

Les principaux facteurs de risque

Équipe Recherche Macroéconomique

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

Finalisé le 30/10/2019

Risque # 1

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | En Allemagne, les risques de récession technique au 3^e trimestre ne sont pas négligeables. En revanche, l'économie française a positivement surpris au 3^e trimestre avec une croissance de +0.3 % soit le même rythme d'expansion que lors des deux trimestres précédents et ce, en dépit de la détérioration des enquêtes sur le secteur manufacturier. Le principal risque, à ce stade, est celui d'une aggravation de la récession manufacturière et d'une contagion à la sphère des services. De nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers les chaînes de valeur mondiales), des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision en ce sens pourrait être prise en novembre) ou encore le Brexit. Ceci dit, les éléments de détente se sont multipliés sur tous ces sujets. Même si l'incertitude n'a pas complètement disparu, le nouveau gouvernement italien est plus modéré et apparaît plus stable qu'auparavant et le risque de Brexit sans accord a presque disparu. Si le déploiement de mesures budgétaires (au niveau des pays, voire de l'UE) peut contribuer à stabiliser la demande intérieure face aux incertitudes extérieures, l'appétit pour un effort coordonné semble néanmoins limité. Dans ce contexte, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques baissiers restent prépondérants. Par ailleurs, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé de soutien à la consommation des ménages, par conséquent, les services – qui sont plus sensibles à la demande intérieure qu'au commerce mondial – devraient continuer de faire preuve de résistance.

Impact de marché | Un ralentissement majeur serait clairement négatif pour les actifs européens et l'euro. Mais dans ce cas, le *policy mix* deviendrait encore plus accommodant, tant en termes monétaires qu'en termes budgétaires, ce qui devrait contribuer à stabiliser les anticipations de croissance. Toute incidence négative sur le marché (liée à un ralentissement plus marqué que prévu) devrait donc être de courte durée, puisque les investisseurs s'empresseraient d'intégrer l'impact positif du *policy mix* sur l'économie.

Risque # 2

20 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | Ralentissement progressif de l'économie américaine : depuis le pic de croissance atteint au T2 2018, l'économie américaine s'est progressivement ralentie pour tendre vers son potentiel. Les dernières données disponibles confirment l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait progressivement en train de ralentir en raison d'un fléchissement des dépenses d'investissement et d'un passage à la vitesse inférieure du marché du travail. Nous anticipons une croissance modeste des investissements et une contraction des dépenses des consommateurs américains (le revenu total du travail marquant légèrement le pas tandis que les niveaux de confiance se dégradent). Bien qu'un mini-accord se profile à l'horizon de fin novembre, l'incertitude qui persiste sur le front des échanges commerciaux et des enjeux géopolitiques, constitue un risque majeur pour nos perspectives, qui restent orientées à la baisse. D'après les dernières mises à jour, les données macroéconomiques et financières que nous surveillons pointent vers une probabilité accrue de récession, en hausse sur un horizon de 12 à 18 mois, et qui, si elle n'est pas négligeable (environ à 20 % actuellement), reste encore loin de ses plus hauts.

Impact de marché | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les indicateurs suggèrent un fléchissement de la demande intérieure. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'essayer de faciliter un atterrissage macroéconomique en douceur en essayant de contrebalancer les forces qui pourraient freiner la croissance américaine. Nous anticipons donc une période de souplesse prolongée qui s'accompagnera peut-être d'un recours à l'expansion du bilan, afin de maintenir les taux dans la fourchette cible, grâce à une plus grande liquidité dans le système.

Risque # 3

15 %
probabilité

États-Unis et Chine _ Reprise des négociations

Analyse | Une trêve récemment annoncée prévoit davantage d'achats de produits agricoles américains par la Chine et la suspension des augmentations de surtaxes douanières par les États-Unis. Les détails de l'accord n'ont pas encore été divulgués et, à notre connaissance, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et affaire Huawei) font toujours l'objet de discussions. Les négociations ont repris et une fois l'accord de première phase signé, une deuxième phase devrait commencer. Les deux parties ont abordé ces pourparlers de manière plus constructive. Pour autant, le risque reste de taille, car il faut garder à l'esprit que ce positionnement face à la Chine va bien au-delà du seul camp républicain. En effet, quel que soit le Président américain élu l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait davantage envenimer leurs relations dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. Le discours protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas près de disparaître. La probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

Impact de marché | Outre l'escalade du conflit, la principale répercussion sur les marchés des récents événements a été la dépréciation du CNY au-dessus du seuil psychologique de 7 par rapport au dollar. Le taux de change effectif du dollar est désormais à un plus haut historique et les monnaies des pays émergents ont traversé une courte période d'instabilité à la suite de la dépréciation du CNY. Cette instabilité devrait s'accroître en cas de dépréciation supplémentaire.

