



La confiance
Ça se mérite

Amundi

ASSET MANAGEMENT

2020

**PERSPECTIVES
D'INVESTISSEMENT**

Soyez agile face
aux scénarios
divergents

« Nous abordons 2020 avec la conviction qu'à ce stade, un ralentissement est dans la nature du cycle, toutefois certaines spécificités lui confèrent un caractère bien particulier. Au cours de cette phase de transition, le marché ne s'effondrera pas, mais ne se redressera pas pour autant. Il faudra donc se montrer prudent et rester à l'affût d'opportunités tactiques en attendant le prochain catalyseur directionnel d'importance. »

Indice

Thèmes mondiaux 4 - 10

Risques à surveiller 11

Convictions 12 - 21

Tableau des classes d'actifs	12
Actions	14
Gestion factorielle	15
Obligations	16
Marchés émergents	17
Matières premières	18
Devises	19
Actifs réels	20
Actifs transversaux	21

Point ESG 22

Prévisions 23 - 24

Le mot des CIO



Pascal BLANQUÉ
Directeur des
Gestions



Vincent MORTIER
Directeur Adjoint
des Gestions

Après les performances exceptionnelles de cette année, la question qui va se poser aux investisseurs à l'aube de 2020, est de savoir si l'économie mondiale va se diriger vers une récession provoquée par la guerre commerciale ou si la croissance va se stabiliser à un niveau faible avant un éventuel rebond, entraînant une prolongation du cycle. À notre avis, le recul du commerce mondial provoque un changement majeur dans la structure de la croissance, mais au moment où les politiques accommodantes se généralisent et où un accord partiel est en vue entre la Chine et les États-Unis, ce recul ne signale pas une récession à part entière. **La combinaison des politiques monétaire et budgétaire, un thème prédominant à l'avenir, pourrait encore rallonger le cycle actuel.** Si le bruit autour des questions commerciales risque d'être important, une escalade significative du conflit est peu probable en raison des élections américaines de 2020. **Pourtant, la voie à suivre par les investisseurs ne sera pas linéaire. Dans l'immédiat, les anticipations du marché en termes d'action politique sont excessives et un ajustement sera nécessaire.** Un tel ajustement se traduira par de la volatilité sur les obligations, les rendements des principales obligations ayant déjà dépassé leur point bas tandis que l'on assiste déjà à des réévaluations parmi les actions de certains des secteurs défensifs les plus chers. **À plus long terme, la tendance est à un *policy mix* plus agressif** qui pourrait, en cas d'intensification du risque de récession, conduire à une étape supplémentaire en matière de mesures non conventionnelles. **Il en résulterait une prolongation du cycle du crédit** qui pourrait aboutir à un éclatement, bien qu'il soit peu probable que cela se produise l'année prochaine. En termes de stratégie d'investissement pour 2020, **au lieu de craindre une récession mondiale, les investisseurs devraient plutôt privilégier un ajustement de l'exposition de leur portefeuille au thème de la dé-globalisation. Ils devront également se préparer à un cycle de crédit mature et prolongé, avec un risque de liquidité plus important.**

Dans ce contexte, nous envisageons quatre thèmes principaux pour les investisseurs.

Investir sur les marchés actions en 2020 sera, à notre avis, une histoire de revenu et d'opportunités en vue d'une éventuelle reprise. L'absence de tendances directionnelles marquées sur les marchés se poursuivra tant que la croissance des résultats sera faible. Les investisseurs devront donc chercher des zones de résilience dans le domaine des actions à revenu/dividendes. Une fois que les perspectives se seront stabilisées et que les rendements auront atteint leur niveau plancher (rebond des indices PMI, expansion budgétaire), la tendance haussière des marchés pourrait s'étendre, avec des opportunités du côté des valeurs cycliques (qualité en Europe, value aux États-Unis et petites capitalisations).

En matière de taux, il s'agira d'optimiser la quête de rendement, par la sélection et des stratégies flexibles. La quête de rendement reste un thème clé. Toutefois, les segments « encombrés » et le risque de liquidité persistent, forçant les investisseurs à une recherche approfondie d'opportunités de crédit. Pour ceux dont l'horizon d'investissement est adéquat, le *high yield* restera attractif dans un contexte assez favorable en matière de défauts. Un examen plus rigoureux des secteurs et des titres sera primordial pour éviter les modèles économiques peu durables. La dette émergente est également attractive pour les investisseurs en quête de rendement, avec une préférence pour celle libellée en devises fortes, des opportunités en monnaie locale pouvant se présenter durant l'année. Pour ce qui est des obligations *core*, une approche flexible et diversifiée est recommandée dans un contexte de volatilité anticipée plus élevée. **Sur les marchés émergents, de nouveaux thèmes devraient se dégager dans un contexte plus fragmenté et de commerce mondial en recul.** Les investisseurs devront dépasser le concept traditionnel de marché émergent « global » pour tirer parti d'opportunités et de thèmes attractifs. Parmi ceux-ci, nous privilégions les pays « autonomes » qui bénéficient d'une forte demande intérieure et sont moins exposés aux vulnérabilités extérieures. Alternativement, des thèmes tels que la « Route de la soie » mériteront, à notre avis, plus d'attention de la part des investisseurs.

Enfin, **les investisseurs sont invités à commencer à construire des portefeuilles résistants à la volatilité.** Si la volatilité a jusqu'ici été limitée par la prolifération de certaines stratégies de placement (ex. vente de volatilité pour obtenir une prime), des pics de volatilité sont probables avec l'ajustement des attentes du marché. Pour protéger leurs portefeuilles de la volatilité, les investisseurs peuvent envisager des stratégies alternatives liquides faiblement corrélées aux classes d'actifs traditionnelles, ou encore des stratégies de volatilité.

Notre scénario de référence et nos scénarios alternatifs s'articulent autour de cinq grands thèmes

1



Combinaison des politiques monétaires et budgétaires

2



Commerce mondial : des défis aux opportunités

3



Chine : entre dette et transition économique

4



Résilience suffisante des consommateurs américains

5



Incertitude des résultats et des dettes corporate

SCÉNARIO CENTRAL - Confusion 55%

Analyse

- Stabilisation synchronisée
- Taux faibles, inflation faible, croissance à un chiffre des résultats des entreprises
- Endettement record (secteur public et entreprises)
- Ce scénario a une dimension géopolitique prépondérante. Aux États-Unis, nous ne nous attendons pas à ce que les élections ou la procédure de destitution perturbent les marchés américains, mais elles pourraient causer des pics de volatilité.

Répercussions sur les marchés

- Le marché ne s'effondre pas, mais ne se redresse pas pour autant : stratégie « barbell »
- Gestion active de la durée (privilégier la durée américaine)
- Se montrer défensif sur les actifs risqués:
 - Jouer la rotation sectorielle sur les dislocations
 - Être sélectif sur la qualité du crédit
- Rechercher les opportunités de portage de manière sélective (devises émergentes)
- Favoriser l'or du fait de l'incertitude et de la baisse des obligations souveraines

SCÉNARIO HAUSSIER - Si ça brille, c'est de l'or 15%

Analyse

- Incertitudes commerciales compensées par les politiques monétaires et/ou mesures de relance (Europe/Allemagne)
- Progrès de l'union bancaire
- Donald Trump joue l'apaisement sur les échanges commerciaux

Répercussions sur les marchés

- Prudence à l'égard des taux nominaux plus élevés
- Préférer les obligations indexées sur l'inflation
- Privilégier les actifs risqués
- Prudence à l'égard de l'USD

SCÉNARIO BAISSIER - En eaux tumultueuses 30%

Analyse

- La guerre commerciale s'intensifie et se traduit par une guerre des monnaies et donc un durcissement des conditions financières.
- Hard landing chinois
- Récession géopolitique due à la « dé-globalisation »
- Exacerbation des risques individuels (Moyen-Orient, Hong Kong, Brexit, élections américaines)

Répercussions sur les marchés

- Privilégier les bons du Trésor américain
- Privilégier l'or
- Rester prudent sur les actifs risqués

Informations importantes : Les opinions formulées au sujet des marchés et des tendances économiques sont celles de l'auteur, mais pas nécessairement d'Amundi, et peuvent changer à tout moment. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi. Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service. Amundi est une marque commerciale du groupe de sociétés Amundi Asset Management S.A. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 30 octobre 2019. **Source :** Amundi Research au 31 octobre 2019. **Date de première utilisation :** 5 novembre 2019 **Rédigé par :** Amundi Investment Insights Unit. **Directeurs de la publication :** Pascal Blanqué et Vincent Mortier.

Contexte général : Confusion

Nous abordons 2020 avec la conviction qu'à ce stade, un ralentissement est dans la nature du cycle, toutefois certaines spécificités lui confèrent un caractère bien particulier. Au cours de cette phase de transition, le marché ne s'effondrera pas, mais ne se redressera pas pour autant. Il faudra donc se montrer prudent et rester à l'affût d'opportunités tactiques en attendant le prochain catalyseur directionnel d'importance.

En 2020, la poursuite d'un régime de fin de cycle nous semble être le scénario le plus vraisemblable comme en atteste notre *Advanced Investment Phazer* (cf. tableau). À ce jour, aucun déséquilibre de l'économie réelle (consommation et investissement) n'est manifeste, et ce, malgré les courants de dé-globalisation qui réduisent l'influence du commerce mondial sur la croissance mondiale. Toutefois, certains risques clés persistent (cf. page 10) à l'heure où l'économie mondiale est plus vulnérable, en raison de sa transition progressive dans les 18 prochains mois vers une « phase de correction » (cf. tableau). En outre, la dimension géopolitique qui caractérise l'environnement actuel affecte les primes de risque. Il convient donc, en matière d'investissement, d'adopter un positionnement constructif, tout en restant attentif aux éventuels pics de volatilité et au risque d'illiquidité. **Cinq thèmes clés détermineront le cap en 2020 :**

1. Combinaison des politiques monétaires et budgétaires

Les politiques monétaires resteront accommodantes. En revanche, la mise en œuvre de politiques de relance volontaristes pour compenser l'incertitude commerciale ne se fera que dans un cadre de « gestion de crise ». En parallèle, les devises (le dollar américain surtout) seront un facteur clé des choix politiques

→ *La combinaison des politiques monétaire et budgétaire constitue un facteur positif qui pourrait dégager de la marge pour certaines opportunités tactiques, même si une révision à la baisse des attentes à court terme est nécessaire dans un premier temps.*

2. Commerce mondial : transformer les défis en opportunités

L'évolution de la dynamique des échanges internationaux affecte les régions et les pays de manière variable. Les États-Unis devront adopter une attitude plus sévère à l'égard de la Chine, mais il est peu probable que cela ait lieu en 2020 en raison des élections présidentielles. En Europe, les surtaxes douanières ont un impact économique limité et il semble probable que les États-Unis chercheront à unir leurs forces avec l'Europe contre la Chine. Certains marchés émergents pourraient tirer parti d'une évolution des rapports de forces entre les puissances commerciales.

→ *Cette situation pourrait offrir des opportunités aux investisseurs dans les marchés émergents les plus à l'abri des turbulences commerciales et dont l'économie s'appuie sur une croissance intérieure crédible.*

3. Transition économique en Chine

La Chine devra gérer le « ralentissement volontaire » de sa croissance à 5,8 % dans le contexte d'une transformation de son économie. Elle cherche en effet à adopter et accélérer la mise en œuvre de certaines pratiques courantes du marché.

Elle devra ainsi s'attaquer à la croissance de sa productivité à moyen/long terme, tout en évitant l'éclatement d'une bulle du crédit à court terme.

→ *Les investisseurs pourraient envisager certaines opportunités de plus long terme liées au développement de la Chine, comme le projet de « Nouvelle route de la soie ».*

4. Consommateurs américains : le pire évité malgré une résilience décevante

Certains effets de contagion de l'industrie manufacturière aux services se concrétiseront dans un contexte de ralentissement généralisé de tous les secteurs (des services à la production de biens), mais les consommateurs américains resteront suffisamment résilients en 2020, grâce à des bilans plus sains.

→ *En l'absence de récession, l'heure n'est pas encore à l'aversion au risque.*

5. Casse-tête des résultats et des dettes d'entreprises

Les résultats des entreprises américaines sont une variable essentielle à surveiller pour les banques centrales. Si l'action de la Fed devrait viser la préservation de conditions financières souples, les résultats des entreprises américaines seront exposés à la faiblesse des échanges mondiaux et aux risques extérieurs. **Le fort endettement des entreprises combiné à des résultats faibles est une des caractéristiques clés du régime actuel.**

→ *La pérennité des résultats devrait être un facteur clé de sélection.*

Outil prédictif des phases d'investissement

Cycle tardif avec ses spécificités : politique monétaire préventive (vs en suspens) et fort niveau d'endettement → l'extension du cycle pourrait entraîner une bulle de crédit

	CORRECTION	CONTRACTION	REFLATION	REPRISE	FIN DE CYCLE
	Croissance molle, assouplissement monétaire, entraînant une récession des bénéfices.	Récession économique, politique monétaire accommodante, endettement élevé	Croissance positive, politique monétaire non conventionnelle, désendettement	Expansion économique, resserrement monétaire, endettement	Croissance positive, mais tendance baissière, politique monétaire en suspens, désendettement
2019 ▶	26%	1%	11%	10%	52%
2020 ▶	29%	2%	10%	9%	50%
2021 ▶	49%	3%	7%	6%	35%

Source : *Investment Phazer* outil propriétaire d'Amundi. Données au 27 octobre 2019.

