. L'étude des pays qui ont publié leurs données de croissance du PIB pour le T2 2018 révèle une demande intérieure (consommation des ménages et investissements en capital fixe) plus performante que les exportations nettes.
- L'inflation au 1^{er} semestre reste modérée. Les hausses des prix du pétrole et les faiblesses des devises n'ont pas impacté l'IPC de façon significative. Comme anticipé, l'inflation en Inde est descendue vers les 4 % (niveau charnière dans la fourchette d'objectif de la banque centrale) tandis que l'inflation des Philippines a continué sa croissance au-delà de l'objectif de la banque centrale.
- Les politiques monétaires ont maintenu leur attitude offensive. Parmi les récentes mesures des banques centrales on peut noter l'augmentation attendue par la RBI de 25 pb, une augmentation audacieuse de 50 pb du côté de la BSP et une augmentation surprise de 25 pb par la BI.
- L'Indonésie a publié son projet budgétaire pour 2019 dans un contexte budgétaire 2018 sain jusqu'à présent et avec la volonté de se maintenir sur la voie de la responsabilité budgétaire.

- **La dynamique macroéconomique reste stable et positive**
- **À quelques exceptions près, les niveaux d'inflation sont toujours modestes**
- **Les banques centrales maintiennent leur approche offensive**
- **Les risques géopolitiques pèsent sur les performances des devises**

Latam

- Les pays d'Amérique latine ont publié des données économiques solides (PIB plus robuste au Mexique, Chili et Pérou) tandis que la dynamique macroéconomique du Brésil s'est également améliorée (production industrielle à 3,5 % en glissement annuel en juin après -6,6 % au mois de mai).
- Du côté de l'inflation, malgré un contexte général favorable, la baisse de l'inflation au Mexique a été interrompue en juillet avec une augmentation de l'IPC passant de 4,6 % en juin à 4,8 % tandis que l'inflation au Brésil a augmenté de façon temporaire passant d'environ 3 % en mai à 4,5 % en juin /juillet suite aux grèves du mois de mai.
- Les banques centrales de la région sont restées attentistes lors de leurs dernières réunions de politique monétaire excepté la BCRA qui a augmenté ses taux directeurs à deux reprises en août, de 40 % à 45 % et, dernièrement, à 60 %.
- Le Mexique a conclu un accord bilatéral avec les États-Unis (ALENA). Au Brésil la situation politique demeure très incertaine à l'approche des élections présidentielles d'octobre.

- **Données économiques solides avec une amélioration récente au Brésil**
- **Hausse de l'inflation au Mexique et au Brésil**
- **Les banques centrales de la région maintiennent leur statu quo, excepté l'Argentine**
- **Agenda politique toujours chargé ; prochaines élections au Brésil le 7 octobre**

EMEA (Europe Middle East & Africa)**Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur grâce à la hausse des cours du pétrole. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.

Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 0.7 % en ga en 2018.

- Avec un déficit courant substantiel financé par les entrées de portefeuille (et non par les IDE) et une liquidité externe inadéquate, l'AS reste vulnérable aux turbulences des marchés émergents.
- À ces risques s'ajoutent des vulnérabilités du côté fiscal et des passifs éventuels des entreprises publiques.

Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 1.8 %.

- La TRY a plongé compte tenu des grands déséquilibres extérieurs, de la faible liquidité externe et des politiques non orthodoxes du gouvernement.
- Les investisseurs ont perdu confiance dans les actifs turcs, tandis que la banque centrale – un instrument politique du gouvernement – n'a pas été en mesure de relever les taux. Les entreprises turques ont commencé à faire défaut. Cela aura un impact très négatif sur la santé du secteur bancaire qui est fortement endetté en devises et trop large.

- **Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines**
- **Baisse des prix des produits de base, des sorties de capitaux, des dérapages budgétaires et des retards dans les réformes structurelles**
- **L'inaction de la CBRT, les turbulences persévérantes sur les marchés, la chute du PIB et le prix des actifs**

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (6 septembre 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,7	2,1	2,6	2,4
Japon	1,7	1,0	1,2	0,5	0,8	1,2
Zone euro	2,5	2,0	1,8	1,5	1,7	1,7
Allemagne	2,5	1,9	1,8	1,7	1,8	1,6
France	2,3	1,6	1,7	1,2	2,1	1,6
Italie	1,6	1,1	0,9	1,2	1,1	1,7
Espagne	3,1	2,7	2,3	2,0	1,5	1,5
Royaume-Uni	1,8	1,3	1,6	2,7	2,5	2,4
Brésil	1,1	1,2	2,0	3,5	3,9	5,0
Russie	1,5	1,7	1,7	3,7	2,9	4,6
Inde	6,2	7,7	6,0	3,3	4,5	5,3
Indonésie	5,1	5,2	5,4	3,8	3,5	4,5
Chine	6,9	6,6	6,3	1,6	2,0	2,3
Turquie	7,3	1,8	-1,0	11,1	15,0	14,5
Pays développés	2,3	2,2	2,1	1,7	2,0	2,0
Pays émergents	4,8	4,9	4,6	3,5	4,1	4,2
Monde	3,8	3,8	3,6	2,8	3,2	3,3

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	04/09/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
États-Unis	2,00	2,5	2,22	2,75	2,53
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,86	1	1,22

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	04/09/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,63	2,7/2,8	2,77	2,9/3,0	2,82
Allemagne	-0,61	-0,50/-0,40	-0,54	-0,40/-0,20	-0,45
Japon	-0,12	-0,20/-0,00	-0,09	-0,20/-0,00	-0,08
Royaume-Uni	0,71	0,80/1,0	0,79	0,8/1,0	0,89

Taux 10 ans					
	04/09/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,87	3,0/3,15	2,91	3,0/3,15	2,94
Allemagne	0,34	0,4/0,6	0,43	0,5/0,7	0,53
Japon	0,11	0,10	0,18	0,10	0,23
Royaume-Uni	1,40	1,40/1,60	1,46	1,40/1,60	1,53

Prévisions de change					
	04/09/2018	Amundi + 6m.	Consensus T1 2019	Amundi + 12m.	Consensus T3 2019
EUR/USD	1,16	1,18	1,18	1,20	1,19
USD/JPY	111,28	109	110	107	104
EUR/GBP	0,90	0,89	0,88	0,90	0,87
EUR/CHF	1,13	1,16	1,16	1,18	1,20
EUR/NOK	9,72	9,24	9,23	9,15	9,04
EUR/SEK	10,56	10,00	10,03	9,77	9,85
USD/CAD	1,32	1,28	1,28	1,25	1,26
AUD/USD	0,72	0,74	0,74	0,76	0,75
NZD/USD	0,66	0,67	0,67	0,68	0,69
USD/CNY	6,84	6,78	6,78	6,75	6,57

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 bénéfiques) 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

Crédit photo: iStock by Getty Images — tixti

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 Benoît, équipe de Recherche