Risque # 4

15 %
probabilité

Crise géopolitique grave au Moyen-Orient

Analyse | Bien qu'il y ait toujours des risques géopolitiques centrés sur le Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur ces derniers mois après que Donald Trump 1/ a annulé les dérogations permettant à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2/ a décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaque d'une importante installation pétrolière saoudienne) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Cependant, le plus probable est que le Président américain ne voudra pas se lancer dans une confrontation armée avec l'Iran, dont les conséquences seraient très incertaines, alors que va bientôt s'ouvrir l'année électorale aux États-Unis. Même si la situation reste volatile et les fronts moyen-orientaux divers et complexes, les dernières décisions de la Maison Blanche (retrait des forces américaines de la frontière syro-turque) ne sont pas allées dans le sens d'une hausse du niveau d'exposition militaire des États-Unis dans la région.

Impact de marché | Les prix du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait être préjudiciable aux classes d'actifs les plus risquées et provoquer une recrudescence des flux vers un dollar refuge. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier important sur les cours du pétrole, étant donné le niveau élevé de la production américaine de gaz de schiste et les déclarations de l'Arabie saoudite et des EAU selon lesquelles ils seraient prêts à compenser toute réduction des exportations iraniennes.

Risque # 5

10 %
probabilité

Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP

Analyse | Le nouveau gouvernement a accompli la première et la plus urgente de ses tâches en soumettant, dans les temps impartis, son projet de plan budgétaire à la Commission européenne dans lequel il vise un maximum de flexibilité tout en cherchant à se conformer aux règles communautaires. La situation politique reste complexe, car la majorité est contestée par les résultats des élections locales, en faveur des partis de l'opposition, tandis que les querelles internes témoignent de sa fragilité. Malgré la forte réduction, à court terme, des risques liés à une crise de la dette ou à une confrontation politique de longue durée avec les autorités européennes, les questions structurelles, qui constituent une préoccupation à moyen terme (charge de la dette publique et espace budgétaire limité) restent sans réponse. L'instabilité politique demeure un risque de premier plan avec, dans les prochains mois, des élections locales qui se tiendront dans plusieurs régions clés et qui pourraient représenter un défi supplémentaire pour la coalition gouvernementale actuelle.

Impact de marché | Les marchés financiers italiens se sont félicités d'avoir échappé à un surcroît d'incertitude qui aurait été inévitable en cas d'élection anticipée. Par conséquent, les *spreads* entre BTP et Bunds se sont fortement resserrés, renouant avec leurs niveaux de la mi-mai 2018. De plus, l'aplatissement de la courbe italienne

a confirmé que le relâchement des incertitudes politiques soutient l'attractivité des obligations italiennes à plus long terme, qui forment l'une des dernières oasis dans l'actuel désert européen du rendement. Si une petite prime de risque politique devait subsister compte tenu de la fragilité latente de la coalition, il existe toutefois encore de la marge pour une baisse des taux d'intérêt, notamment sur le segment à long terme de la courbe

Risque # 6

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | Le Parlement européen est plus fragmenté, bien que les élections européennes aient été l'occasion d'une petite surprise « pro-institutions » (en lieu et place de la vague d'euro-scepticisme qui était annoncée) et les institutions et gouvernements européens ont été confrontés à une période de négociation plus difficile que d'habitude pour les nominations aux postes clés de l'UE (Commission européenne, Conseil, Parlement et Banque centrale), qui pourrait augurer de la complexité future des négociations visant à une intégration accrue. Cela ne devrait toutefois pas pouvoir déclencher de crise majeure au niveau européen. Cependant, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « antisystème » ait atteint son pic et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. La politique en devient donc moins prévisible, notamment dans les grands pays où elle était stable auparavant (Allemagne et Espagne). Une telle situation est gérable en période de prospérité, mais peut toutefois devenir plus complexe en cas de détérioration de la situation économique.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'une crise systémique en Europe soit possible. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes mais qu'elles ne souhaitent pas quitter la zone euro. Cependant, la difficulté pour les investisseurs étrangers à comprendre les institutions européennes ne va pas disparaître du jour au lendemain, ce qui signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique.

Risque # 7

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du monde émergent

Analyse | La récente escalade de la guerre commerciale a déclenché une nouvelle vague de ralentissement de la croissance dans l'univers émergent, et au-delà. Toutefois l'assouplissement progressif des principales banques centrales (à savoir la Réserve fédérale et la BCE) simplifie l'environnement financier mondial pour les marchés émergents. Une dépréciation prononcée du dollar américain est le facteur manquant dans ce contexte. La situation financière plus clémente ne devrait se dégrader qu'en cas de réajustement brutal des attentes exagérément optimistes des marchés à la suite de choix de politique monétaire plus prudents de la Fed et de la BCE. Cela dit, le niveau de souplesse annoncé et effectivement mis en œuvre devrait empêcher que les risques idiosyncrasiques ne se transforment en risques systémiques, comme ce fut le cas avec l'Argentine au mois d'août. Du côté de l'économie réelle, les répercussions des chocs de la demande extérieure sur la demande intérieure (principalement via les investissements) se sont avérées nettement plus importantes en Asie que dans les autres régions. Une résolution ordonnée et rapide du conflit commercial (signature au moins de la phase 1) est nécessaire afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation attendue de la croissance.