Policy mix : ne pas attendre de grand changement, à moins d'une récession

Dans un monde où : (1) la croissance nominale potentielle a diminué, (2) la dette mondiale a bondi, et (3) les « nouveaux besoins » (transition énergétique, dépenses de défense et de sécurité, etc.) ne sont pas satisfaits, il est temps de repenser fondamentalement l'articulation entre politique monétaire et budgétaire. Une telle « remise à plat » prendra toutefois plus longtemps qu'on ne l'imagine.

Persistance de la répression financière dans un univers de croissance faible

Alors que la croissance nominale est orientée à la baisse (la croissance réelle s'est affaiblie tout comme l'inflation) et que la dette mondiale (tant privée que publique) a fortement augmenté, **le monde a besoin de conditions monétaires très souples pour une période prolongée. Par conséquent, la répression financière ne disparaîtra pas de sitôt** : les banques centrales (BC) sont piégées par leurs politiques monétaires ultra-accommodantes (que ce soit par une gestion active de leur bilan ou par des taux d'intérêt négatifs) visant à atténuer l'impact économique du processus de désendettement.

De nouvelles politiques monétaires isolées pourraient s'avérer contre-productives

L'impact à long terme des politiques monétaires « non conventionnelles » (achats de titres ou taux d'intérêt négatifs) **est encore largement méconnu** : les BC n'ont jamais augmenté leurs bilans dans de telles proportions et les taux nominaux ne sont jamais tombés aussi loin en territoire négatif (la zone euro et le Japon représentent 90 % des rendements négatifs). Les BC sont conscientes de l'efficacité limitée de leurs politiques qui à elles seules ne leur permettent plus d'atteindre leurs objectifs d'inflation. Désormais, l'impact marginal de toute nouvelle mesure d'assouplissement serait bien plus faible (en zone euro et au Japon) qu'il y a quelques années. En outre, les effets secondaires négatifs sur les institutions financières (banques, assurances et fonds de pension) ainsi que sur les épargnants vont prendre de plus en plus d'importance. Ainsi, si les taux d'intérêt négatifs persistaient, les fonds de pension finiraient par se trouver sous-capitalisés et les revenus de l'épargne s'effondreraient (ce qui exigerait - toutes choses égales par ailleurs - une hausse du taux d'épargne des ménages). **À l'avenir, toute mesure d'assouplissement monétaire supplémentaire, prise de manière isolée, s'avèrera contre-productive.**

Côté budgétaire, la marge est plus importante quand les taux sont bas.

Le fait que le taux d'intérêt moyen de la dette publique soit tombé sous la croissance du PIB nominal change fondamentalement la donne pour de nombreuses économies avancées, **puisqu'il est désormais possible de stabiliser le ratio dette publique/PIB avec un déficit primaire**. En outre, le débat sur les types de dépenses à financer avec de la dette publique revient au premier plan, notamment en zone euro. Cela pourrait ouvrir la voie à une **approche plus souple sur le plan budgétaire au niveau mondial** (c'est-à-dire que les besoins en matière d'infrastructure et de sécurité pourraient être pris en compte séparément).

Vers plus de convergence budgétaire et monétaire

Durant la période de la « grande modération », les rôles et les responsabilités des BC et des gouvernements étaient bien distincts : la politique budgétaire était consacrée à la stabilisation cyclique tandis que la politique monétaire se concentrait sur les objectifs d'inflation. Mais avec les programmes de QE, la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire s'est estompée. L'inflation est en permanence en deçà des objectifs et ce partage des rôles ne fonctionne donc plus.

Une coordination plus étroite est nécessaire : les BC auront besoin de s'appuyer sur les politiques budgétaires pour atteindre leurs objectifs, tandis que les gouvernements auront besoin de l'appui des BC très accommodantes pour relancer leur économie. En d'autres termes, nous sommes entrés dans un univers de « dominance fiscale » dans lequel n peut légitimement s'interroger quant à l'indépendance des BC (nouvelle fonction de réaction). **Les politiques budgétaires devraient progressivement prendre le relais des politiques monétaires.** La plupart des banquiers centraux insistent sur le fait que la politique monétaire n'est pas la seule carte à jouer et que les taux bas devraient être utilisés pour faciliter le déploiement des politiques budgétaires, là où une marge de manœuvre budgétaire existe. Ainsi, en zone euro, par exemple, l'Allemagne et les Pays-Bas sont-ils invités à s'appuyer davantage sur leur politique budgétaire, mais, dans les faits, leurs gouvernements sont peu disposés à s'engager sur cette voie. **De l'avis général, les décideurs politiques doivent repenser leur rôle.** Cependant, en l'absence de déclencheur (récession ou crise financière), nous pensons qu'un tel changement est peu probable. Les attentes des investisseurs en matière de politique budgétaire/monétaire sont donc trop élevées à court terme. En revanche, **en période de récession ou de crise, il ne faut pas sous-estimer la capacité (et l'engagement implicite) des décideurs politiques à stabiliser la situation** (par le biais de nouveaux canaux comme la monétisation de la dette, les achats d'actions ou d'autres actifs, voire même l'« hélicoptère monétaire »).

Points clés à retenir

- **Taux d'intérêt à long terme : plus bas plus longtemps (répression financière et prépondérance budgétaire), mais pas nécessairement en territoire négatif.**
- **Les anticipations d'inflation à long terme du marché sont excessivement faibles.**
- **Pas de véritable protection à court terme pour les actifs potentiellement illiquides (crédit)...**
- **...mais à la suite d'une crise ou d'une récession profonde, le « nouveau policy mix » offrirait certainement des opportunités d'investissement.**

QE = assouplissement quantitatif

Commerce mondial : transformer les défis en opportunités

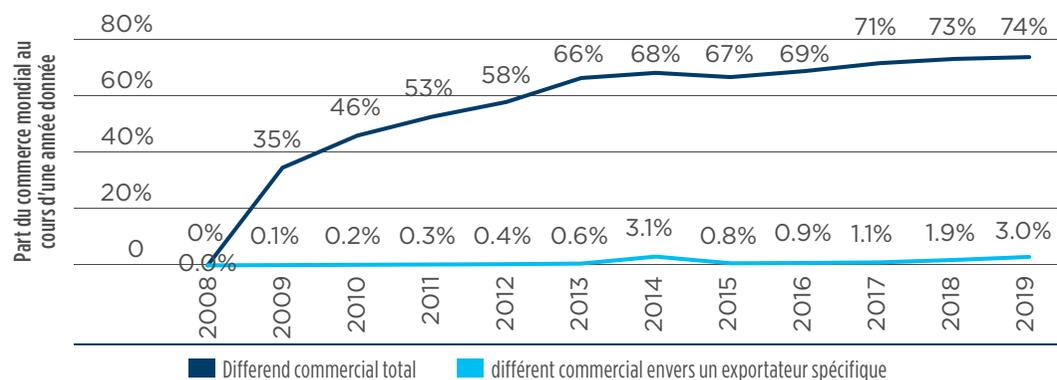
Les discriminations commerciales et les politiques protectionnistes se sont intensifiées depuis la crise financière de 2008 et se traduiront par une croissance faible du commerce mondial en 2020. Le monde s'éloigne d'une approche multilatérale globale au profit d'une approche plus régionale et individualisée. Certains marchés émergents tentent de tirer profit de cette transformation

Évolution des rapports de force à l'échelle mondiale

En 2019, la dynamique du commerce mondial a connu une accentuation de l'inversion de la tendance à la globalisation et de sa forte contribution aux performances économiques mondiales. L'escalade du conflit sino-américain n'est que la pointe d'un iceberg qui ne cesse de grandir depuis 2008 au gré des nouvelles mesures protectionnistes et des subventions (aux concurrents étrangers, aux agriculteurs locaux et aux exportateurs publics et privés, pour n'en citer que quelques-uns). L'Organisation mondiale du commerce est de moins en moins efficace et le nombre de cas de protectionnisme qui lui sont soumis est en recul. Si la nécessité de réformer l'agence mondiale est largement reconnue, la motivation pour le faire est faible. Dans ce contexte, nous abordons 2020 en supposant qu'une trêve commerciale entre la Chine et les États-Unis sera signée avant la fin d'année et que la prochaine série de surtaxes douanières prévue pour la mi-décembre sera retardée tout en restant un des éléments des négociations en cours. **À ce stade, le mal est fait en ce qui concerne la dynamique du commerce mondial et, bien que nous prévoyions un creux en 2019 en glissement annuel, la croissance attendue en 2020 sera modeste** et bien inférieure à celle enregistrée voici peu d'années.

L'approche multilatérale mondiale n'est pas complètement enterrée, mais elle est en train de se transformer en une approche plus personnalisée/régionale avec une nouvelle répartition des

Différends commerciaux depuis 2008 : tous contre tous



Source : 24^e rapport de Global Trade Alert Les différends commerciaux se sont multipliés depuis la crise financière de 2008. Il ne s'agit pas de simples conflits entre deux pays et tous les pays ont été affectés.

rapports de force (ALÉNA 2.0, RCEP et CPTPP qui en sont aux derniers stades des négociations). Dans le cadre de l'analyse de ces scénarios, **nous attribuons une probabilité plus élevée aux risques baissiers, ce qui implique une escalade des tensions entre la Chine et les États-Unis** (échec de la trêve annoncée) et une dynamique baissière plus soutenue du commerce mondial et par conséquent une révision à la baisse de la croissance mondiale. En revanche, nous attribuons une probabilité réelle, bien que très faible, au scénario de risque haussier, qui impliquerait la suppression des surtaxes douanières actuellement en vigueur.

Identification des gagnants et des perdants de la guerre commerciale à moyen terme

L'évolution de la dynamique des échanges internationaux affecte les régions et les pays de manière variable. **Les exportations européennes ont été fortement touchées par la faiblesse générale de la demande intra-UE** ainsi que par la baisse de la demande de biens intermédiaires et de biens d'équipement extra-UE (notamment en Italie et en Allemagne). Les **États-Unis poursuivent sans relâche leur effort de substitution des importations** (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % des importations totales en 2007 à 18 % en 2019). **Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales.** D'après les premières tendances, les deux grands gagnants de la guerre commerciale seraient le Mexique et le Vietnam. Le Vietnam (CPTPP, accord de libre-échange avec l'Europe) profite de la délocalisation des petites entreprises hors de Chine tandis que le Mexique profite du détournement vers d'autres sources des importations américaines (hausse des exportations hors automobile vers les États-Unis dans le secteur des équipements électriques et électroniques).

Les investisseurs pourraient jouer sur les divergences régionales découlant des politiques protectionnistes. Les gagnants et les perdants seront le résultat de la fragmentation accrue et de la réorganisation de la dynamique commerciale. Les exportateurs européens sont les plus fragiles, tandis que des pays comme le Mexique et le Vietnam pourraient compter parmi les grands gagnants.

RCEP ou Regional Comprehensive Economic Partnership : accord de libre-échange entre 16 pays de la zone Asie-Pacifique. CPTPP ou Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership : accord de libre-échange entre le Canada et dix autres pays de la région Asie-Pacifique. ALÉNA 2.0 ou United States-Mexico-Canada Agreement : accord entre les États-Unis, le Mexique et le Canada.

Chine : économie plus faible, mais influence géopolitique renforcée

La situation économique de la Chine continuera de se détériorer. Le policy mix demeurera favorable tant au niveau domestique qu'à l'extérieur du pays. La Chine continuera de renforcer son influence dans le paysage géopolitique (RCEP et Route de la soie) et d'ouvrir ses marchés financiers. Cela devrait créer des opportunités pour les investisseurs.

