

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).

<p>Risque # 1</p>	<p>20 % probabilité</p>	<p>Ralentissement majeur en Europe</p>
<p>Analyse La dynamique économique de la zone euro est difficile à déchiffrer depuis le début de 2019, car les résultats très faibles des enquêtes du secteur manufacturier contrastent fortement avec les données nettement plus robustes des services et du marché du travail qui augurent d'une poursuite de la reprise. Jusqu'à présent, la contagion au reste de l'économie des perturbations du secteur manufacturier (principalement liées aux difficultés spécifiques du secteur automobile, aux incertitudes commerciales causées par le protectionnisme américain et au risque de hard Brexit) est restée limitée. Toutefois, cette situation pourrait évoluer si l'industrie manufacturière ne se redressait pas ou se détériorait davantage au cours des prochains mois. Un des déclencheurs potentiels d'une telle situation serait un hard Brexit, dont le risque, a priori, a été reporté au moins jusqu'à octobre 2019. Par ailleurs, de nouveaux droits de douane américains sur les produits européens sont une possibilité qui ne peut être ignorée et qui aurait des effets très dommageables (en termes d'incertitude et de commerce) sur l'industrie européenne, augmentant la probabilité d'un ralentissement global de l'économie.</p> <p>Impact de marché Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en œuvre en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p>15 % probabilité</p>	<p>Amplification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine</p>
<p>Analyse Les États-Unis ont annoncé le report de l'augmentation des tarifs douaniers sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises, qui devait entrer en vigueur le 1^{er} mars. Ce report semble être le reflet des progrès significatifs réalisés au cours des cycles de négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et qui se prolongent en 2019. Les pourparlers auraient insisté davantage sur des sujets essentiels, notamment les questions structurelles et leur mise en œuvre, ainsi que certains détails techniques. Si des progrès supplémentaires se concrétisent, un sommet Donald Trump/XI Jinping pourrait avoir lieu et la probabilité que les États-Unis et la Chine parviennent à un accord permettant de passer à la trappe l'augmentation des droits de douane et d'empêcher une nouvelle escalade serait plus élevée qu'en fin 2018. Ceci semble contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme et à raffermir quelque peu le sentiment du marché. Cela dit, l'incertitude demeure relativement élevée et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. À l'heure actuelle il n'est pas encore possible d'exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.</p> <p>Impact de marché Les droits de douane ont commencé à affecter le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Dans leur sillage, certains projets d'investissement privé ont probablement été reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà initié un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p>15 % probabilité</p>	<p>Brexit sans accord</p>
<p>Analyse Après de vives discussions sur la durée d'une prolongation, les chefs d'État ont finalement (le 11 avril) réussi à s'accorder sur une date, le 31 octobre étant retenu comme date limite. Nous distinguons 3 scénarios, S1, S2 et S3, chacun comportant plusieurs options. Il est encore trop tôt pour en dire beaucoup plus. Nous devons continuer à surveiller de près les prises de position des députés et du gouvernement. Les probabilités ci-dessous sont avant tout indicatives et sujettes à modification dans un contexte politique qui peut évoluer rapidement.</p> <p>S1 (50 %). Accord conclu avant la nouvelle échéance (20 % avant le 22 mai, 30 % entre le 22 mai et le 31 octobre). La pression intérieure pour parvenir à un accord restera forte au cours des prochains mois. En effet, les Britanniques sont exaspérés (comme d'ailleurs les parlementaires). L'économie s'est affaiblie en raison de l'incertitude. Si les négociations actuelles avec le parti travailliste échouent, Theresa May continue de promettre la tenue « bientôt » (sous réserve d'un accord avec le parti travailliste) d'une série de votes indicatifs (contraignants) : c'est là le « plan B » officiel. Dans cette éventualité, il est à noter qu'une solution pourrait être trouvée en quelques jours ou quelques semaines seulement.</p>		

De plus, même si la date du 30 juin n'est pas mentionnée dans la résolution, la fin juin revêt une importance à la fois politique et symbolique pour au moins deux raisons : (1) parce que les progrès seront examinés lors du prochain Conseil européen (20-21 juin) et (2) parce que les nouveaux députés (s'ils sont élus) ne siégeront pas au Parlement avant le 2 juillet (date à laquelle les députés doivent prendre leurs fonctions).

S2 (35 %). Prolongation au-delà du 31 octobre. Bien que cette option soit a priori (fermement) exclue, nous pensons que certains choix (référendum ou élections par exemple) – s'ils sont décidés tardivement – exigeraient un délai additionnel. Dans le cadre d'un tel changement de contexte, les pays de l'UE (et en particulier la France) pourraient reconsidérer leur position. C'est d'autant plus probable que l'actuelle nouvelle échéance ne se fonde pas sur un quelconque impératif. En effet, résultant d'un compromis, le choix de cette date avait pour seul objectif de maintenir la pression sur le Royaume-Uni.