Impact de marché | Dans ce scénario de risque, les marchés actions et de taux seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau confrontées à une fuite des capitaux. Toutefois, les marchés émergents sont loin de constituer un bloc homogène et les marchés se détérioreraient davantage dans les économies les plus faibles et les plus vulnérables, en raison de leur mauvais positionnement extérieur ou de situations budgétaires et politiques fragiles.

Risque # 8

10 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Des données récentes révèlent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est manifeste et la dette des entreprises non financières s'est fortement accrue depuis la crise financière de 2008. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017 (bien qu'il soit légèrement reparti à la hausse ces derniers temps).

Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Si la menace d'atterrissage brutal s'intensifie, les autorités chinoises disposent de suffisamment de munitions pour compenser les chocs, avec notamment de nouvelles dépréciations, une expansion du crédit sur le marché immobilier, une politique budgétaire plus expansionniste et plus d'accommodation monétaire.

Impact de marché | Un atterrissage brutal de l'économie déclenché par l'éclatement de la bulle du crédit aurait un impact très négatif et ses répercussions seraient particulièrement désastreuses : vulnérabilité des systèmes bancaires (en Chine et ailleurs), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à la dette publique et privée de la Chine, impact négatif sur le commerce régional et mondial, et par conséquent sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, des pays avancés et des pays émergents, etc

Risque # 9

5 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Le gouvernement britannique et l'UE se sont entendus, le 17 octobre, sur un nouvel accord de Brexit. Le Parlement britannique a validé le principe de cet accord, mais a refusé de le ratifier par une procédure rapide. Ce refus a contraint le Premier ministre britannique à demander un report de la date limite du Brexit au 31 janvier 2020, date acceptée par l'UE. Il apparaît à présent que l'accord de Brexit ne sera pas ratifié avant les élections anticipées britanniques qui devraient avoir lieu le 12 décembre. Quel que soit le résultat de ces élections (les Conservateurs sont aujourd'hui nettement en tête dans les sondages), le risque de Brexit sans accord paraît faible. Une victoire des Conservateurs serait probablement suivie par la ratification de l'accord du 17 octobre, alors qu'une telle issue électorale était encore perçue, il y a quelques semaines, comme de nature à augmenter les risques. Une victoire des partis d'opposition pourrait, pour sa part, donner lieu à un 2d référendum et ouvrir la possibilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE (même si l'issue de ce référendum est très incertaine). Un Brexit sans accord nécessiterait, à présent, une conjonction d'événements problématiques (par exemple, l'impossibilité de former une majorité gouvernementale après les élections, de nouvelles velléités britanniques de renégocier l'accord avec l'UE, ou le rejet par les électeurs britanniques des choix qui leur seraient proposés par référendum), et l'impossibilité de trouver toute autre solution permettant d'éviter une séparation brutale.

Impact de marché | Le risque de *no-deal* a nettement diminué, justifiant une compression de la prime de risque sur les actifs britanniques et une remontée de la Livre sterling. Il faut garder à l'esprit, toutefois, que le processus du Brexit est loin d'être terminé : même en cas de ratification de l'accord du 17 octobre, le Royaume-Uni devra encore, durant une période de transition, négocier le futur cadre permanent de ses relations commerciales avec l'UE. Les marchés pourraient percevoir un risque que la période de transition se termine dès fin 2020 (si le Royaume-Uni ne demande pas sa prolongation), coupant le pays de son accès au Marché Unique Européen avant qu'un accord complet de libre-échange ait pu être finalisé.