Poursuite du ralentissement, mais influence accrue sur la scène géopolitique

En 2019, la situation économique de la Chine s'est nettement dégradée, même si la croissance est restée dans la fourchette cible de 6 % à 6,5 % prévue par les autorités. Nous nous attendons à ce que la cible de l'an prochain soit abaissée compte tenu des facteurs intérieurs et extérieurs qui pèsent sur la croissance. **Notre prévision de croissance pour 2020 se situe désormais en dessous du seuil de 6 %, à 5,8 % en glissement annuel.** Le choc externe s'accompagne de politiques intérieures visant à réduire le niveau d'endettement de l'économie et à introduire une réglementation plus stricte, ces deux politiques étant maintenues malgré la menace extérieure. Le rapport conflictuel qui anime les relations sino-américaines subsistera en arrière-plan (droits de douane et mesures extra-tarifaires) et nous ne prévoyons pas de levée des surtaxes déjà implémentées. À court terme, nous ne nous attendons pas non plus à ce que la dernière salve de surtaxes soit mise en œuvre. L'avenir sera déterminé par les progrès de l'accord de première phase,

du moins en ce qui concerne les relations commerciales. C'est pourquoi **l'économie poursuivra son ralentissement, les entreprises manufacturières du secteur privé étant plus touchées que celles des autres secteurs de l'économie.**

Sur le plan extérieur, **le rôle et l'influence géopolitique de la Chine continueront de se renforcer. Dans ce contexte, deux initiatives sont capitales : le Partenariat économique intégral régional (RCEP), pour l'Asie et la Route de la soie pour asseoir l'influence chinoise à l'ouest.**

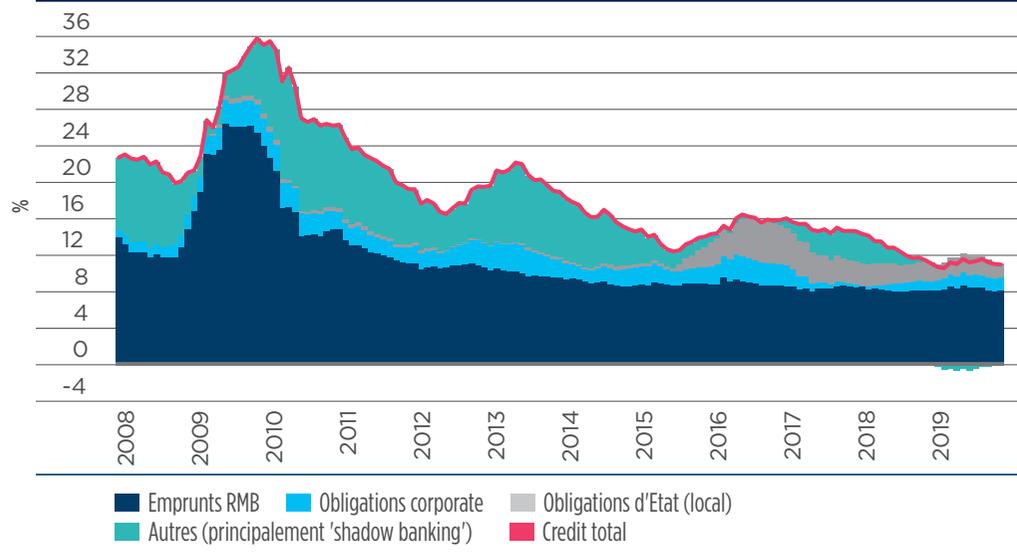
Un policy mix toujours favorable, mais sans excès.

Le *policy mix* chinois continuera à jouer son rôle de stimulateur, bien que de manière très limitée et loin des mesures de relance d'envergure mises en œuvre ces dernières années. En ce qui concerne la politique monétaire, les **baisses de taux resteront limitées et très ciblées** (de nouvelles baisses du ratio de réserves obligatoires devraient intervenir prochainement) et le crédit continuera sa croissance modérée, portée essentiellement par les prêts en renminbi. Le budget général et les fonds gérés par l'État continueront d'apporter leur soutien.

Perspectives constructives sur les actifs chinois

Les perspectives pour les classes d'actifs chinoises sont constructives. En ce qui concerne les actions, **nous préférons les actions de type A-share, qui sont les plus exposées à l'économie nationale et aux interventions politiques** et qui bénéficieront de flux entrants de par leur inclusion dans les indices MSCI. **Les obligations chinoises, quant à elles, vont susciter un intérêt grandissant des investisseurs et attirer davantage de capitaux** après leur inclusion dans l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate qui sera suivie en février 2020 par l'inclusion des obligations d'État chinoises liquides dans l'indice GBI-EM. Ce sont là des étapes importantes vers l'ouverture des marchés des capitaux du pays. Le yuan, enfin, **devrait évoluer dans une fourchette de 7,10 à 7,20 l'an prochain**, renouant avec le niveau psychologique de 7, à condition toutefois qu'un accord commercial soit trouvé.

Contribution à la croissance du crédit (obligations d'État incluses)



Source : Analyse d'Amundi Research, CEIC. Données au 31 octobre 2019.

Points clés à retenir

- *Risques limités pour les marchés financiers en raison des problématiques chinoises*
- *Actions de type A-share et obligations chinoises*
- *Opportunités d'investissement liées à la « Route de la soie ».*

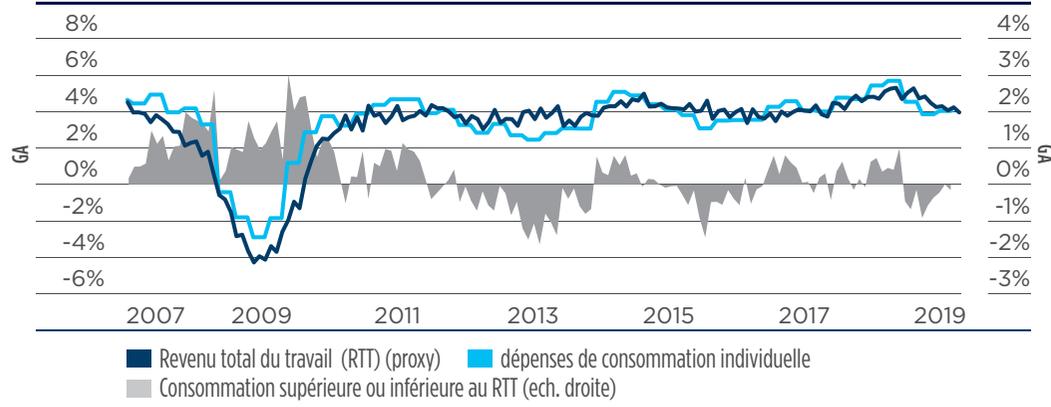
Consommateurs américains : une résilience modeste évitant le pire à l'économie

Nous prévoyons une modération des dépenses de consommation à l'approche de 2020 et 2021. Pris dans leur ensemble, les fondamentaux de la consommation restent solides, mais à y regarder de plus près, certains éléments de vulnérabilité commencent à apparaître et constituent des risques baissiers à surveiller, notamment en ce qui concerne les ménages à revenus faibles et moyens.

Le tableau est sain, mais un fléchissement se profile à l'horizon

La croissance de l'emploi ralentit depuis le début de 2019. Cela suggère une faiblesse de la demande de main-d'œuvre, qui s'est manifestée dernièrement dans le ralentissement des enquêtes PMI sur l'emploi. **Ce ralentissement de l'emploi**, bien qu'il ait débuté dans le secteur manufacturier (environ 10 % de l'emploi privé), **est également perceptible dans les services**. Certaines tendances similaires se manifestent également avec le rythme de croissance des heures travaillées et des salaires, tant dans le secteur de la production de biens que dans les services. D'autres indicateurs de la vigueur du marché du travail annoncent également un tournant. Les embauches, les démissions et les licenciements ont plafonné à des sommets cycliques, tandis que les offres d'emplois disponibles, qui dépassaient largement le sommet d'avant la récession, ont commencé à diminuer. Enfin, la durée du chômage est également repartie à la hausse. Le moral des consommateurs, quant à lui, demeure élevé, bien qu'il ne s'améliore pas, tandis que les attentes en termes de performances économiques futures sont une source d'inquiétude. Ces tendances devraient se confirmer à mesure que l'économie ralentira. Ainsi, pendant que les moteurs de la croissance des salaires décélèrent, de légères pressions inflationnistes apparaissent et commencent à entamer le pouvoir d'achat des ménages. Dans l'ensemble, **nous prévoyons un fléchissement de la consommation des particuliers** en raison du ralentissement de la progression totale des revenus (de 2,6 % en 2019 à 2,2 % en 2021).

Le revenu du travail détermine les dépenses de consommation individuelle



Source : Amundi Research, Bloomberg, au 28 octobre 2019.

Bilan plutôt sain des ménages américains, avec quelques zones à risque

Globalement, **le taux d'épargne est nettement supérieur aux niveaux d'avant-crise**. La fortune nette des ménages approche d'un sommet en pourcentage du PIB. Les indicateurs d'endettement et de capacité de remboursement, comme le ratio de la dette au revenu disponible - le service total de la dette et les ratios d'obligations financières des ménages - sont tous bien inférieurs aux niveaux atteints à la veille de la dernière récession. Pourtant, **certaines vulnérabilités se profilent derrière cette tendance constructive**. La crise financière mondiale de 2008 a exacerbé les inégalités et la concentration des risques dans certains segments de la population. Ainsi, s'il est vrai que le ratio agrégé de la dette des ménages n'a cessé de diminuer depuis 2008. En approfondissant l'examen de ces données, la dichotomie qui est apparue ces dernières années entre le remboursement du crédit à la consommation (en constante hausse) et celui des créances hypothécaires (en déclin) est manifeste. De même, si le taux cumulé des défaillances a diminué, le nombre de défaillances graves liées aux prêts automobiles et aux cartes de crédit a augmenté au cours des dernières années. L'exposition aux cartes de crédit et aux crédits à la consommation n'est pas homogène d'un ménage à l'autre, celle-ci étant plus concentrée parmi les ménages aux revenus les plus modestes.

Les ménages à revenus moyens ou modestes sont les plus vulnérables

Les ménages à revenus moyens et modestes préoccupent le plus, car ils ont la plus forte propension à consommer et constituent le moteur le plus important de la demande des ménages. Les actions de sociétés et les parts de fonds communs de placement représentent 9,5 % de la fortune nette des consommateurs situés entre le 50e et le 90e centile, ce qui les expose à une correction des marchés actions. **Les foyers modestes sont plus vulnérables à un repli du marché du travail**, car ils ne disposent souvent que d'une seule source de revenus, souvent à temps partiel et de peu de liquidités (le ratio actifs liquides/passif n'est pas encore revenu à veaux avant les années 2000).

Points clés à retenir

- *Haut rendement soutenu par une demande résiliente et peu de défauts*
- *Biens de consommation discrétionnaire et financières attractifs*
- *Profil de rendement plus élevé pour les obligations municipales américaines*
- *Focus sur le crédit titrisé*

Résultats vulnérables sur fond d'endettement élevé : privilégier la soutenabilité

Nous anticipons une croissance des bénéfices par action en dessous de 5 à l'échelle mondiale. La dynamique des devises et les spreads sont les principaux domaines à surveiller, car la concrétisation du risque baissier pourrait s'avérer soudaine et avoir un impact brutal dans un monde fortement endetté. Dans un tel contexte, il convient de mettre l'accent sur la durabilité des résultats et de l'endettement.

Commerce mondial, devises et conditions financières au cœur des résultats

Le resserrement des conditions de financement dû à l'appréciation du dollar américain et à la faiblesse des monnaies émergentes et les différends commerciaux ont lourdement pesé sur les bénéfices des entreprises cette année. Celles-ci ont amorcé un cycle prolongé de révisions à la baisse, car les prévisions de bénéfices étaient très élevées. Pour avoir une idée de leur orientation pour l'an prochain, **il est essentiel d'examiner la composition des résultats**. Or, d'après nos analyses, **la plupart des indicateurs liés aux chiffres d'affaires sont au rouge** et suggèrent une récession des bénéfices (croissance des chiffres d'affaires en GA, dollar pondéré des échanges, investissements, PMI, etc., le chômage étant la seule exception). Les résultats nets

	Indicateurs	Dernière valeur	Moyenne en période de récession des bénéfices (34 % du temps)	Moyenne en période de croissance des bénéfices (66 % du temps)	Indicateur tricolore de récession des bénéfices
CHIFFRE D'AFFAIRES	PIB nominal en GA	3,7%	4,1%	5,4%	●
	Consommation personnelle en GA	3,7%	4,5%	5,5%	●
	Taux de chômage	3,6%	5,9%	6,0%	●
	Chiffres d'affaires en GA	-0,2%	-0,5%	6,0%	●
	Commerce en GA	-0,1%	-1,5%	5,7%	●
	Variation sur 1 an du dollar US pondéré des échanges	3,7%	4,0%	1,6%	●
	Dépenses d'investissement	0,8%	0,3%	5,4%	●
	Indice des directeurs d'achats	47,8	49,1	54,1	●
	Vue d'ensemble du CA				●
RÉSULTAT NET	Coûts salariaux unitaires en GA	2,6%	2,1%	1,5%	●
	Indice des prix à la production en GA	-0,2%	0,8%	2,6%	●
	Spread Moody's	0,88	1,21	0,88	●
	Spread entre taux américains à 2 ans et 3 mois	-0,46%	0,05%	0,13%	●
	Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans	1,7%	5,4%	4,9%	●
	Vue d'ensemble du RÉSULTAT NET				●

Source : Amundi Research, Bloomberg, au 28 octobre 2019. Analyse du marché américain pour la période de 1986 à 2019. Le spread Moody's est le delta entre les rendements Moody's BAA et Moody's AAA. Ce spread représente un indicateur adapté du cycle crédit/infrastructure.

sont également en difficulté en raison des coûts unitaires de main-d'œuvre (tendance haussière) et des spreads à court terme.