S3 (ramené de 20 % à 15 %). Pas d'accord. La nature flexible de l'extension réduit davantage le risque d'un « no deal » accidentel (c'est-à-dire, probabilité plus faible de « Brexit désordonné »). Il convient de garder à l'esprit que le « no deal » est toujours rejeté par une large majorité de députés (dont une part croissante de conservateurs) et par la grande majorité des pays de l'UE. Par conséquent, s'il avait lieu, un « no deal » prendrait la forme d'un « no deal aménagé ». Cependant, étant donné le niveau élevé d'incertitude, il y a de fortes incitations à continuer à se préparer à ce scénario.

Impact de marché | L'incertitude risque d'augmenter à l'approche de la nouvelle échéance (31 octobre) et de diminuer à nouveau si une autre prolongation est obtenue. Si le résultat se révèle défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche si un accord est trouvé plus tôt que prévu, la livre sterling continuerait son appréciation et les investissements des entreprises profiteraient d'une baisse de l'incertitude. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 4

15 %
probabilité

Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les *spreads* souverains en zone euro

Analyse | Début avril, le gouvernement italien a publié le dernier programme économique (pacte de stabilité et de croissance), intégrant les nouvelles prévisions pour le budget 2020 et au-delà. Ces dernières semblent plus proches du consensus, intégrant notamment des prévisions de croissance plus faibles et une détérioration des finances publiques. Selon ces projections, l'économie italienne devrait croître de 0,2 % en g.a. en 2019, puis de 0,6 % en 2020. L'objectif de déficit/PIB se situe désormais à 2,4 % pour 2019, pour ensuite diminuer progressivement jusqu'à 1,5 % en 2022. Toutefois, en raison de la dégradation du profil de croissance, de la réduction de l'excédent primaire et de l'augmentation des projections de déficit, le ratio dette/PIB devrait passer de 132,2 % en 2018 à 132,6 % en 2019. L'objectif pour 2022 est fixé à 128,9 %. Le retour à une réduction du déficit et de la dette est conditionné au retour progressif de la croissance vers son potentiel et au succès des mesures visant à contenir la dépense publique. Les agences de notation n'ont pas modifié leur évaluation dernièrement, bien qu'elles aient souligné les risques importants liés à l'évolution de la dette. Bien qu'à court terme, avant les élections européennes, une confrontation avec la CE soit peu probable, au vu de la croissance lente qui se profile à l'horizon, des tensions liées à la viabilité de la dette pourraient survenir en cas de dérapage budgétaire manifeste.

Impact de marché | À notre avis il n'y a pas de risque systémique. D'un côté la hausse des rendements obligataires italiens a conduit à un resserrement des conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance du PIB italien. Mais d'un autre côté, l'absence de procédure de déficit excessif (PDE) a apporté un soulagement à court terme. Pour autant, les perspectives à long terme n'ont pas beaucoup changé. Nous estimons que les risques resteront circonscrits à l'échelle nationale. À noter que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait déployer pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. En outre, la BCE a annoncé la mise en place de nouveaux TLTRO pour alléger les difficultés du système bancaire. Dans ce contexte le risque de contagion aux *spreads* souverains périphériques et aux *spreads* de crédit d'entreprises devrait rester contenu.

Risque # 5

15 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine, selon les premières estimations, s'est montrée plus robuste que prévu au T1 (+3,2 % en g.a., après avoir clôturé 2018 à 3 %). Pourtant, derrière ce chiffre global imposant, l'on peut déceler les signes d'un ralentissement de la demande intérieure qui confirmeront nos prévisions d'un ralentissement progressif au second semestre au fur et à mesure que l'impact de la relance budgétaire s'estompe. En effet, au T1, deux moteurs fondamentaux ont affiché des résultats faibles, à savoir, les dépenses de consommation des particuliers (surtout dans la composante clé des biens durables) et les investissements (dans la composante clé de l'équipement). La dynamique de la consommation personnelle s'est ralentie sur une base trimestrielle, bien que la tendance annuelle se soit bien maintenue sur fond de signes de reprise des ventes au détail en mars et de fondamentaux de la consommation qui soutiennent encore nos estimations. Les investissements non résidentiels se sont ralentis dans l'ensemble et, bien qu'ils soient globalement conformes à nos prévisions, la forte décélération des investissements d'équipements exige une surveillance étroite. Le commerce net contribue à lui seul pour 1 % de la croissance du PIB, grâce à une contraction des importations, mais cette tendance pourrait s'inverser au T2. Enfin, la consommation de l'État a fortement augmenté, la loi de finances bipartite produisant encore de l'effet. Le fait que la normalisation de la Fed soit presque achevée (attentisme, stabilisation du bilan attendue d'ici la fin de l'année) permettra le maintien de conditions monétaires très souples ce qui devrait soutenir la demande intérieure. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible dans l'avenir prévisible.