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 60 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se prolonge, à quelques exceptions près, cet automne. Les enquêtes et données industrielles continuent de montrer que le secteur manufacturier mondial est en récession. Toutefois, la demande intérieure résiste grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au S1 2020 :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois en raison des discours protectionnistes. Dans la mesure où (1) la trêve commerciale entre la Chine et les États-Unis est signée d'ici la mi-novembre et (2) la prochaine série de surtaxes prévue pour la mi-décembre est ajournée pour ne subsister que dans le cadre des négociations, nous pensons que les gros dégâts sur la dynamique commerciale mondiale sont désormais faits. Nous anticipons une lente reprise du commerce mondial en 2020. Cela dit, le commerce mondial devrait rester sous pression à court terme et ne croître qu'à un rythme inférieur à celui du PIB mondial l'an prochain. Il est à noter que l'impact sur les différentes économies diffère d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont très affectées par la faiblesse généralisée de la demande intra-UE et la baisse de la demande de biens intermédiaires et d'équipement de pays hors UE (Italie et Allemagne). Les États-Unis continuent leur progression en termes 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 tentent de transformer en opportunités les défis engendrés par les tensions commerciales. De nouvelles tendances se dessinent avec deux grands gagnants de la guerre commerciale, le Mexique et le Vietnam. Le Vietnam profite de la délocalisation des petites entreprises hors de Chine tandis que le Mexique profite d'une diversification des importations américaines (hors secteur automobile, les exportations d'équipements électriques et électroniques vers les États-Unis sont en augmentation). En outre, il ne faut pas sous-estimer la résilience 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. De plus, le secteur des services est de moins en moins corrélé à l'industrie, ce qui peut être attribué à l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus élevé. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018 a initié un ralentissement au S2 2018 qu'elle a poursuivi au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au T2 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,0 % en g.a. au T3 2019. Les investissements fixes ont affiché une tendance fortement baissière à partir du second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté. La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à freiner les investissements, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est en effet détériorée et ne s'est quelque peu stabilisée que récemment, faisant craindre un ralentissement plus marqué de la demande intérieure. Pour l'heure, malgré l'augmentation des probabilités, nous ne pensons pas qu'une récession soit probable à court terme. Pourtant, certains signes laissent entrevoir une

décélération du marché du travail, avec un ralentissement de la croissance de la masse salariale et des intentions d'embauche, ce qui confirme l'idée que la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Malgré cela, les risques restent orientés à la baisse et en cas de persistance des tensions commerciales et géopolitiques, les doutes concernant l'extension du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (moins de soutien de la politique budgétaire et demande intérieure sous pression avec une contagion de la faiblesse de l'industrie manufacturière au secteur des services). En outre, il est important de garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale et des conditions financières plus sévères pourraient entraîner une contraction des bénéfices. Dans cette optique, la Réserve fédérale devrait s'en tenir à sa politique accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions de politique monétaire » tout en gardant la maîtrise des conditions financières (principalement déterminées par la vigueur du taux de change effectif du dollar).

■ **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste soumise à de fortes pressions en raison des incertitudes commerciales et des faiblesses de l'industrie manufacturière qui continuent de fragiliser les perspectives de croissance. Malgré la bonne tenue de la demande intérieure, qui contribue à maintenir la croissance de l'économie, les signes d'une contagion de la faiblesse du secteur manufacturier à celui des services pourraient se concrétiser. Ces risques de contagion sont plus manifestes en Allemagne et en Italie, où la dépendance du secteur des services vis-à-vis du secteur manufacturier est plus forte et où les entreprises sont davantage tributaires du commerce extérieur ce qui accroît leur exposition sous-jacente. En outre, l'Allemagne est probablement entrée en récession technique au troisième trimestre de 2019. Les risques sont clairement orientés à la baisse, car les incertitudes ne devraient pas se dissiper dans les mois à venir. En effet, une nouvelle escalade des conflits commerciaux pourrait se concrétiser tandis que le Brexit, malgré les récents rebondissements, n'est toujours pas résolu. L'incertitude joue un rôle clé en ce qui concerne les investissements au sein de la zone euro. Celle-ci a contraint les entreprises à freiner leurs investissements, ce qui a entraîné une baisse de la demande de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Malgré des perspectives économiques plus sombres, le marché du travail s'améliore à mesure que le taux de chômage continue de se stabiliser progressivement à des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays membres, soutenant la consommation et la confiance des consommateurs. La croissance des économies périphériques reste soutenue, malgré le risque croissant de contagion en cas de détérioration brutale et prolongée des économies du cœur de la zone. Le besoin maintes fois exprimé de mesures de relance budgétaire pour accompagner l'assouplissement monétaire déjà important et déclencher un rebond de l'économie de la zone euro semble rester lettre morte, les pays peinant à élaborer un programme d'intervention commun et coordonné. Les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires ont annoncé que des mesures d'intervention budgétaire pourraient être prises en cas de détérioration plus marquée de la situation économique.

■ **Royaume-Uni :** le mois d'octobre a été très riche en événements dont 1/l'obtention d'un nouvel accord de Brexit avec l'UE 2/le refus du Parlement britannique de suivre une procédure rapide pour ratifier cet accord 3/l'obtention d'un report supplémentaire de la date du Brexit, au 31 janvier 2020 4/l'annonce d'élections anticipées le 12 décembre. Si la ratification de l'accord de Brexit doit, à présent, attendre la toute fin de 2019 ou le début de 2020, le risque de Brexit sans accord n'en a pas moins considérablement reculé puisqu'existe à présent une formule acceptable à la fois par les Conservateurs britanniques (nettement en tête dans les sondages) et par l'UE, ce qui n'était pas le cas auparavant. Une victoire des partis d'opposition serait probablement suivie, pour sa part, d'un 2d référendum ouvrant la possibilité que le Royaume-Uni reste, au final, dans l'UE (quoique l'on ne sache pas, à ce stade, quelle serait exactement l'alternative proposée aux électeurs). Il ne devrait donc pas y avoir de choc commercial majeur au cours des prochains mois, ce qui devrait être bénéfique à l'économie britannique. Toutefois, on ne peut exclure une remontée de l'incertitude lorsque se posera la question de l'extension de la période de transition devant suivre le Brexit (elle peut se terminer dès fin 2020, soit un délai très court pour conclure un traité de libre-échange).