Cependant, toutes **les autres conditions financières sont en terrain positif** : les prix à la production sont contenus et les spreads des obligations d'entreprises par rapport aux taux à 10 ans suggèrent des conditions financières souples. Selon nous, **des perspectives de croissance modérée**, la résilience du secteur de la consommation, l'apaisement des tensions commerciales, du moins en partie, et l'assouplissement des conditions financières (en particulier un dollar stable ou légèrement en baisse) sont **compatibles avec une croissance à un chiffre des bénéfices l'an prochain, soit inférieure au consensus**.

L'endettement des entreprises est l'élément principal à surveiller

Outre la dynamique du marché des changes, l'endettement des entreprises sera l'un des points clés à surveiller. **La dette des entreprises américaines atteint aujourd'hui des niveaux records**. Ces dernières années, les entreprises américaines ont investi des sommes considérables sur les marchés financiers pour financer des niveaux records de rachats d'actions et de fusion-acquisitions. L'endettement est actuellement élevé, a fortiori si l'on considère que l'économie est dans une phase d'expansion prolongée. Les pics précédents avaient été enregistrés après une phase de récession, dans un contexte de bénéfices très faibles. Les politiques monétaires très accommodantes contribuent à améliorer la situation. Dans l'univers IG, le taux de couverture des intérêts par les bénéfices demeure approprié, bien que décevant au regard de la faiblesse historique des taux d'intérêt. Cela étant, le nombre d'émetteurs HY affichant de faibles ratios de couverture des intérêts reste important. Les entreprises américaines sont désormais confrontées à des besoins de refinancement croissants. Ainsi, les niveaux records d'émissions d'entreprises sur le marché primaire auxquels nous assistons tant aux États-Unis qu'en zone euro, peuvent, en grande partie, s'expliquer par les besoins de refinancement des entreprises américaines. Les niveaux de trésorerie sont, pour l'essentiel, satisfaisants bien qu'ils soient plus faibles par rapport aux besoins de refinancement à court terme. De plus, les liquidités se concentrent dans certains secteurs/émetteurs (principalement la technologie). Dans ce contexte, **un durcissement des conditions financières serait difficile à supporter et exercerait une pression importante sur la soutenabilité de la dette des entreprises**. Ce n'est pas là notre scénario principal, mais il convient d'en tenir compte.

Dans un contexte de cycle tardif de plus en plus fragile il convient de se montrer plus vigilant à l'égard de la soutenabilité de la dette et des résultats au niveau de chaque titre, afin de déceler d'éventuelles zones de tensions. La résilience des actions sera capitale en 2020.

Le taux de couverture des intérêts est un ratio d'endettement et de rentabilité utilisé pour déterminer la facilité avec laquelle une entreprise peut s'acquitter des intérêts de sa dette en circulation.

Risques à surveiller

Risques potentiels



Analyse



Impact de marché

Probabilités	Risques potentiels	Analyse	Impact de marché
Élevées	25% Escalade de la guerre commerciale	Les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) n'ont pas encore été traitées. Il faut garder à l'esprit que les États-Unis entrent en période préélectorale et que l'opposition à la Chine n'est pas propre aux seuls républicains. Ainsi, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait continuer à s'aggraver. La probabilité d'arriver à un accord commercial complet est très faible. Les rebondissements du conflit continuent de miner la confiance des entreprises, la production manufacturière n'a pas encore atteint le creux de la vague et les résultats continuent à se détériorer. Le commerce mondial recule d'environ 10 %.	<ul style="list-style-type: none"> Négatif pour les actions et le CNY Positif pour l'USD, les bons du Trésor et l'or
	20% Vulnérabilité croissante des entreprises	Les entreprises ont accumulé les dettes qui dépassent désormais les niveaux d'avant la crise de 2008. Leurs résultats décevants réduisent leur capacité à assurer le service de leur dette comme le paiement des intérêts. En parallèle, les marchés émergents et frontières ont attiré des flux de capitaux en provenance des économies avancées, augmentant ainsi leur dette extérieure. Un resserrement des conditions financières et des taux plus élevés compromettraient leur capacité à rembourser leur dette. Une détresse généralisée et une hausse des taux de défaillance imposeraient un désendettement et un recul de l'investissement et de l'emploi, ce qui aggraverait la récession.	<ul style="list-style-type: none"> Négatif pour les actifs à risque Dégradation des titres US IG BBB et hausse des défaillances dans les segments EURO et US HY B-CCC Positif pour l'USD, les bons du Trésor et l'or
Probabilités	10% Hard landing chinois	La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte qu'elle devrait se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Certaines données récentes montrent que la guerre commerciale est rude et qu'un <i>policy mix</i> accommodant est nécessaire. Le modèle économique chinois est fragile et le crédit semble excessif. La dette des entreprises non financières a bondi depuis la crise financière de 2008.	<ul style="list-style-type: none"> Instabilité financière mondiale Négatif pour le pétrole, les matières premières, les devises des pays exportateurs de matières premières, les obligations émergentes Positif pour les bons du Trésor américain, le Bund et l'or
	10% Élections américaines	À ce stade, les retombées de l'élection présidentielle américaine sont loin d'être négligeables. Pendant que les investisseurs ont les yeux rivés sur les sondages, il est essentiel de considérer l'action politique qui découlerait du résultat de la présidentielle (notamment en termes de protection sociale et de réglementation financière). Ce scénario de risque s'articule autour d'éléments tels que la procédure de destitution, la politique étrangère susceptible de faire imploser la situation en Ukraine, en Iran et en Syrie, ou l'imposition des bénéfices des entreprises par une nouvelle administration avec pour corollaire une perte de confiance et une dégradation de l'économie.	<ul style="list-style-type: none"> Hausse de la volatilité Perturbations des marchés américains Positif pour l'or
	10% Risques idiosyncrasiques	Chine/États-Unis, Chine/Hong Kong, Brexit, Iran/Moyen-Orient..... La dimension géopolitique a une influence prépondérante sur les marchés. Jusqu'à présent, toutefois, celle-ci ne s'est pas trop fait sentir, la diplomatie ayant été privilégiée aux actions d'éclat. Couvertures sélectives.	<ul style="list-style-type: none"> Positif sur une sélection de devises (USD, GBP) Positif sur les principales obligations d'État Négatif sur les actifs risqués
	10% Illiquidité du crédit et mauvaise allocation du risque	La quête de rendement, dans un contexte de taux bas, a poussé les investisseurs institutionnels à accumuler le risque de crédit dans leurs portefeuilles et à réduire les réserves de liquidités afin d'atteindre leurs d'objectifs nominaux. Le point de jonction critique entre un cycle de crédit arrivant à maturité et une transformation des structures de marchés dans un contexte d'évolutions réglementaires pourrait, en cas de cessions massives, représenter un obstacle de taille pour les investisseurs qui souhaiteraient liquider leurs positions.	<ul style="list-style-type: none"> Positif pour le monétaire, les obligations souveraines (États-Unis, Euro) et l'or Négatif pour les obligations émergentes, les actions internationales, le High Yield, le pétrole et les matières premières.
	10% Assèchement de la liquidité du dollar	La liquidité du marché étant assurée par le dollar américain, une réduction de la base de liquidités en USD pourrait amplifier l'impact d'un resserrement des conditions de financement et se répercuter sur les pays avec des prêts transfrontaliers en USD.	<ul style="list-style-type: none"> Instabilité financière mondiale Positif pour l'or et les bons du Trésor américain Négatif pour les actifs à risque (émergents en particulier)
Faibles			

Source : Recherche Amundi, 28 octobre 2019.

Convictions Amundi pour 2020

	Classe d'actifs	Opinion	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=	Le marché actions américain, soutenu par une croissance bénéficiaire plus forte qu'ailleurs, a été l'une des positions clés durant ce cycle. Les révisions de bénéfices pour l'année prochaine deviendront positives après le premier trimestre, ce qui pourrait s'avérer plus complexe. De meilleurs résultats, une liquidité positive et des taux d'intérêt bas pourraient soutenir les marchés actions, pour autant que la guerre commerciale ne s'intensifie pas.
	Europe	=/+	Au cours de ce cycle, les actions européennes ont souffert de résultats insuffisants, de leur forte exposition internationale et des risques politiques, mais ces facteurs négatifs s'estompent à mesure que la probabilité d'un accord sur le Brexit augmente. Si la production manufacturière mondiale parvient à dépasser le creux de la vague, l'Europe en serait le principal bénéficiaire. Une transition vers des titres value pourrait également s'avérer positive.
	Japon	=	Le Japon a connu des hauts et des bas au cours de ce cycle et compte parmi les pires performances jusqu'en août 2019. Le pays affiche une croissance des bénéfices inférieure à celle du reste du monde depuis 2016 et cette tendance devrait perdurer l'an prochain. Les valeurs japonaises pourraient tirer profit d'une transition vers les titres value, mais restent toutefois fortement tributaires du yen et donc sensibles aux risques géopolitiques.
	Marchés émergents	=	Les révisions de bénéfices approchent de leur point bas. Nous nous attendons à ce que certaines situations nationales restent solides, offrant des opportunités aux investisseurs. Nous sommes constructifs sur les actions A-share chinoises.
OBLIGATIONS	Govies États-Unis	=/+	Nous maintenons notre préférence pour la durée des bons du Trésor américain par rapport aux autres marchés développés, en raison de meilleures valorisations absolues et relatives et de l'importante marge de manœuvre de la Fed sur les outils traditionnels. Nous anticipons une pentification de la courbe des taux aux États-Unis.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+	Dans l'ensemble, les banques centrales accommodantes soutiennent le marché du crédit, par conséquent, les obligations d'entreprises américaines sont également soutenues par des facteurs techniques favorables, mais dans une mesure moindre que l'EUR IG soutenu, de manière non conventionnelle, par le CSPP et des taux négatifs. Toutefois, compte tenu des incertitudes macroéconomiques persistantes, nous préférons maintenir une attitude prudente à l'égard du risque de crédit, en favorisant les stratégies de portage de meilleure qualité et en mettant davantage l'accent sur la liquidité.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=	Les spreads du HY américain semblent plus serrés que ceux des autres segments de crédit et nous préférons les entreprises de qualité supérieure à celles qui sont moins bien notées, au vu des risques idiosyncrasiques, de la hausse du risque de défaut et de la liquidité. La sélection sectorielle reste essentielle, dans la mesure où les titres en difficulté semblent se concentrer dans un nombre restreint de secteurs.
	Govies Europe	-/=	Dans l'univers des emprunts d'État européens, nous restons constructifs sur les principaux pays périphériques (Espagne et Italie) qui sont dopés par l'action de la BCE, la nouvelle coalition politique en Italie et la quête continue de rendement. La persistance de la quête de rendement devrait avoir pour conséquence un aplatissement de la courbe.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++	Nous sommes positifs à l'égard de la dette IG en euros et en particulier la dette notée BBB ainsi que celle des valeurs financières. Les facteurs techniques sont solides et s'inscrivent dans la durée, avec notamment les nouveaux achats nets de la BCE et les réinvestissements plus importants du CSPP1, qui génèrent des flux positifs et réguliers dans la classe d'actifs et renforcent la quête de rendement. La liquidité sur le marché secondaire reste toutefois un domaine clé à surveiller.
	Euro Obligations d'entreprise HY	+	Les facteurs techniques sont favorables et nous privilégions la dette de haute qualité et plus liquide notée BB, du fait de l'attractivité de son couple risque-récompense sur fond de risques baissiers plus importants sur le plan macroéconomique. Nous continuons de mettre l'accent sur la sélection, les risques idiosyncrasiques et la liquidité.
	ME Dette en devise forte	+	Cette classe d'actifs pourrait devenir un choix naturel dans le contexte actuel de faibles rendements et d'assouplissement monétaire généralisé censé soutenir la croissance économique. L'écart de croissance économique entre pays émergents et développés devrait encore se creuser en faveur des émergents.
OTHER	ME Dette en devise locale	+	Nous entrevoyons du potentiel pour cette classe d'actifs l'an prochain, tant sur le plan du rendement que sur celui des devises. Les devises émergentes resteront volatiles. Nous estimons toutefois que, dans le scénario d'un apaisement des différends commerciaux et de point bas du secteur manufacturier entraînant un affaiblissement du dollar américain, le pessimisme à leur égard est exagéré.
	Matières premières		Si, comme nous le pensons, la récession mondiale est évitée, les perspectives pour les matières premières sont favorables. L'or continuera à être considéré comme une couverture puissante contre les risques géopolitiques.
	Devises		Le scénario haussier (avec une dissipation des inquiétudes sur la croissance) doit se concrétiser ou le différend commercial entre les États-Unis et la Chine se modérer (avec un rebond du CNY) avant que nous n'assistions à une chute plus durable du dollar. Dans ce scénario, l'ère du « dollar-Roi » touchera à sa fin.