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 signaux économiques devenir plus mitigés à mesure que le cycle progresse. Le risque de récession reste faible. Cependant, au fur et à mesure que le cycle arrive à maturité, le meilleur choix pour les investisseurs est de limiter l'exposition au crédit. En ce qui concerne les actions, la sélectivité en termes de thèmes, de secteurs et de valeurs devient de plus en plus nécessaire.

Risque # 6

10 %
probabilité

Contagion au « monde émergent »

Analyse | Les actifs émergents ont démarré 2019 en force, grâce (1) au revirement de la Fed (attentisme en ce qui concerne la révision des taux, stabilisation du bilan au T3 2019); (2) à une actualité négative sur les marchés développés (en Europe notamment); et (3) à une probabilité moindre d'escalade de la guerre commerciale entre États-Unis et Chine et la conclusion probable d'un accord. Ceci dit, le risque de contagion aux émergents reste d'actualité, que ce soit par le biais de l'économie réelle (une croissance mondiale globalement plus faible se traduirait par un commerce mondial plus faible et une demande extérieure moindre pour les économies émergentes) ou via les marchés financiers. Le changement d'orientation de la Réserve fédérale est intervenu de façon beaucoup plus précoce et plus prononcée que prévu dans nos perspectives pour 2019 et le risque d'erreur de politique monétaire de la part des principales banques centrales reste d'actualité. En effet, nous voyons aujourd'hui que le risque de contagion par les marchés financiers est plus élevé que par les chaînes d'approvisionnement. Tant que l'environnement financier mondial reste accommodant, le risque de contagion provenant des économies fragiles comme la Turquie et l'Argentine restera limité, cependant, s'il venait à se resserrer, le risque de contagion augmenterait.

Impact de marché | Les *spreads* et les marchés actions seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau sous pression sous l'effet d'une fuite des capitaux. Toutefois, le monde émergent est loin d'être un bloc homogène, et les marchés se détérioreraient davantage dans les pays les plus vulnérables, que ce soit en raison d'un mauvais positionnement extérieur ou de conditions fiscales et politiques fragiles. Les marchés émergents sont encore à aborder avec prudence.

Risque # 7

10 %
probabilité

Un « hard landing » chinois/un 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 continuer à résister. Les données récentes tendent à indiquer que le *policy mix* a un impact positif notable sur l'économie. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile: l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. 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. Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Entre-temps, la désescalade des tensions commerciales pourrait permettre aux décideurs chinois de gagner du temps pour ajuster la mise en œuvre des politiques et mieux gérer les risques à court terme. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.

Impact de marché | Un atterrissage brutal de l'économie lié à 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 # 8

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques non traditionnelles dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. Bien qu'un accord ait été trouvé, ce sujet pourrait bien refaire surface à un moment donné, en raison de nouveaux dérapages budgétaires en 2019. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et pourraient compliquer la poursuite de son programme de réforme de l'offre. Moins inquiétantes dans l'immédiat, les perspectives politiques sont également incertaines en Allemagne (où la stabilité de la coalition gouvernementale pourrait être remise en question). En Espagne, le résultat des élections d'avril a été globalement conforme à ce que l'on pouvait attendre de ce vote: le PSOE (Parti socialiste) du Premier ministre Pedro Sánchez est arrivé en tête, obtenant une forte augmentation du nombre de ses députés. Bien que le PSOE ne dispose pas d'une majorité, il n'y a pas de menace imminente pour la stabilité politique ou économique.

De façon plus large, la combinaison de sentiments anti-immigrés forts et de frustration à l'égard des institutions européennes alimente les forces politiques antisystèmes. Les élections européennes de mai 2019 seront un indicateur clé de leur progression.