■ **Chine :** les données de septembre (publiées en octobre) ont confirmé la faiblesse des conditions économiques, mais l'économie ne s'est pas ralentie davantage depuis les mois d'été. À ce stade, nous confirmons notre prévision d'une décélération de la croissance du PIB au bas de la fourchette, à 6 % en glissement annuel (g.a.) au second semestre 2019 (le PIB du T3 est ressorti à 6 % comme attendu) et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur volonté de maintenir la croissance au-dessus de 6 %. Les dernières données n'ont pas toutes participé à noircir le tableau. Les investissements dans le logement, les ventes au détail (y compris

l'automobile) et l'infrastructure ont fait preuve de résilience voire d'une certaine croissance. Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance afin de faire face à la décélération évoquée plus haut. D'autres mesures de relance devraient prendre la forme d'un assouplissement de la politique monétaire (ratio des réserves obligatoires) et dernièrement, la Banque populaire de Chine a maintenu ses taux bancaires de base en suspens. La croissance du crédit a atteint son point bas, les obligations génériques et spéciales des administrations locales ne contribuant plus à l'augmentation du financement social total, leur quota annuel autorisé par le gouvernement étant presque atteint. Dans le cadre de la trêve annoncée récemment, la Chine a concédé l'achat de davantage de produits agricoles américains.

- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées, malgré l'amélioration continue des marchés du travail (les taux de chômage sont faibles, par rapport aux normes historiques, aussi bien aux États-Unis qu'en zone euro). Les raisons de cette faiblesse sont multiples. Tout d'abord, il existe un problème de qualité d'une grande partie des emplois créés (emplois peu rémunérateurs et/ou temps partiel subi), dont les titulaires ne sont pas en position de force pour obtenir des augmentations de salaires. Ensuite, des mutations structurelles des marchés des biens et des services (nouvelles technologies appliquées au commerce, notamment) peuvent jouer dans un sens désinflationniste. De plus, après des années d'inflation très faibles, les anticipations d'inflations sont faibles ce qui a un caractère auto-réalisateur. Enfin, dans le cas de la zone euro, de récentes réformes (portant aussi bien sur le marché du travail que sur ceux des biens et services) ont pu créer un environnement plus concurrentiel. Malgré ces freins, et pour autant que le cycle de croissance ne soit pas terminé, nous continuons de penser que l'inflation, soutenue par la hausse des salaires, devrait tout de même progresser. Cependant, ce mouvement sera très graduel et la cible de la BCE (« en dessous, mais proche, de 2 % ») semble, pour l'heure, hors de portée.
- **Prix du pétrole:** au-delà de la volatilité qui a pu être générée, récemment, par certains événements géopolitiques (attaque en septembre contre des installations saoudiennes), les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine continuent d'exercer une pression baissière sur les cours. Cela dit, les efforts de coordination des pays de l'OPEP+ (accords de réduction de la production de juillet) devraient permettre, de leur côté, de maîtriser l'offre. Par conséquent, tout bien considéré, nous maintenons notre scénario de quasi-stabilité avec des objectifs de 60 à 70 \$/baril pour le Brent et de 55 à 65 \$/baril pour le WTI.
- **Banques centrales: retour du « wait an see ».** Comme prévu, la Fed a abaissé pour la 3^e fois consécutive le taux des *fed funds* à 1,5-1,75 % lors du FOMC d'octobre. Cette décision a été prise en réaction à l'incertitude persistante au regard de la guerre commerciale et de la récession manufacturière mondiale, dans un contexte où l'inflation demeure faible. Le président Powell a indiqué que l'orientation actuelle de la politique monétaire était appropriée compte tenu des perspectives de croissance modérée, ce qui signifie que les décisions de la Fed dépendront désormais des données (et non des risques). Nous nous attendons à une baisse de taux supplémentaire de la Fed à l'horizon de 12 mois, légèrement inférieure à celle qui est actuellement escomptée par les marchés. Le creux du cycle n'a pas encore été atteint, ce qui maintiendra probablement la Fed sous pression l'an prochain. Une pause est largement attendue en décembre étant donné qu'un (mini) accord commercial entre les États-Unis et la Chine semble être sur le point d'être conclu. Par ailleurs la Fed continuera de gérer très activement son bilan. Pour la BCE, la situation est assez différente: il y a eu un dissensus marqué quant au redémarrage d'un QE et Christine Lagarde devra donc en priorité s'atteler à reconstruire un large consensus. Nous nous attendons à peu de mesures d'accommodation supplémentaires, à moins que certains risques ne se matérialisent. Nous tablons toujours néanmoins sur une dernière baisse des taux (de -10 pb à -0,6 %) d'ici la mi-2020 en raison (1) d'une croissance inférieure à la normale, (2) d'une inflation constamment inférieure à l'objectif de la BCE et (3) de risques baissiers toujours élevés.