Source : Amundi, au 29 octobre 2019. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi. IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate.

Convictions

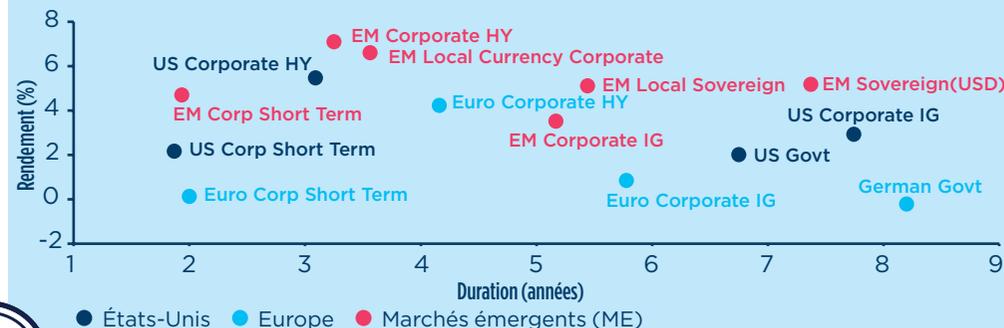
ACTIONS : UNE HISTOIRE DE REVENU ET DE POSSIBLE RETOURNEMENT DE SITUATION

Pensez aux dividendes et exploitez les zones de dislocation



OBLIGATIONS : L'HEURE EST A L'OPTIMISATION DE LA QUÊTE DE RENDEMENT

Soyez flexible, renforcez votre vigilance et méfiez-vous du risque de liquidité.



ME : NOUVEAUX THÈMES DANS UN MONDE PLUS FRAGMENTÉ

Aller plus loin pour trouver des opportunités thématiques, régionales et nationales



CONSTRUCTION DU PORTEFEUILLE : OUTILS DE RÉDUCTION DES RISQUES EN VEDETTE

Protégez votre portefeuille de la volatilité face à des événements extrêmes plus fréquents



Source : Amundi Research, Bloomberg. Données au 30 octobre 2019. Graphique actions : les données se rapportent aux rendements en dividendes des indices MSCI et MSCI high dividend pour chaque région. Graphique obligations : les données se réfèrent au rendement actuariel le plus défavorable de l'indice et à la durée. Les indices utilisés sont : emprunts d'État allemands = JP Morgan GBI Germany Index ; bons du Trésor américain = JPMorgan GBI US Index ; obligations euro IG = Bloomberg Barclays Pan European Aggregate Corporate ; obligations américaines IG = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit ; obligations euro HY = Bloomberg Barclays Pan-European High Yield ISMA ; obligations américaines HY = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield ; EMBI Div = JPMorgan EMBI Global Diversified Blended ; CEMBI BD = JPMorgan CEMBI Div Broad Composite Blended ; CEMBI BD HY = JPMorgan CEMBI Broad Div High Yield ; oblig. entreprises euro court terme = Bloomberg Barclays Euro Corporate 1-3Yr ; oblig. entreprises américaines court terme = Bloomberg Barclays US Corporate 1-3Yr ; EMBI Short Term = JPMorgan EMBIG Diversified 1-3Yr. Le graphique marchés émergents (ME) présente les prévisions d'Amundi Research. Le graphique construction de portefeuille présente le nombre de fluctuations extrêmes (semaines où l'indice S&P500 est passé au-dessus de deux écarts-types par rapport à la moyenne à long terme de 1969-2019) en années glissantes. **Remarques :** Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou diffusées 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, accessoires, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclbarra.com). Les indices ne sont pas gérés et leurs performances prennent en compte le réinvestissement des dividendes et contrairement à la performance effective d'un portefeuille, ne reflètent ni charges ni frais. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. **Rédigé par :** Amundi Investment Insights Unit. **Directeurs de la publication :** Pascal Blanqué et Vincent Mortier.

Actions Marchés Développés : restez flexible et surveillez une éventuelle rotation du marché

La phase actuelle de ralentissement cyclique appelle à la prudence, mais incite aussi à se préparer à un revirement lorsque les résultats et la croissance économique se redresseront. Il faut être à l'affût d'un plancher des indices PMI manufacturiers, d'une re-pentification de la courbe de rendement et d'une baisse du dollar avant d'opter pour un positionnement de type « contrariant ».

Le consensus sur les résultats pour 2020 est encore trop élevé

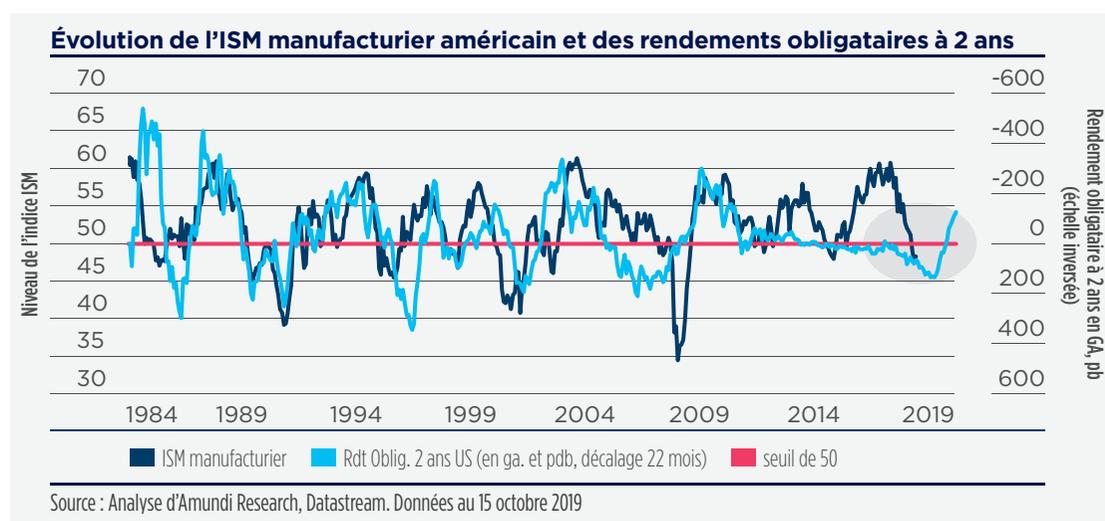
En 2019, ce cycle fêtait ses 10 ans. Durant ces années, les résultats cumulés n'ont surpris à la hausse qu'à trois occasions (2011, 2017 et 2018). Compte tenu de la récession du secteur manufacturier, 2020 ne fera pas exception et les prévisions du début de cette année seront révisées à la baisse. Cette opinion est confirmée par les indicateurs avancés fondés sur l'indice ISM manufacturier, la performance des actions par rapport aux obligations, les tendances du dollar et les prix des matières premières industrielles. La tendance baissière des ratios cours/bénéfices depuis janvier 2018 a commencé dans l'anticipation du ralentissement mondial en cours. Le rebond des marchés actions en 2019 doit être considéré comme un retour des ratios cours/bénéfices vers leurs moyennes historiques. Cependant, si les perspectives du secteur manufacturier s'améliorent, les révisions des bénéfices pour l'année prochaine pourraient devenir positives après un premier trimestre plus difficile. **De meilleurs résultats, une liquidité positive et des taux d'intérêt bas pourraient soutenir les marchés actions, pour autant que la guerre commerciale ne s'intensifie pas. Les élections américaines à venir mériteront une attention particulière, car le sentiment du marché pourrait se voir fragilisé et plus dépendant des résultats des sondages.**

Quand faudra-t-il regarder au-delà ?

La récession du secteur manufacturier a commencé en Asie, avant de se propager en Europe, puis aux États-Unis. Les pressions exercées sur le commerce mondial par les hausses tarifaires américaines ont freiné la croissance mondiale, malgré les mesures de relance de la Chine, contrariant la reprise économique en Europe. Si un accord n'est pas conclu à l'approche des élections présidentielles américaines, les consommateurs américains pourraient aussi en ressentir l'impact. Avant de redevenir plus constructifs durant l'année, **il faut guetter de près le moment où la Fed parviendra à reprendre le contrôle de la courbe de rendement (re-pentification) et celui où l'indice ISM manufacturier atteindra le creux de la vague.** En outre, l'écart entre l'indice ISM manufacturier et celui des services est également proche de ses sommets cycliques, or si l'indice manufacturier n'amorce pas un rebond, ce sont les services qui se verront affectés.

Le dollar américain, qui s'est renforcé dernièrement, reflète souvent assez bien cette divergence (avec des services, de nature plus domestique, qui, pour l'instant, performant mieux que le secteur manufacturier, de portée plus internationale) et pourrait bien être LA variable à surveiller en 2020.

Un affaiblissement du dollar américain, conjugué à un niveau plancher du secteur manufacturier, inciterait les investisseurs à accroître le niveau de risque dans leurs portefeuilles.



Entre prudence et risque haussier

La phase actuelle est un ralentissement cyclique. Les indices PMI manufacturiers du monde entier sont tombés en dessous de 50. Les taux d'intérêt reculent, l'or et le dollar américain sont en hausse et la croissance des bénéfices des entreprises se tasse. L'aversion au risque pourrait s'en trouver renforcée, les valeurs défensives surperformant les valeurs cycliques. Pendant de telles phases, les ratios cours/bénéfice et les bénéfices se suivent généralement sur une trajectoire descendante pendant un certain temps. Il s'agit là d'une phase difficile, **car elle sera suivie d'une autre phase au cours de laquelle il faudra être contrariant, c'est-à-dire à contre-courant du consensus de marché et revenir sur les actifs qui ont enregistré les plus mauvais résultats. Le timing du marché n'étant jamais chose aisée, il serait avisé d'élargir la répartition des risques.**

Il convient d'anticiper un éventuel point bas de la croissance des bénéfices et de se préparer dans les mois à venir à augmenter son exposition aux marchés et secteurs les plus contrariants (marchés européens, japonais ou émergents ou secteur automobile) ou à exploiter les opportunités résultant de dislocations.

Gestion factorielle : jouez la rotation des facteurs « qualité » et « dividendes élevés »

Le facteur de volatilité minimum est le mieux adapté à la phase actuelle du cycle. Toutefois, il faut également garder à l'esprit que la prochaine étape du cycle nécessitera un retournement radical des positions, dans l'éventualité d'un renversement de l'industrie manufacturière.

L'étape actuelle du cycle appelle la prudence

Après une dernière hausse des taux d'intérêt en décembre 2018 (manifestement une de trop), la Fed a dû maintenir ses taux en suspens pendant plusieurs mois avant d'entamer une série de baisses en fin juillet 2019. La Fed avait un motif valable pour interrompre son cycle de resserrement : la croissance se faisait de plus en plus rare.

Il n'est pas étonnant que les titres de croissance, qui ont surperformé les actions value depuis la crise de 2008 aient poursuivi leur croissance dans un premier temps. Cependant, lorsque la Fed baisse ses taux, cela se justifie par l'augmentation du risque de récession. Ce dernier a sapé la dynamique des titres de croissance, qui sont désormais surévaluées par rapport aux actions value. Cependant, les actions value ne disposent toujours pas d'une source de soutien suffisante, comme un rebond des taux obligataires à long terme, pour vraiment exploiter cet avantage.

Par conséquent, le ralentissement conjoncturel actuel a davantage joué en faveur des éléments défensifs au sein de ces deux styles opposés. En réalité, le facteur prédominant durant ces phases est généralement celui de la volatilité minimum, ce qui n'est guère surprenant dans une phase du cycle où la psychologie prend le pas sur les fondamentaux et où la corrélation des actions avec d'autres actions s'accroît. Le premier réflexe est donc de rechercher une protection.

Quelle sera la prochaine phase ?

Une fois le ralentissement conjoncturel derrière nous, il sera temps de passer à l'opposé de ce qui a fonctionné lors de la phase précédente, c'est-à-dire qu'il sera temps d'opter pour un profil contrariant et d'investir dans des titres sur-vendus ou à bêta élevé.

Un rebond de l'indice PMI renforcera les arguments en faveur des petites capitalisations, tandis qu'un rebond des rendements obligataires soutiendra les titres value, la combinaison de ces deux éléments favorisant les titres cycliques. La course classique entre politiques monétaires accommodantes et détérioration des indicateurs économiques a déjà commencé et nous nous trouvons actuellement au seuil de la phase suivante.