À ce stade, nous pensons, comme la plupart des observateurs, que les partis d'extrême droite seront en progression des progrès et que les deux grands partis traditionnels (les sociaux-démocrates et les chrétiens-démocrates) perdront la majorité dont ils disposent à eux deux depuis la création du Parlement européen. Malgré cela, une majorité « pro-institutionnelle » devrait encore pouvoir se dégager, bien qu'avec quelques retards et des négociations supplémentaires, en travaillant notamment avec les partis du centre ou avec les Verts. Nous ne pensons donc pas que ces élections soient en mesure de déclencher une nouvelle crise systémique en zone euro en 2019, bien qu'elles puissent donner un élan additionnel aux forces ante-institutionnelles, rendant les élections nationales ultérieures moins prévisibles.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas que ces événements déclencheront un nouveau cycle de crises systémiques en Europe. 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 et essayer de les modifier, sans toutefois quitter la zone euro. Toutefois, cette actualité politique mouvementée pourrait continuer à générer des tensions sur le marché en 2019, tandis que la difficulté à comprendre les institutions européennes pour les investisseurs extérieurs signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre le bon du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

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 de 75 %) : fin du trou d'air en vue, désynchronisation accrue à venir

- **Croissance mondiale ralentie** : 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Cette situation n'a cependant pas duré. Depuis le printemps 2018, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies l'an dernier par l'appréciation généralisée de la devise américaine. Par ailleurs, l'activité économique s'est nettement affaiblie en zone euro depuis le T4 2018. 2019 a donc débuté par un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale, avec des risques toujours orientés à la baisse. Nous pensons cependant que ce trou d'air est derrière nous.
- **Commerce mondial** : le commerce mondial a chuté au cours des 18 derniers mois. Après avoir commencé l'année 2018 à environ 5 % par rapport à l'année précédente il a fortement chuté au T4 2018 et un peu au T1 2019 (passant de +0,1 % en g.a. en janvier à -1,1 % en février). Le ralentissement économique chinois y a probablement contribué en fin 2018. Mais ce sont surtout les discours protectionnistes qui ont propulsé l'incertitude à des niveaux records (pic en janvier), plombant les investissements. Si la désescalade du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis est en bonne voie, le risque de guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis reste d'actualité. Pour l'heure, nous tablons toujours sur une croissance du commerce mondial se stabilisant à des niveaux proches de celle du PIB mondial (c'est-à-dire que le commerce mondial devrait revenir aux alentours de 3 % en glissement annuel d'ici début 2020).
- **États-Unis** : l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait s'estomper progressivement au cours de l'année. Certes, la croissance du PIB réel a nettement dépassé les attentes au T1 2019 (3,2 % en g.t. annualisé après 2,2 % au T4 2018). Il s'agit du troisième trimestre, sur les cinq derniers, où l'économie américaine a enregistré un taux de croissance supérieur à 3 %. La croissance du PIB s'est également accélérée sur une base annualisée, passant de 3,0 % au T4 2018 à 3,2 % au T1 2019. En revanche, la croissance du PIB nominal a fléchi, passant de 4,1 % en g.t. annualisé au T4 à 3,8 % au T1. L'analyse de la composition de la croissance trimestrielle fait ressortir une demande intérieure en fort ralentissement (tant sur le plan de la consommation des ménages — en particulier dans les biens durables — que pour les investissements en équipements). Toutefois, en raison de conditions monétaires et financières très accommodantes, nous avons légèrement révisé à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2020, de 1,8 % à 2,0 %. Nous tablons toujours sur une décélération de la croissance, qui tend, à un rythme très graduel, vers son potentiel en 2020. Les bénéfices des entreprises resteront sous pression, surtout si l'inflation se redresse, ce qui n'est pas à écarter étant donné que l'économie tourne dans des conditions proches du plein-emploi. La survenue d'une récession en 2019 ou 2020 nous semble hautement improbable, puisque la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier d'un revenu disponible plus élevé. Toutefois, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (soutien moindre de la politique budgétaire, demande intérieure sous pression, signaux mitigés du sentiment et des statistiques de l'économie réelle. Par ailleurs il faut garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale peut déclencher une contraction des bénéfices.
- **Zone euro** : les données du T1 sont mitigées, certains chiffres s'étant améliorés en parallèle d'une faiblesse persistante du secteur manufacturier. Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro (ZE) en 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en ZE. L'Allemagne a failli tomber en récession au T4 en raison d'un ralentissement brutal du commerce mondial, de perturbations dans le secteur automobile causées par la mise en place de nouveaux tests de pollution et de la faiblesse du secteur manufacturier mondial. Le choc subi par le secteur manufacturier de la ZE en fin 2018 a été nettement sous-estimé. En France, le mouvement des Gilets jaunes a pesé sur l'activité économique. Enfin l'économie italienne, pour sa part, a souffert d'un durcissement des conditions de crédit. En outre, les incertitudes politiques (Brexit, budget italien) ont brouillé les cartes. Nous sommes