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

Deux « familles » de risques avec des issues différentes en termes de politiques monétaires et de scénarios

1. Risques commerciaux : « normalisation » plus lente que prévu du commerce mondial, escalade de la guerre commerciale et contagion généralisée à la consommation

- **Ralentissement de la croissance**, chute des bénéfices : le risque de récession globale revient sur le devant de la scène
- **BC** : politiques monétaires encore plus accommodantes que celles actuellement intégrées par les marchés
- **Politiques fiscales** : prennent progressivement le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance

2. Risques de marché : réévaluation soudaine des primes de risque ayant un impact significatif sur les conditions financières, aggravée par la faible liquidité (divers facteurs déclencheurs : guerres (notamment au Moyen-Orient), crise à Hong Kong, incident de crédit (HY), etc.)

- **Le *policy mix*** (budgétaire et monétaire) deviendrait nettement plus proactif (c'est-à-dire préventif) dans ce cas, alors qu'il tarderait probablement à être ajusté si les tensions n'étaient que commerciales.



SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (10 %) : reprise modérée de la croissance mondiale en 2020

- Nous avons considérablement revu à la baisse nos prévisions de croissance depuis le début de l'été, en intégrant une partie du scénario de risque baissier dans le scénario central. Cela signifie implicitement qu'il est désormais nettement plus facile d'être « surpris positivement ». Ainsi, sur le plan politique, l'actualité la plus récente s'est avérée plus positive (coalition pro-européenne en Italie, possible désescalade du conflit commercial, hard Brexit devenu très peu probable).
- Il se peut donc qu'à l'avenir, nous assistions à la fois à une diminution des risques (politiques) et à une expansion du *policy mix* à l'échelle mondiale, ce qui ouvrirait la voie à un regain de confiance et à une normalisation plus rapide du commerce mondial.
- Une légère reprise de la croissance (légèrement supérieure au potentiel) - par rapport à une croissance décevante dans le scénario central - est une réelle possibilité.

Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 30/10/2019

États-Unis

Ralentissement progressif de la croissance américaine et assouplissement monétaire.

- Les moteurs de la demande intérieure continuent de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus fortement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires font état d'un trou d'air tant pour la production manufacturière que les services.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés, mais font état, dans l'ensemble, d'une détérioration. Un ralentissement de la croissance de la masse salariale, des prévisions d'embauche en baisse et un fléchissement de la croissance des salaires et traitements sont autant de signes avant-coureurs d'un recul de la consommation. Côté investissements, les projets de dépenses se réduisent. L'inflation faible (1,7 % dans l'ensemble, 2,4 % pour l'inflation sous-jacente) reste néanmoins proche de l'objectif de la Fed.
- La Fed a annoncé une troisième baisse en octobre et le FOMC se tient prêt à intervenir. La Fed a également annoncé qu'elle rachètera des bons du Trésor chaque mois au moins jusqu'au T2 2020, initialement à un rythme de 60 milliards de dollars par mois, pour maintenir un niveau approprié de réserves, produire rapidement des effets vertueux sur les marchés monétaires et créer une certaine marge de manœuvre et une flexibilité pour le futur.

Facteurs de risque

- Si un mini-accord avec la Chine est en vue, l'incertitude demeure élevée et la demande intérieure et la confiance se détériorent. Plus la liste des produits visés par les surtaxes est longue, plus l'impact sur la demande intérieure des États-Unis est important
- Les risques géopolitiques et les surtaxes douanières pourraient s'avérer être un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

La conjoncture reste très médiocre.

- Les indicateurs industriels ne donnent toujours pas de signes de rebond. En fonction du poids de l'industrie dans leurs économies respectives, les États membres sont très diversement touchés par le ralentissement (la France et l'Espagne résistent mieux que l'Allemagne et l'Italie).
- La contagion des difficultés industrielles aux services est de plus en plus visible, même si elle reste limitée.

Facteurs de risque

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

Royaume-Uni

Le risque de Brexit sans accord a nettement diminué

- Même si l'accord de retrait conclu le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'UE n'est probablement pas ratifié avant les élections de décembre, le risque de Brexit sans accord paraît à présent très faible. Les sondages donnent l'avantage aux Conservateurs.
- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont améliorés au T3. La combinaison d'un marché du travail toujours porteur et du reflux de l'inflation soutient les salaires réels.