Bien qu'il soit nécessaire de maintenir un positionnement équilibré à l'approche de 2020, il ne faut pas oublier qu'un portefeuille défensif comporterait un risque haussier et que le passage à la phase suivante sera, en définitive, la perturbation la plus importante du cycle en termes factoriels.

Volatilité minimum et options alternatives

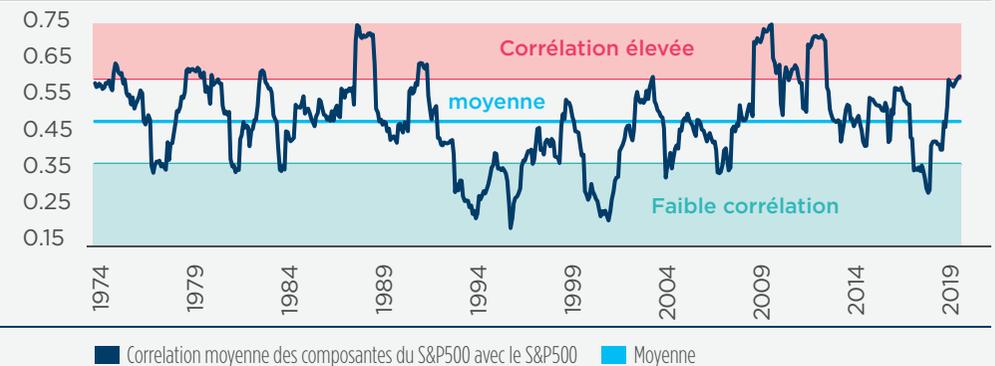
Une approche par la volatilité minimum est la mieux adaptée à la phase actuelle du cycle. Toutefois, en parallèle, **il est primordial de gérer le risque haussier. Une manière de concilier les deux consiste à combiner les facteurs « dividendes élevés » et « qualité ».**

Une telle stratégie permet de limiter, dans l'immédiat, l'excès d'exposition au secteur financier, pénalisé à la fois par les baisses de taux, les perturbations et la régulation (du moins en Europe) puisque les stratégies factorielles de dividendes élevés surpondèrent les valeurs financières tandis que le facteur qualité les sous-pondère.

La combinaison de ces deux facteurs permet également d'éviter une exposition frontale aux styles value et croissance, tout en surpondérant le facteur qualité par rapport au facteur croissance et celui des dividendes élevés par rapport aux sous-évaluations. L'étape suivante consistera à augmenter le facteur dividendes élevés au détriment de celui de la qualité

Les investisseurs devraient envisager d'aborder 2020 avec un positionnement équilibré, en misant sur les facteurs volatilité minimum, qualité et dividendes élevés tout en se tenant prêt à renforcer leurs positions sur les dividendes élevés, les titres value, voire même les petites capitalisations.

Corrélation des composantes de l'indice S&P500 avec l'indice S&P500



Source : Analyse d'Amundi Research, Datastream. Données au 15 octobre 2019. Corrélation élevée si supérieure à +1 écart-type, corrélation faible si inférieure à -1 écart-type.

Obligations : optimisez la quête de rendement, car le cycle du crédit pourrait s'allonger

Les banques centrales étant toujours à la manœuvre, les obligations devraient être soutenues par davantage d'assouplissement monétaire. La quête de rendement dans les marchés développés, à la fois par le biais des spreads (principalement en Europe) et de la duration (davantage aux États-Unis) devrait se poursuivre en 2020 et offrir quelques opportunités dans un contexte mondial de rendements plus faibles pour plus longtemps.

La souplesse généralisée soutiendra les marchés obligataires, malgré une certaine volatilité

Les moteurs cycliques et les forces structurelles devraient rester à l'œuvre l'an prochain, apportant un soutien aux marchés obligataires. Du point de vue macroéconomique, les risques à la baisse persisteront dans un cycle parvenu à maturité, avec des pressions inflationnistes limitées, ce qui offre un environnement idéal pour plus d'assouplissement de la part des banques centrales ainsi que pour d'éventuelles mesures budgétaires. Les niveaux d'endettement à des niveaux sans précédent et la **nécessité d'éviter un resserrement non désiré des conditions financières sont d'autres facteurs qui sous-tendent la nécessité de maintenir les rendements en dessous du taux de croissance nominal**. À court terme, les attentes en matière d'action des banques centrales sont trop élevées, ce qui pourrait entraîner une certaine volatilité. Toutefois, la tendance est clairement à davantage d'assouplissement. Elle deviendra de plus en plus évidente à mesure que le risque de récession approchera. Le cycle du crédit devrait se prolonger davantage, dans un environnement globalement plus fragile et une liquidité du marché en baisse. **L'optimisation de la quête de rendement se poursuivra, avec une prudence croissante.**

Notre conviction : privilégier la qualité et la liquidité

Nous maintenons une préférence pour les bons du Trésor américain par rapport aux autres marchés développés, en raison de leurs valorisations absolues et relatives plus intéressantes et de la plus grande marge de manœuvre dont dispose la Fed sur les outils conventionnels. En zone euro, notre préférence se maintient sur la dette périphérique par rapport à celle des pays du cœur de la zone; les obligations italiennes étant plus proches des autres instruments notés BBB dans les segments à court et moyen termes, mais offrant toujours une certaine prime dans le segment à plus long terme de la courbe. L'aplatissement de la courbe de rendement et les obligations indexées sur l'inflation pourraient offrir des opportunités aux investisseurs. Sur les marchés du crédit, le bras de fer entre l'affaiblissement macro/microéconomique d'un côté et les facteurs techniques favorables de l'autre semble pencher en faveur des seconds. **C'est notamment le cas pour les obligations d'entreprises libellées en euro** qui sont soutenues par les nouveaux achats accompagnés de réinvestissements substantiels de la BCE, par les flux d'investissement réguliers vers les produits IG, par l'offre relativement limitée d'émissions de catégorie spéculative ainsi que par l'intensification de la quête de rendement qui pousse les investisseurs vers les dernières opportunités de spread encore accessibles. Les marchés du crédit américain sont également soutenus par des facteurs techniques favorables, mais dans une moindre mesure.

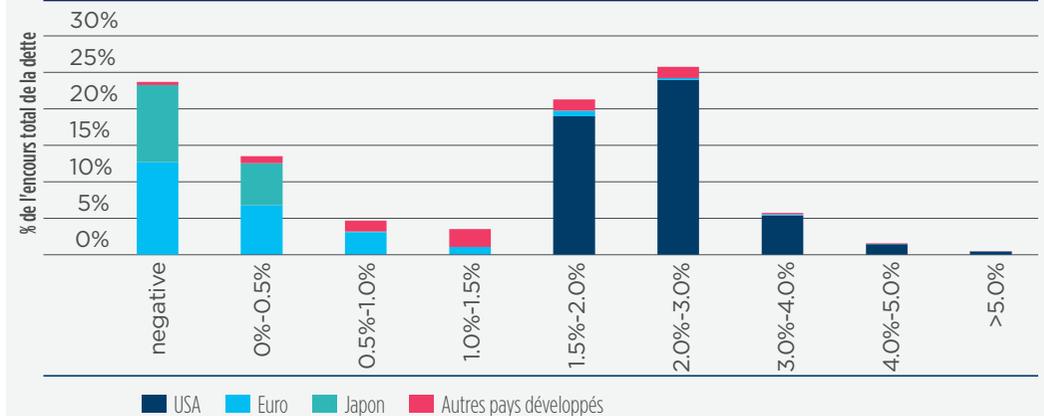
La soutenabilité et la qualité devraient désormais être les principaux moteurs de la sélection et de la construction de portefeuille, car les fondamentaux ont déjà commencé à se détériorer.

Les ratios d'endettement et les indicateurs de crédit, ainsi que les valorisations, plaident généralement aussi en faveur du vieux continent. Notre préférence va donc toujours aux marchés du crédit européen et en particulier aux instruments notés BBB-BB. Dans le segment IG, les titres notés BBB offrent des valorisations plus attractives que les émissions mieux notées, tandis que sur le segment HY, la dette BB de qualité supérieure et plus liquide offre une combinaison risque-rendement plus attractive au vu des risques baissiers plus élevés sur le plan macroéconomique. Les tendances actuelles montrent que les défauts dans le segment HY sont encore faibles, se concentrent principalement aux États-Unis et concernent surtout les titres moins bien notés du secteur de l'énergie. Les indicateurs financiers avancés annoncent une hausse des défauts d'ici un an, tant aux États-Unis qu'en Europe, mais à des niveaux toujours inférieurs aux moyennes à long terme.

En quête de rendements résiduels, tout en ciblant la qualité

Les risques de scénario alternatif avec des taux de défaut plus élevés ont augmenté récemment du fait de l'affaiblissement de la situation macroéconomique et des incertitudes persistantes liées au risque géopolitique. Nous maintenons donc notre préférence pour les titres HY de qualité supérieure, et ce, même dans le contexte actuel de quête de rendement. Il en va de même pour la dette IG d'entreprises libellée en dollars américains. **Nous restons attentifs au risque de liquidité.**

Globalisation de la quête de rendement sur les marchés obligataires



Source : Analyse d'Amundi Research, Bloomberg. Indices BofA-ML (investment grade). Données au 31 octobre 2019

CSPP = programme d'achat d'obligations d'entreprises. QE = assouplissement quantitatif

Marchés émergents : en quête de revenus et d'opportunités structurelles nationales

Les perspectives de croissance des marchés émergents pour 2020 sont plus constructives qu'en 2019. Les actions émergentes pourraient encore dégager une performance positive, mais la sélectivité est essentielle. La dette émergente est un choix naturel dans le contexte actuel de rendements faibles sur les marchés développés.

Perspectives de croissance plus constructives pour 2020

Les perspectives de croissance des marchés émergents pour 2020 sont plus constructives qu'en 2019 avec une accélération au premier semestre qui sera suivie d'une stabilisation vers la fin de l'année. Dans l'ensemble, les perspectives d'inflation restent favorables avec des niveaux contenus dans les fourchettes des banques centrales, mais un certain effet de base, conjugué aux coûts liés aux surtaxes douanières, pourrait faire progresser l'inflation. L'assouplissement progressif de la politique monétaire en 2019 sera moins prononcé (essentiellement dans les pays manifestement en retard sur la courbe comme le Mexique) et la Chine maintiendra une approche progressive lui permettant de faire face à son ralentissement économique. Les politiques budgétaires devraient être modérément favorables et les quelques lois budgétaires pour 2020, qui ont été annoncées et adoptées à ce stade, soulignent la nécessité de rechercher un soutien économique tout en maintenant la plus grande prudence budgétaire possible.

Dans un environnement globalement accommodant en ce qui concerne les banques centrales des pays développés, les vulnérabilités externes des pays ne devraient pas poser de problèmes systémiques.

Actions émergentes : se concentrer sur les marchés domestiques résilients

Les valorisations agrégées des marchés émergents mondiaux sont proches de la neutralité. Les cas de sous-évaluation observés il y a un an en termes de PE, corrigés des variations conjoncturelles ont disparu et les actions émergentes sont maintenant justement évaluées, avec un léger potentiel haussier sur un horizon de 12 mois. Une décélération des BPA des actions émergentes en glissement annuel s'est produite début 2018, avec une croissance devenue négative au premier trimestre 2019. Les révisions, encore négatives, ont apporté quelques bonnes nouvelles et ont donné des signes de reprise. Les prévisions MSCI de BPA par pays (en USD) annoncent une reprise progressive en 2020, lorsque la croissance redeviendra positive, bien qu'en dessous de 5 %.

Ce signal d'un basculement est assez net et cohérent avec notre scénario pour les exportations des pays émergents et le commerce mondial. Le contexte décrit ici s'inscrit dans la perspective d'une extension du cycle. Ce changement peut être brusque et doit être surveillé avec attention. Il est donc important d'être prêt pour une rotation des titres de qualité vers des titres value (et surtout deep value c'est-à-dire très sous-évalués). Nous privilégions certains pays de la zone

EMEA peu onéreux, avec de bonnes perspectives de rendement en dividendes et un faible positionnement des investisseurs.

En Asie, nous continuons à privilégier l'Inde, ainsi que d'autres pays s'appuyant sur des marchés intérieurs solides et une dynamique macroéconomique positive et les actions de type A-share chinoises (qui devraient bénéficier de politiques nationales de soutien).