toutefois convaincus que les niveaux de pessimisme sont excessifs et maintenons que la demande intérieure (en particulier la consommation) devrait rester soutenue par le marché du travail, la forte croissance des revenus, la souplesse de la politique monétaire et l'importante relance budgétaire (notamment en Allemagne et en France). Par conséquent, nous pensons que la croissance gagnera progressivement en puissance. Les élections européennes de mai 2019 et les menaces tarifaires américaines sur le secteur automobile européen maintiendront probablement l'incertitude à un niveau élevé, et si nous pensons que les partis traditionnels resteront majoritaires au Parlement européen, les partis populistes ou anti-système devraient gagner du terrain et le niveau de fragmentation politique augmenter. En conséquence, il faudra du temps pour former la nouvelle Commission et nous n'anticipons pas de progrès significatifs en termes de renforcement de l'UE ou de la zone euro avant 2020 au plus tôt.

- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable. Le gouvernement britannique et l'UE se sont mis d'accord sur un nouveau délai (31 octobre) pour trouver une solution, toutes les options restant sur la table. En fin de compte, tout dépendra du scénario final (voir la section « facteurs de risque » pour les différents scénarios et leur probabilité indicative). La probabilité d'un accord nous paraît toujours largement supérieure à la probabilité d'un « no deal ». Or, en cas d'accord, la demande intérieure devrait rebondir au fur et à mesure de la dissipation des incertitudes.
- **Chine :** les données officielles de la Chine pour mars et le T1 ont largement surpris à la hausse, plus encore que ce à quoi nous nous attendions, et si, en outre, nous leur ajoutons les données récentes sur le crédit et le commerce, nous voilà face à un tableau suffisamment positif pour réviser nos prévisions. C'est ce que nous avons fait en passant nos anticipations de croissance du PIB de 6,2 % à 6,3 % pour 2019 et de 6,1 % à 6,2 % pour 2020. Nous avons également revu légèrement à la hausse nos prévisions en matière d'inflation. En d'autres termes, la croissance du PIB réel et celle du PIB nominal arrivent à leur point bas. Il est peu probable que les responsables assouplissent davantage leurs politiques, mais ils travaillent encore à l'élaboration de mesures ciblées pour soutenir les PME et les consommateurs, qui sont plus lents à réagir et sont censés être en meilleure santé. Cela dit, le cas échéant, toutes les mesures nécessaires pourront être utilisées. En effet, le modèle économique du pays reste fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées. Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs relevant de l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro) mais il est frappant de voir que l'inflation a ralenti aux États-Unis au T1 2019 alors que la croissance du PIB réel s'est accélérée ! En zone euro, dans un contexte de faible inflation, nous considérons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir d'établissement des prix (c'est-à-dire que leurs marges courent plus de risques que les prix de vente finaux). Dans les économies émergentes, l'inflation avait récemment surpris à la baisse, mais principalement du fait de la faiblesse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La récente reprise des cours du pétrole ne devrait pas se prolonger dans le temps. En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont, depuis le début de l'année, adopté un ton plus conciliant.
- **Cours du pétrole :** les cours sont restés très volatils après que l'OPEP ait réduit sa production de 3 millions de barils par jour, ce qui représente la réduction la plus importante depuis la crise financière. Les cours sont principalement mus par les facteurs liés à l'offre. D'une part, les préoccupations liées à l'OPEP et aux perturbations de l'approvisionnement au Venezuela, en Iran et dernièrement en Libye soutiennent les prix du pétrole à court terme, d'autre part, l'augmentation prévue de la production de schiste américain devrait faire pression sur les cours. L'annonce surprise par l'administration américaine de la fin des dérogations permettant à plusieurs pays de continuer à importer du brut iranien a fait monter le prix du pétrole à 75 dollars (Brent). S'il est vrai que l'objectif de l'administration américaine est de ramener les exportations de pétrole de l'Iran du niveau actuel d'environ 1,5 million de barils par jour à près de zéro et que les dérogations expirent le 2 mai, la Maison-Blanche a également annoncé une étroite coordination avec l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis afin d'éviter toute perturbation du marché (ils ont les moyens de compenser la baisse des exportations iraniennes). En outre, les stocks de pétrole de l'OCDE (à fin février 2019) s'élevaient à 2,9 millions de barils, ce qui est supérieur à la moyenne sur cinq ans. Ainsi, tout bien pesé, nous nous en tenons à notre objectif de 60 à 70 dollars (Brent). Les cours du pétrole pourraient toutefois rester volatils.
- **Banques centrales accommodantes :** l'approche basée sur la gestion des risques prévaut. La Fed opte pour l'attentisme et nous ne prévoyons aucune hausse de taux en 2019. La BCE a mis fin à ses achats mensuels d'actifs en fin décembre et continuera de remplacer les titres arrivant à échéance. Nous anticipons un maintien