Facteurs de risque

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

Japon

Le problème n'est pas la hausse de la TVA mais la météo désastreuse

- L'affaiblissement de la demande extérieure s'est répercuté sur l'économie intérieure. Selon l'enquête Tankan de la BoJ, les perspectives des grandes entreprises manufacturières sont tombées à leur plus bas niveau en 6 ans. Les exportations ont finalement commencé à réduire l'ampleur de la baisse en glissement annuel au T3 2019, grâce à une stabilisation de l'indice PMI manufacturier mondial.

Facteurs de risque

- La lenteur de la reprise des économies de l'Asie du Sud-Est risque d'entraver les investissements en capital des entreprises axées sur l'exportation

Finalisé le 30/09/2019

- L'enquête Tankan a également montré que le secteur des services parvenait à éviter les répercussions du ralentissement économique mondial.
- Pourtant, l'économie stagnera au T4 2019, et ce, non pas en raison de l'augmentation de la taxe à la consommation, mais parce que les typhons dévastateurs et les inondations qui en ont résulté ont perturbé l'activité économique et les dépenses des consommateurs. Malgré la hausse des impôts, l'IPC de Tokyo ne s'est pas accéléré en octobre lorsque le gouvernement a rendu l'école maternelle gratuite. La demande des consommateurs est soutenue par les rabais importants consentis par les détaillants. Le gouvernement envisage un budget supplémentaire significatif.

- **Les ventes stagnantes de véhicules à l'échelle mondiale perturbent la structure pyramidale de l'industrie automobile**

Chine

- Une trêve a été annoncée entre la Chine et les États-Unis à l'issue du dernier cycle de négociations. Celle-ci prévoit davantage d'achats de produits agricoles par la Chine et l'absence d'augmentation des droits de douane de la part des États-Unis. Les détails de la trêve n'ont pas encore été dévoilés et une déclaration commune devrait être signée au cours de la deuxième quinzaine de novembre.
- Côté consommation des ménages, les données macroéconomiques chinoises ont fait état d'une certaine stabilisation en septembre. Le secteur manufacturier privé a souffert tandis que les entreprises publiques du secteur se sont distinguées par une croissance en hausse.
- Le *policy mix* continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. La BPdC a maintenu ses taux bancaires de base en pause en septembre.
- Les données sur la croissance du crédit ont atteint leur point bas en septembre, sous l'impulsion d'une de ses composantes principales, les prêts libellés en RMB. Les obligations des administrations locales ont presque atteint leur quota annuel au cours des mois d'août et de septembre.

Facteurs de risque

- **Une trêve annoncée par les délégations américaine et chinoise devrait être signée au cours de la seconde quinzaine de novembre**
- **Pas de nouvelle détérioration des conditions macroéconomiques**
- **Policy mix encore légèrement favorable**

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont demeurées assez faibles en septembre, sans toutefois se dégrader davantage. La demande extérieure s'est stabilisée à des niveaux de croissance faibles. Les perspectives à l'export sont encore peu encourageantes en raison du niveau des droits de douane en vigueur. Le dernier cycle de négociations entre la Chine et les États-Unis a offert quelques espoirs d'une détente avec la signature prochaine d'un accord intermédiaire.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles. Les chiffres les plus marquants en septembre proviennent de l'Inde et de la Chine, avec 4,0 % et 3,0 % respectivement. Les deux pays enregistrent des résultats supérieurs aux attentes grâce à la composante des produits alimentaires (prix du porc, notamment, pour la Chine).
- En octobre, la Banque d'Indonésie a poursuivi son mouvement d'assouplissement avec une baisse des taux de 25 pb, tandis que la Banque des Philippines a abaissé son ratio des réserves obligatoires de 400 pb à 14 %.
- Le budget de la Malaisie pour 2020 prévoit un déficit budgétaire de 3,2 % du PIB, en deçà des 3,4 % de 2019, mais supérieur à ce qui était prévu dans le plan d'assainissement budgétaire du pays.

Facteurs de risque

- **Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Un accord commercial est primordial**
- **L'inflation reste encore très modeste avec une reprise en Chine et en Inde**
- **Banques centrales de la région toujours accommodantes**
- **Assainissement budgétaire un peu moindre dans le budget 2020 de la Malaisie**

Amérique Latine

- L'élan macroéconomique dans la région s'est légèrement détérioré, notamment en Colombie et au Brésil, bien qu'il soit encore légèrement positif dans ces deux pays. Nous avons réduit nos projections de croissance pour le Mexique de 0,5 % à 0,3 % en 2019 et de 1,3 % à 1,2 % en 2020 en raison de la très faible demande intérieure.