Dette émergente : un candidat naturel dans la quête de rendement

Les perspectives pour les obligations émergentes restent positives. Cette classe d'actifs pourrait devenir un choix naturel dans le contexte actuel de faibles rendements et d'assouplissement monétaire généralisé en soutien à la croissance économique. L'écart de croissance entre pays émergents et développés devrait encore se creuser en faveur des émergents :

- **Dette émergente en devises locales :** nous sommes constructifs sur cette classe d'actifs, car les rendements réels devraient baisser à 1,8 % sur un horizon de 12 mois (pondéré en fonction de l'indice GBI diversifié), tout en restant supérieurs aux marchés développés.
- **Devises émergentes :** cette classe d'actifs est celle qui tient le plus compte de la nervosité des marchés face à la croissance mondiale et devrait donc rester volatile. Nous nous attendons à une contribution relativement neutre des devises émergentes, pondérées en fonction du GBI, à la performance totale de la classe d'actifs.
- **Dette émergente en devises fortes :** le prix de ce marché en revanche est un peu élevé. Le spread de l'indice EMBI diversifié s'est fortement resserré en 2019, grâce en partie aux changements dans sa composition (inclusion du CCG et exclusion du Venezuela). Un dollar fort a également contribué à la performance à deux chiffres de la dette en devises fortes en cumul annuel. Les prévisions pour 2020 tablent sur un élargissement du spread de l'EMBI diversifié d'environ 30 points de base, par rapport aux niveaux tendus actuels, ainsi que sur une baisse du soutien apporté par la vigueur du dollar. Les émissions restent assez élevées.
- **Dette d'entreprises émergentes :** les défauts sur le segment des entreprises émergentes HY ont récemment été plus faibles que ce à quoi on pourrait s'attendre dans les conditions actuelles du marché. Le taux de défauts anticipé pour l'année prochaine reste relativement contenu.

Les marchés émergents restent un secteur clé pour les investisseurs à la recherche de revenus (tant en actions qu'en obligations) et d'opportunités de croissance. En 2020, l'accent devra être mis sur des thèmes plus indépendants tels que les pays « autonomes » et sur des thèmes structurels à plus long terme tels que la « Nouvelle route de la soie ».

Matières premières : perspectives favorables sur fond de reprise modérée du commerce

Les perspectives sont modérément positives pour les matières premières, sous réserve d'un léger rebond du commerce mondial. Le pétrole devrait continuer à progresser malgré la bonne résistance de la production américaine de pétrole de schiste, tandis que les banques centrales accommodantes et des taux réels faibles soutiendront l'or.

Le pétrole moins sensible au risque géopolitique, grâce à la production américaine

Malgré les risques idiosyncrasiques et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, la demande mondiale, la production pétrolière américaine et la stratégie de l'OPEP seront les principaux déterminants en 2020. L'incertitude entourant la demande mondiale est importante pour plusieurs raisons.

L'escalade de la guerre commerciale a accentué le risque de ralentissement général de l'économie, tandis que la transition de la Chine vers un nouveau modèle de croissance économique et le ralentissement de la croissance de son PIB pèsent sur la demande mondiale de pétrole. **Par ailleurs, la production pétrolière américaine s'est avérée très résistante et le pétrole semble moins vulnérable aux problèmes d'approvisionnement que par le passé.** L'actualité récente au Moyen-Orient (chute des exportations de pétrole de l'Iran après les sanctions américaines et attaque contre la production d'ARAMCO) n'a pas eu d'impact structurel sur les prix de l'énergie.

Le pétrole brut semble moins sensible aux risques géopolitiques en raison du bond sans précédent de la production américaine. Les États-Unis sont progressivement devenus un exportateur net cette année, remplaçant une part importante de la production de l'OPEP. Par conséquent, la production américaine de pétrole de schiste restera un facteur déterminant à long terme et aura une incidence sur les décisions de l'OPEP en 2020. Nous maintenons notre fourchette cible de 55 à 65 \$/baril pour le WTI et de 60 à 70 \$/baril pour le Brent, même si nous reconnaissons que les risques sont orientés à la baisse en raison du fléchissement de la demande mondiale et de la croissance chinoise atone.

Les métaux de base devraient bénéficier d'un rebond des PMI et du commerce en 2020

2019 a été une année agitée pour les métaux de base en raison de la récession manufacturière mondiale, de l'escalade de la guerre commerciale et de l'appréciation du dollar américain qui ont marqué le premier semestre. La faiblesse des indices des directeurs d'achats et les statistiques économiques décevantes ont eu pour conséquence de faire chuter la demande pour les métaux de base, exerçant une pression baissière sur les cours des matières premières. **Bien qu'un ralentissement synchronisé soit le scénario le plus probable pour 2020, nous restons constructifs sur les métaux de base, car nous pensons que le secteur manufacturier pourrait se stabiliser après un léger rebond du commerce mondial.** En outre, les conditions financières devraient être favorables, le dollar américain se dépréciant légèrement et les taux d'intérêt restant bas. Les plus grands risques pour notre scénario sont l'absence de rebond du commerce mondial et une nouvelle escalade de la guerre commerciale. Si ces risques se concrétisaient, toutes les classes d'actifs risqués/cycliques subiraient une importante correction.

La souplesse des banques centrales et l'incertitude économique sont favorables à l'or

L'or a bénéficié du virage spectaculaire des politiques monétaires des banques centrales en 2019. La reprise de l'or a été alimentée par l'incertitude économique, les tensions géopolitiques croissantes et la forte baisse des attentes en matière de taux réels aux États-Unis. **Nous restons constructifs sur l'or en 2020, car nous pensons que ces trois éléments soutiendront encore les métaux précieux.** La gestion active des bilans par les banques centrales est sans conteste un autre facteur important et devrait jouer un rôle similaire à celui qu'elle a joué en 2010-2011. **Le scénario de risque pour l'or dépend du rebond de la croissance économique et donc d'une éventuelle stabilisation ou reprise du secteur manufacturier mondial.** De plus, un accord commercial et un apaisement à court terme du sentiment de risque pourraient réduire l'appétit pour les actifs refuges. En revanche, la croissance économique n'est pas assez forte pour stimuler la faible demande pour l'or physique.

Si, comme nous le pensons, la récession mondiale est évitée, les perspectives pour les matières premières restent favorables. L'or continuera à être considéré comme un instrument fort de couverture contre les risques géopolitiques.

Cours de l'or et taux réels américains



Source : Analyse d'Amundi Research, Bloomberg. Données au 22 octobre 2019

Devises : le sentiment des investisseurs sera essentiel pour le dollar en 2020

La faible probabilité d'un accord commercial final entre les États-Unis et la Chine, le peu de politiques budgétaires contra cycliques hors États-Unis et les importants écarts de taux américains par rapport à l'ensemble du G10 sont autant d'éléments qui devraient prévenir toute faiblesse significative du dollar. En revanche, une surprise politique (relance budgétaire/accord commercial) causerait un retournement du sentiment des investisseurs et fragiliserait le dollar.

USD : manque d'alternatives à court terme pour équilibrer les facteurs négatifs de l'USD

Nous abordons 2020 avec de faibles perspectives économiques mondiales qui pourraient connaître une stabilisation, des banques centrales encore accommodantes et une grande incertitude politique qui pèse sur le commerce, les dépenses d'investissement et donc l'activité manufacturière. Le risque de récession encore maîtrisé, la diminution des avantages en matière de taux et les anticipations d'une convergence de la croissance américaine vers les niveaux des autres pays du monde supposeraient une dépréciation substantielle d'un dollar surévalué. Nous ne pensons cependant pas qu'une convergence vers sa juste valeur aura lieu. En effet, nous pensons que le dollar s'échangera à des niveaux plus faibles d'ici 12 mois, mais nous nous interrogeons encore sur l'ampleur d'un tel mouvement. En réalité, selon nous, l'avantage du rendement américain demeure élevé et notre scénario de référence ne prévoit pas de catalyseur à même d'entraîner une correction significative du dollar. Nous nous attendons à ce que les mesures de relance budgétaire hors des États-Unis ne soient mises en œuvre qu'en réponse à une nouvelle détérioration de l'activité économique et qu'elles ne soient donc considérées que comme un substitut aux politiques monétaires peinant à faire progresser l'inflation. L'actualité moins négative autour du conflit sino-américain sera de courte durée et nous ne nous attendons pas à ce qu'un accord substantiel soit signé entre les deux parties. Par ailleurs nous savons que l'administration américaine souhaite un dollar plus faible. Toutefois nous n'anticipons pas d'intervention directe de la Fed ou du Trésor américain en ce sens.

Dans ce contexte et compte tenu des inquiétudes concernant la croissance mondiale qui devraient persister, **nous pensons qu'une dépréciation du dollar est le scénario le plus probable, mais que celle-ci sera limitée.** Certains scénarios alternatifs devront se concrétiser avant que les investisseurs ne clôturent définitivement leurs positions longues sur le dollar, tels que : la fin de la fuite vers la qualité, un *policy mix* pour relancer la croissance hors des États-Unis ou une disparition des opérations de portage sur le dollar sous l'impulsion d'une Fed plus offensive. Il est également vrai que la Fed ne devrait pas procéder à des baisses plus importantes autrement qu'en réaction à une nouvelle détérioration de l'activité économique (scénario de risque). Dans un tel contexte, le dollar devrait rester résilient du fait de son statut de valeur refuge.

Le scénario haussier (avec une dissipation des inquiétudes sur la croissance) doit se matérialiser ou le différend commercial entre les États-Unis et la Chine se modérer (avec un rebond du CNY) pour que nous assistions à une baisse significative du dollar. Dans ce scénario, l'ère du « dollar-Roi » toucherait à sa fin.

- **EURUSD : scénario haussier peu probable à ce stade.** Avec l'Europe qui mène le ralentissement cyclique mondial, les inconnues de nature politique et les différentiels de taux qui devraient rester élevés, nous ne voyons pas comment la paire EUR-USD pourrait radicalement renverser sa tendance de 2019. Une appréciation est attendue, mais un **retour de la croissance est nécessaire pour que les investisseurs deviennent structurellement positifs vis-à-vis de la monnaie unique actuellement sous-évaluée.** Le problème réside dans le fait que nous pourrions être proches du point où le *policy mix* (budgétaire/monétaire) deviendrait la seule option disponible, or, la situation empirer avant de s'améliorer. Par conséquent, nous prévoyons que l'appréciation de l'EUR-USD sera limitée.
- **GBP-USD : soulagement, mais hausse limitée.** Les risques de Brexit sans accord ayant diminué de manière significative, **une partie de la prime politique qui pesait sur la livre sterling devrait disparaître** et nous ne voyons aucun besoin urgent pour la BoE de réduire ses taux. En revanche, de nombreuses inconnues subsistent quant au déroulement des prochaines étapes du Brexit tandis que la situation intérieure du Royaume-Uni s'est effondrée dans le sillage du reste du monde. Nous restons positifs sur la devise, qui est sous-évaluée de plus de 16 % par rapport aux fondamentaux, mais nous pensons que son potentiel haussier sera limité. Notre objectif pour la paire GBP-USD est de 1,31 à 12 mois.
- **USD-JPY : poursuite de la tendance baissière en 2020.** Le yen conserve ses soutiens dans un contexte où l'on continue à s'interroger sur l'ampleur du ralentissement actuel de la croissance mondiale. **La devise est sous-évaluée par rapport aux fondamentaux et a récemment** sous-réagi par rapport à un panier d'actifs sensibles au risque (50/50 gold-Tips, Moody's spread). Elle devrait se révéler une couverture parfaite dans un monde de conviction faible. Nous tablons sur un USD-JPY à 104 et un EUR-JPY à 118 à 12 mois.
- **Devises émergentes : positionnement neutre avec des opportunités sélectives.** Nous adoptons une position neutre vis-à-vis des devises émergentes pour 2020. Des baisses de taux importantes de la part des banques centrales émergentes (attendues dans certains pays) pourraient réduire l'attractivité des monnaies à fort portage. **Le CNY devrait évoluer dans une fourchette de 7,10 à 7,20. La sélectivité reste essentielle.**

La tendance globale est à la politisation des variables monétaires, les facteurs (géo)/politiques devenant un déterminant clé des dynamiques monétaires.

Marchés privés européens : la quête primes d'illiquidité devrait perdurer

Dans un contexte de taux bas, de croissance économique atone et d'incertitudes politiques, le secteur du non coté européen se porte à merveille. Cette attractivité par rapport aux actifs cotés devrait se confirmer au cours de l'année à venir, les investisseurs recherchant une prime alternative, en plus d'une diversification et d'une amélioration potentielle des performances.

Dans un contexte de taux bas, voire négatifs, et de croissance atone, les investisseurs continuent d'ajuster leurs allocations dans leur quête de rendements plus élevés pour faire face à leurs engagements à long terme. Ils se tournent donc de plus en plus vers le non coté et les actifs réels, tant pour leurs primes d'illiquidité que pour la stabilité de leurs rendements. L'ampleur de l'industrie européenne des actifs alternatifs est en elle-même déjà assez impressionnante. A 1 670 milliards d'euros, celle-ci se place au deuxième rang après les États-Unis, en hausse de 310 milliards d'euros ces trois dernières années, selon Preqin. **Tout porte à croire que l'Europe est parfaitement équipée et prête à participer au quasi-doublement des encours des actifs alternatifs mondiaux** que Preqin estime à 14 000 milliards de dollars pour les quatre prochaines années. Toutefois, il convient de se rappeler que les crises et les corrections existent dans l'univers des actifs alternatifs et que le choix du non coté et des actifs réels doit être avant tout une décision stratégique à long terme qui ne se fonde pas uniquement sur la performance absolue. En effet, **ces classes d'actifs présentent différentes caractéristiques de placement qui peuvent aider les investisseurs à améliorer la diversification et la robustesse globale de leur portefeuille** au cours des différentes phases du cycle économique.