du statu quo (sur les taux d'intérêt) de la part de la BCE en 2019 et 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge d'intervention pour une normalisation de sa politique monétaire, compte tenu du ralentissement économique et de l'absence d'inflation. La BCE a annoncé de nouveaux TLTRO en mars (lancement en septembre et communication probable des détails techniques en juin) et a surpris par son ton accommodant: la BCE pourrait faire preuve de davantage de souplesse si la croissance continue de ralentir. Un système à double niveau est sérieusement envisagé pour les taux de dépôt, afin d'alléger la charge pesant sur les banques qui disposent de réserves excédentaires importantes (Allemagne).



Scénario de risque baissier (probabilité de 20 %): ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, à une crise géopolitique ou à une réévaluation soudaine des primes de risque

- Risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis suivies de représailles par le reste du monde.
- Série de chocs d'incertitude (commerce mondial, Brexit, élections européennes) plombant la demande mondiale.

Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé et durable de la croissance et, à court terme, de l'inflation. Cela dit, une guerre commerciale mondiale deviendrait rapidement déflationniste en créant un choc sur la demande mondiale.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des spreads des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Dans le pire des cas, les BC pourraient à nouveau recourir à des outils non conventionnels, tels que l'élargissement de leur bilan (notamment en ce qui concerne la BCE).



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

Donald Trump fait volte-face, réduisant les obstacles au commerce. Sur le plan intérieur, le thème de l'augmentation des dépenses d'infrastructure pourrait revenir au premier plan et prolonger le cycle aux États-Unis.

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la croissance intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement marqué. Reprise de la croissance en Chine grâce à un *policy mix* stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

Conséquences :

- Accélération de la croissance mondiale qui renforcerait les anticipations d'inflation, obligeant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leurs politiques monétaires.
- Hausse des taux directeurs réels, en particulier aux États-Unis.

Contexte macroéconomique

États-Unis

La normalisation progresse

- Avec l'atténuation de l'impulsion budgétaire, les principaux moteurs de la demande intérieure ralentissent progressivement et se rapprochent des tendances à long terme à mesure que la politique monétaire et les conditions financières s'assouplissent et accompagnent cette normalisation.
- Les consommateurs américains restent globalement optimistes. Le dynamisme continu de la demande de main-d'œuvre et de la croissance des salaires, associé à des tensions inflationnistes contenues, favorise la résistance de la consommation personnelle, qui devrait constituer le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance des entreprises s'est nettement tassée par rapport à l'an dernier, tant parmi les petites que les grandes entreprises, reflétant un fléchissement des projets de dépenses et des investissements, qui restent néanmoins conformes à nos perspectives.
- Les pressions inflationnistes modérées, intérieures et extérieures, maintiennent les IPC sous-jacent et global sous contrôle et à un niveau relativement modeste, ce qui constitue une perspective favorable en matière d'inflation. La Réserve fédérale ne devrait pas procéder à d'autres relèvements de taux cette année; elle devrait mettre fin à son resserrement quantitatif et demeurer attentive à tout changement au niveau des conditions financières, des perspectives économiques et de la dynamique de l'inflation

Facteurs de risque

- Les préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure pourraient freiner les nouveaux projets d'investissement plus que prévu
- Les risques de droits de douane pourraient peser sur les performances économiques, de manière directe (prix et commandes) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

Zone euro

Amélioration progressive attendue malgré d'importants risques.

- Après une année 2018 très décevante, les chiffres ont été mitigés début 2019. Cependant, alors qu'une grande partie des difficultés concernent les secteurs exposés aux exportations (industrie) le marché du travail tient bon et devrait soutenir la consommation et les services. Nous attendons une amélioration progressive durant le reste de 2019.
- Le risque de Brexit sans accord est devenu moins imminent. En revanche, la menace de droits de mesures commerciales américaines contre l'Europe reste d'actualité. De plus, d'importantes incertitudes politiques persistent (élections européennes et situation en Italie notamment).

- Montée des forces politiques protestataires
- Risques externes (guerre commerciale, ralentissement aux États-Unis et en Chine)

Royaume-Uni

Forte incertitude à l'approche du Brexit

- Le Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. Le Royaume-Uni a obtenu de l'UE un délai supplémentaire pour le Brexit (jusqu'au 31 octobre) mais la situation politique interne pourrait être volatile au cours de prochains mois: la participation du Royaume-Uni aux élections européennes risque de générer des tensions et un changement de gouvernement, de nouvelles élections ou l'organisation d'un nouveau référendum sur le Brexit constituent des scénarios possibles.
- Malgré les incertitudes politiques, le marché du travail reste tonique et les salaires réels progressent, aidés par le reflux de l'inflation.