Facteurs de risque

- **Les conditions économiques ont encore faibli; la croissance mexicaine a été revue à la baisse.**

Finalisé le 30/10/2019

- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine a enregistré une belle convergence vers la valeur centrale de sa cible, s'établissant dernièrement à 3 % en g.a., en légère baisse par rapport aux 3,2% enregistrés précédemment. L'inflation en Argentine reste supérieure à 50 % et n'est pas près de converger.
- Banxico a engagé son cycle d'assouplissement avec une réduction de 25 pb de ses taux directeurs. Un taux d'inflation se situant plus confortablement à l'intérieur de la fourchette cible créera une plus grande marge de manœuvre pour la politique monétaire.
- Au Brésil, la réforme des retraites a finalement été approuvée. La réforme budgétaire va prendre du temps à se concrétiser. Le versement de la prochaine tranche d'assistance financière du FMI pour l'Argentine de 5,4 milliards de dollars a été mis de côté en attendant la restructuration de la dette et une redéfinition du plan du FMI.

- **L'inflation est faible dans l'ensemble excepté en Argentine.**
- **Banxico a commencé à réduire ses taux directeurs avec une baisse de 25 pb.**
- **L'Argentine se dirige vers une restructuration de sa dette.**

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie : la croissance du PIB réel est attendue en baisse à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer en 2020 et à moyen terme grâce à un important programme de dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024 et au contexte de taux d'intérêt plus faibles.

- Malgré la menace de sanctions américaines, le tableau 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.
- En octobre, la BC russe a encore baissé ses taux de 50 pb, à 6,5 %. Nous anticipons encore une réduction de 50 pb dans les 12 mois à venir étant donné le recul de l'inflation.

Afrique du Sud : sortie de récession sans miracle

- Le PIB du T2 a surpris par sa résilience, due essentiellement à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous confirmons notre prévision de PIB à 0,8 % en g.a. pour 2019 assorti d'un risque baissier.
- Au vu de la faible croissance du PIB et de la surprise à la baisse de l'inflation, et malgré la détérioration de la dynamique budgétaire, nous nous attendons à ce que la BC d'Afrique du Sud adopte une attitude plus accommodante.

Turquie : inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Le rapport sur la croissance du T2 2019 n'a montré qu'une amélioration marginale dans la récession que traverse la Turquie. Nous prévoyons une croissance du PIB de -1,8 % en 2019 et un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a considérablement réduit son taux directeur en octobre, le baissant de 250 pb à 14 %. Nous attendons davantage d'accommodation sous peu, vu la très 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 risque de dérapage budgétaire**
- **Assouplissement excessif de la BC, laxisme budgétaire, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité en zone euro**

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 novembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,3	1,7	2,4	1,8	2,3
Japon	0,8	1,0	0,5	1,0	0,6	0,8
Zone euro	1,9	1,1	1,1	1,8	1,3	1,3
Allemagne	1,5	0,5	0,8	1,7	1,6	1,7
France	1,7	1,3	1,3	2,1	1,4	1,4
Italie	0,7	0,1	0,4	1,1	0,6	0,9
Espagne	2,4	2,0	1,6	1,7	0,9	1,3
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,1	2,5	1,9	2,0
Brésil	1,1	0,9	1,6	3,7	3,7	3,9
Russie	2,2	1,2	1,7	2,9	4,0	3,5
Inde	7,4	5,6	6,5	4,0	3,4	4,3
Indonésie	5,2	5,0	5,1	3,3	3,0	3,1
Chine	6,6	6,2	5,8	2,1	2,6	2,6
Turquie	3,1	-1,8	1,5	16,2	15,6	12,1
Pays développés	2,2	1,7	1,4	2,0	1,6	1,8
Pays émergents	4,9	4,2	4,4	4,0	4,0	3,9
Monde	3,8	3,2	3,2	3,2	3,0	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Zone euro	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Japon	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	0,75	0,70

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,56	1,30/1,50	1,54	1,30/1,50	1,56
Allemagne	-0,657	-0,80/-0,60	-0,71	-0,80/-0,60	-0,73
Japon	-0,244	-0,30/-0,20	-0,27	-0,30/-0,20	-0,27
Royaume-Uni	0,523	0,30/0,50	0,39	0,30/0,50	0,36

Taux 10 ans					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,74	1,50/1,70	1,80	1,50/1,70	1,85
Allemagne	-0,40	-0,50/-0,30	-0,35	-0,50/-0,30	-0,31
Japon	-0,14	-0,20/0,00	-0,10	-0,20/0,00	-0,05
Royaume-Uni	0,68	0,60/0,80	0,72	0,60/0,80	0,77

Prévisions de change					
	23/10/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,11	1,10	1,13	1,13	1,15
USD/JPY	109	105	105	104	105
EUR/GBP	0,86	0,85	0,89	0,86	0,88
EUR/CHF	1,10	1,11	1,10	1,11	1,13
EUR/NOK	10,16	9,95	9,87	10,07	9,70
EUR/SEK	10,73	10,65	10,70	10,56	10,50
USD/CAD	1,31	1,30	1,31	1,28	1,30
AUD/USD	0,69	0,69	0,68	0,70	0,70
NZD/USD	0,64	0,64	0,64	0,65	0,65
USD/CNY	7,07	7,20	7,20	7,10	7,11

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.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 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 - Pliene

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoit**, équipe de Recherche