- « No Deal Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

Japon

Le pire est passé, mais la situation reste chaotique

- La stagnation de l'économie mondiale a affaibli le secteur manufacturier, les exportations marquant une baisse en glissement annuel depuis quatre mois. L'enquête menée par la BoJ auprès des entreprises indique des projets d'investissement d'un niveau convenable pour 2019. En fait, la faiblesse des expéditions pèse sur l'investissement. Les commandes de machines n'ont enregistré qu'une maigre progression en février après trois mois de contraction.
- Cependant, les entreprises non manufacturières ont bien résisté dans le contexte des réaménagements urbains, de l'emploi et de l'arrivée prochaine de la norme de télécommunication 5G. Malgré la faiblesse des exportations, les expéditions devraient reprendre de la vigueur à mesure que l'économie chinoise opère un rebond solide.
- Sur le front de la consommation, les augmentations de salaires convenues sont légèrement supérieures à celles de l'an dernier. Néanmoins, l'augmentation de 2 % du revenu disponible est en partie contrebalancée par un taux d'épargne plus élevé, reflétant l'appréhension des ménages à l'égard des bénéfices des entreprises et de la hausse prochaine de la TVA. Ils sont également découragés par la hausse des prix des produits de consommation courante.

- La poursuite de la hausse du prix du pétrole pourrait peser sur les activités des entreprises et sur la consommation
- Les entreprises pourraient réduire / reporter leurs investissements sur fond de reprise lente de leurs bénéfices

Chine

- L'activité économique s'est quelque peu redressée après les mauvaises performances enregistrées avant le Nouvel An chinois. Les effets des mesures politiques se faisant progressivement sentir, la croissance semble proche d'un point bas. La croissance du crédit a atteint un point bas, tandis que les dépenses budgétaires s'accroissent.
- Déjà, les commandes locales repartent à la hausse, comme en témoigne l'indice PMI. Les derniers chiffres indiquent également que les secteurs de l'automobile et des smartphones, qui ont été les plus en difficulté au second semestre 2018, ont passé le plus dur.
- Le secteur immobilier résiste mieux que prévu et le ralentissement à venir pourrait être surmontable, avec un nouvel assouplissement des Hukou ainsi que des politiques au niveau local. Dans le même temps, les exportations de la région ont évité pour l'instant un nouveau ralentissement très net après un quatrième trimestre difficile.
- Le RMB bénéficie de légères pressions à la hausse, porté par des perspectives de croissance solides et la politique accommodante de la FED.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont encore progressé dans la bonne direction et pourraient donner des résultats dans les prochaines semaines.

Facteurs de risque

- Incertitude au sujet des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

Asie (ex JP & CH)

- La dynamique de croissance est restée très faible, principalement au cours des deux premiers mois de l'année. Du côté des exportations, les chiffres sont moins négatifs depuis mars (en Corée du Sud, Inde et Indonésie).
- Les données de l'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix du pétrole et des denrées alimentaires ont poussé l'inflation à des niveaux plus bas que prévu. En Inde, l'inflation demeure très modérée (2,9 % en glissement annuel), mais les chiffres de mars ont montré une certaine inversion de tendance vers une hausse des prix alimentaires.
- Dans l'ensemble, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent vers une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a de nouveau réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- En attendant les résultats définitifs des élections en Thaïlande (qui seront annoncés après le 9 mai), de nouvelles campagnes électorales sont en cours dans la région (en Indonésie et en Inde, où elles viennent de démarrer).

- La faiblesse de la dynamique des exportations s'est atténuée en mars
- Inflation toujours très favorable. L'inflation en Inde a augmenté au niveau des prix des denrées alimentaires
- Les banques centrales de la région sont dans l'expectative. L'Inde a encore réduit ses taux
- Les résultats finaux des élections en Thaïlande ne sont pas encore connus. L'Inde et l'Indonésie organisent des élections

Amérique Latine

- Le Mexique et le Brésil traversent toujours une phase de croissance économique plus lente. Les deux pays diffèrent toutefois. Le Mexique devrait décélérer en 2019 par rapport à 2018, tandis que le Brésil devrait enregistrer une légère accélération.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. En mars, l'inflation mexicaine est remontée à 4 % contre 3,9 % précédemment (la fourchette cible de Banxico se situe entre 2 et 4 %). Au Brésil, l'inflation a bondi de 3,9 % à 4,6 % en g.a.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés. Banxico devrait entamer un processus d'assouplissement en cas de diminution des incertitudes de la politique intérieure.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter au Congrès un plan de réforme des retraites très audacieux. Le premier vote de la Commission de la constitution et de la justice à la chambre basse est programmé pour avril, mais sera probablement encore retardé.

- Meilleures conditions économiques des petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble, celle du Mexique réintègre la fourchette cible de Banxico
- Assouplissement de Banxico si l'incertitude politique diminue
- La réforme des retraites très audacieuse annoncée au Brésil pourrait être retardée

EMEA (Europe Middle East & Africa)

- Russie: croissance du PIB réel de 2,3 % en 2018 et légèrement en deçà en 2019. La croissance devrait néanmoins s'accroître à moyen terme grâce à d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024**
- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs de son Fonds souverain.
 - La BC a maintenu sa politique monétaire inchangée, mais nous prévoyons une baisse des taux au T4.

Afrique du Sud: sortie de récession sans miracle

- Moody's a décidé ce mois de ne pas dégrader la note de l'Afrique du Sud, accordant un certain répit au pays, du moins jusqu'en novembre. Toutefois, en raison de la faiblesse des statistiques économiques et du ralentissement de la croissance mondiale, nous avons abaissé nos prévisions pour 2019 à 1,4 % contre 1,7 % précédemment.
- Malgré la faiblesse de l'économie et de l'inflation et une Fed conciliante la SARB devrait maintenir un positionnement neutre au moins durant le S1.

Turquie: inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Les statistiques économiques publiées jusqu'ici pour le T1 2019 sont encore très faibles. Certaines améliorations se sont toutefois concrétisées, notamment le PMI manufacturier, la production industrielle, et les ventes au détail, etc. Le pire pourrait être derrière nous. Nous prévoyons une croissance du PIB à -1,5 % en 2019 et à +1,5 % en 2020.
- La CBRT est toujours sous pression, avec un IPC qui devrait rester élevé et des tensions continues sur la monnaie dans un contexte politique défavorable.

- 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 à l'approche des élections et risque de dérapage budgétaire
- Un assouplissement trop rapide de la BC, une politique budgétaire assouplie, un ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (25 avril 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	2,0	2,4	2,0	2,4
Japon	0,8	1,0	0,7	1,0	0,7	1,3
Zone euro	1,8	1,0	1,5	1,8	1,2	1,5
Allemagne	1,4	0,8	1,5	1,7	1,5	1,5
France	1,5	1,3	1,5	2,1	1,3	1,5
Italie	0,8	0,1	0,6	1,1	1,0	1,5
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,4	2,4	2,2	2,2
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	4,2	4,6
Russie	2,2	1,5	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,6	4,6
Indonésie	5,2	5,3	5,3	3,2	3,2	4,0
Chine	6,6	6,3	6,2	2,1	2,2	2,5
Turquie	2,9	-1,5	1,5	16,2	15,4	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,7	2,0	1,6	2,0
Pays émergents	4,9	4,6	4,8	4,1	3,7	3,8
Monde	3,8	3,4	3,6	3,2	2,9	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Zone euro	0	0	0	0	0
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,31	2,20/2,40	2,24	2,20/2,40	2,22
Allemagne	-0,6	-0,60/-0,40	-0,60	-0,60/-0,40	-0,58
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,15	-0,20/0,00	-0,17
Royaume-Uni	0,73	0,60/0,80	0,72	0,70/0,90	0,75

Taux 10 ans					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,52	2,50/2,70	2,55	2,40/2,60	2,58
Allemagne	-0,02	0,05/0,20	0,04	0,05/0,20	0,10
Japon	-0,05	0,00/0,10	-0,06	0,00/0,10	-0,03
Royaume-Uni	1,14	1,10/1,30	1,26	1,15/1,35	1,31

Prévisions de change					
	19/04/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,12	1,14	1,14	1,17	1,18
USD/JPY	112	110	110	106,5	108
EUR/GBP	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,14	1,14	1,13	1,15	1,15
EUR/NOK	9,56	9,45	9,50	9,40	9,40
EUR/SEK	10,46	10,30	10,33	10,20	10,17
USD/CAD	1,34	1,32	1,32	1,30	1,30
AUD/USD	0,72	0,72	0,72	0,70	0,73
NZD/USD	0,67	0,67	0,67	0,66	0,68
USD/CNY	6,71	6,70	6,70	6,60	6,66

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 — Thatree Thitivongvaroon

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