Immobilier

Les faibles perspectives de rendement des obligations d'État à 10 ans ont ouvert la voie à une nouvelle compression modérée des rendements dans certains sous-marchés des bureaux et de l'immobilier logistique, car le différentiel de rendements prime est à ce stade sensiblement supérieur à la moyenne à long terme de nombreuses classes d'actifs. L'augmentation récente des rendements *prime* de l'immobilier retail - centres commerciaux notamment - dans certains pays doit être suivie de près, car elle peut avoir un impact négatif sur la valeur en capital des biens.

Profil des classes d'actifs alternatifs

Classe d'actifs	Participation à la croissance économique	Génération de rendements stables	Protection contre certains risques	Contrôle des actifs	Prime d'illiquidité	Décorrélation vs actifs cotés
Capital-investissement	Fort	Non	Non	Oui	Oui	Oui
Immobilier	Significatif	Significatif	Modéré	Oui	Oui	Modéré
Infrastructures	Significatif	Modéré	Modéré	Oui	Oui	Oui
Dettes privées	Fort	Significatif	Oui	Non	Oui	Oui
Hedge funds	Modéré	Modéré	Oui	Modéré	Modéré	Modéré

Source : Amundi. Données au jeudi 31 octobre 2019. À titre d'illustration

Dans notre scénario central, la croissance locative de l'immobilier logistique et de bureaux pourrait rester un facteur clé de la croissance des valeurs en capital en 2020, en raison du manque de disponibilités dans certains sous-marchés. **Comme toujours, la gestion active des actifs demeure un facteur clé de performance.**

Dettes non cotées

La persistance de taux faibles, voire négatifs en Europe représente un défi considérable pour les investisseurs institutionnels. Pour ceux-ci, la dette privée constitue un complément intéressant aux titres obligataires traditionnels et offre des performances prévisibles, une corrélation faible aux autres classes d'actifs, une faible volatilité et de la diversification. En effet, l'investissement en dette non cotée ne se fait pas avec les mêmes crédits ou émetteurs que sur les marchés cotés. La dette non cotée a donc fait l'objet d'une forte demande en Europe au cours des dernières années et cet excès de liquidité a entraîné une inflation des prix des actifs, un relâchement des protections et garanties juridiques du crédit et une structuration plus dynamique sur certains segments du marché. Les risques liés au refinancement sont donc élevés sur certains segments de la dette privée et pourraient conduire à une flambée du taux de défauts, notamment en cas de retournement du cycle de crédit. Ces éléments nous amènent à nous **concentrer sur le sommet de la structure du capital, à savoir la traditionnelle dette senior, en évitant les structures sophistiquées** qui peuvent réintroduire un risque de crédit par le biais d'une subordination contractuelle. La qualité et la profondeur du *sourcing* pour permettre un degré élevé de sélectivité, ainsi que l'analyse du risque et de la structure des transactions sont plus que jamais nécessaires. Ils constituent les éléments clés d'une bonne stratégie de placement en dette non cotée.

Capital-investissement

Malgré quelques inquiétudes quant à la hausse des valorisations et aux niveaux élevés de ressources disponibles, le capital-investissement reste attractif et devrait continuer à surperformer les autres classes d'actifs où les valorisations sont également élevées. Pour maintenir cette surperformance, les investisseurs en capital-investissement devront s'appuyer sur une combinaison de choix de conviction, des leviers tangibles pour influencer la stratégie des entreprises, une approche à long terme pour soutenir la croissance des entreprises tout en se concentrant sur un nombre réduit de transactions. Pour investir efficacement dans le capital-investissement, une stratégie à long terme doit être mise en œuvre de manière résolue et cohérente. Enfin, il est important de tenir compte du fait que lorsque le cycle économique se dégrade, les petites capitalisations sont plus vulnérables que les grandes. En revanche, les grandes capitalisations sont plus étroitement corrélées aux marchés cotés et les investisseurs dépendent davantage des introductions en bourse pour sortir de leurs positions.

Gestion diversifiée : jouer un rebond du sentiment, mais avec prudence

La fin de cycle est notre scénario central. Or, pour durer, le marché haussier a besoin d'une accélération de l'économie et des bénéfices. Les conditions financières seront également cruciales l'an prochain. Surpondération tactique modérée des actions mondiales et du crédit IG en raison des signes timides de rebond du sentiment des investisseurs et des valeurs relatives toujours favorables.

Contexte économique et valorisation : quelques timides signes de stabilisation économique

Notre scénario central est toujours celui d'une phase de fin de cycle, malgré le fait que le risque extrême d'une « phase de correction » a augmenté de manière significative pour atteindre environ 30 % (cf. tableau page 5). Les résultats mondiaux (émergents inclus) devraient croître en dessous de la moyenne historique, à 4 %. Si on s'attend à un rapprochement de la croissance économique mondiale de son potentiel, le climat économique général semble fragile. Les facteurs géopolitiques liés à l'escalade de la guerre commerciale ont été les principaux déterminants de la perte de confiance des entreprises et du recul du PMI manufacturier mondial. Pour autant, les données les plus récentes confirment des signes timides de stabilisation et de rebond. Selon les projections de **notre indice du dynamisme économique mondial (Global Economic Momentum)**, **cette tendance devrait encore s'améliorer** en cas d'annonce d'un accord commercial, aidant les marchés à se consolider en 2020. Une **hausse tactique et une rotation sectorielle des valeurs défensives vers les cycliques, qui se fondent sur des considérations de valeur relative, sont également confirmées**. Toutefois, pour que le risque structurel puisse être réévalué, les données prospectives doivent se traduire par une reprise économique d'ampleur et une stabilisation de la production manufacturière dans les prochains mois. L'allocation d'actifs devrait rester stratégiquement prudente pour commencer l'année, **avec une vision tactique et modérément positive des actions et du crédit de qualité supérieure**. Les taux bas et les banques centrales accommodantes sont propices aux positions longues en termes de durée, tandis que l'or demeure une couverture relativement peu coûteuse dans un environnement incertain. Les actions internationales émises par les États-Unis et les pays émergents pourraient, à l'avenir, obtenir notre préférence dans la mesure où leur dynamique semble plus forte qu'au Japon ou en zone euro (aucun signe de stabilisation de l'industrie manufacturière allemande pour le moment). De plus, ces deux zones devraient bénéficier de la faible dépréciation du dollar. Cette situation pourrait évoluer en cas de relance budgétaire en zone euro ou de baisse du risque géopolitique. En matière de crédit, l'IG européen est préférable à l'américain, en raison de l'endettement important aux États-Unis.

Recherche de catalyseurs pour les choix directionnels et la rotation sectorielle.

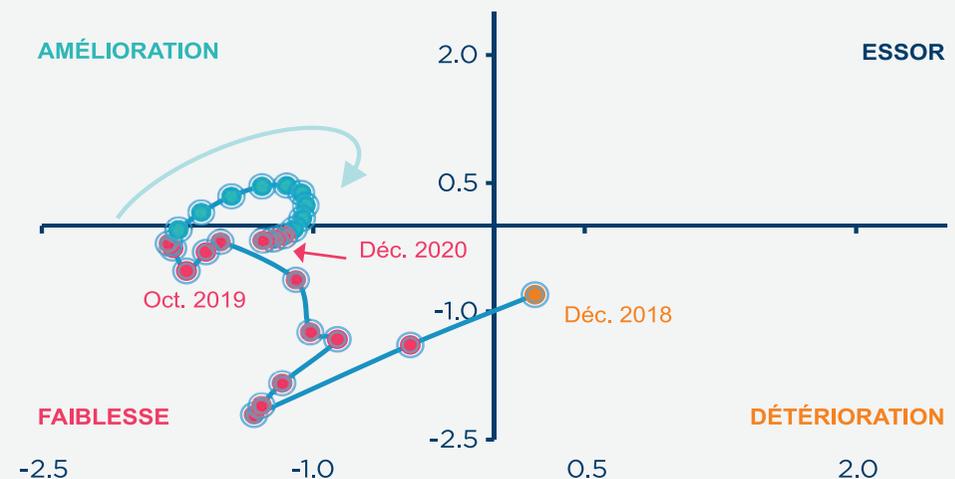
Le manque de visibilité en matière de croissance, les tensions géopolitiques et les événements politiques clés tels que l'élection présidentielle américaine de 2020 empêchent les prises de risques stratégiques. En revanche, la prise en compte des valeurs relatives fournit toujours un argument solide, quoique tactique, en faveur des actions internationales. **Cette dichotomie ne pourra s'éterniser et il faut adopter une approche flexible et agnostique**. Nous pensons que les catalyseurs d'un changement de régime dépendent des conditions financières que suivent nos

indicateurs cross asset (dollar pondéré des échanges, révisions des bénéfices, spreads de crédit, multiples ajustés du crédit).

Le tableau d'ensemble reste modérément favorable aux actifs risqués, malgré quelques tensions financières sur le marché monétaire et des révisions à la baisse des bénéfices. De fait, la résilience américaine et les multiples durables continuent de soutenir la prise de risque.

Selon nous, le point d'inflexion du crédit (négatif) ou la ré-accélération des bénéfices (positif) seront les deux déterminants de la bifurcation, attendue en 2020, des actifs risqués.

La dynamique économique mondiale devrait rebondir en 2020, soutenant tactiquement les actifs à risque



L'indice du dynamisme économique mondial est un indicateur propriétaire d'Amundi basé sur quatre paniers régionaux (États-Unis, zone euro, Japon et ME) et sur les variables suivantes : révisions des bénéfices, taux d'intérêt à 10 ans, indicateurs avancés, IPC en GA, enquêtes PMI, indice de surprise économique et indice de surprise de l'inflation. Nous tenons compte du niveau et de la dynamique (variation) de l'indice afin de définir quatre cycles économiques : **Essor** : niveau en hausse et dynamique positive ; **Détérioration** : niveau en hausse et dynamique négative ; **Faiblesse** : niveau en baisse et dynamique négative ; **Amélioration** : niveau en baisse et dynamique positive.

Source : Analyse d'Amundi Research, Bloomberg. Données au jeudi 31 octobre 2019

ESG-Fondamental : réinventer les fondamentaux de l'investissement avec l'ESG

De nombreux investisseurs ont déjà exploré la question des placements ESG en intégrant des systèmes de notation dans leur portefeuille ou en suivant certains indices ESG. Pour 2020, nous pensons que les investisseurs iront plus loin dans l'intégration des critères ESG et qu'ils commenceront à chercher le moyen de combiner ESG et investissement actif.

Intégration de l'ESG et de l'analyse fondamentale

Par définition, l'investissement ESG implique des choix actifs puisqu'il s'agit de mettre en œuvre certaines déviations par rapport aux indices traditionnels pondérés par la capitalisation pour améliorer le profil ESG du portefeuille. Selon nous, **une approche intégrée qui combine analyse fondamentale et analyse ESG (ESG-fondamental) peut aider à améliorer les performances ajustées du risque.** Pour ce faire, il faut être en mesure d'intégrer certains facteurs ESG susceptibles de générer des performances supérieures à long terme et se concentrer sur ceux qui contribuent à atténuer les risques.

Défis et opportunités

Le **défi** consiste à « définir et mesurer » le résultat de l'intégration ESG dans la performance ajustée du risque (en plus de l'impact purement ESG), ceci étant difficile à quantifier. L'**opportunité** réside dans le fait que de nombreux facteurs ESG ne sont pas encore correctement rémunérés sur le marché et que leurs déterminants (réglementation, sensibilisation des investisseurs, habitudes sociales...) évoluent.

Un processus d'adaptation déterminé par l'évolution des caractéristiques ESG du marché

L'approche **ESG-fondamentale permet une découverte évolutive des prix.** Par le biais des inefficacités et des boucles de rétroaction, cette approche s'adapte afin de détecter les domaines qui deviennent plus importants en termes de performance financière. Les risques liés au changement climatique en sont un bon exemple. Il y a dix ans, les investisseurs ne tenaient pas compte de ces facteurs, qui ont par la suite pris de l'importance lorsque la réglementation accrue et la sensibilisation aux questions climatiques ont amené les investisseurs à les intégrer dans leurs portefeuilles.

L'adoption généralisée de critères ESG a sans doute un impact sur les prix des classes d'actifs.

Côté actions, nos études montrent que l'investissement ESG n'a pas apporté de valeur ajoutée sur la période 2010-2013. Il a ensuite commencé à avoir un impact plus important en termes de prix des actions dans les cinq dernières années, avec des nuances selon les régions et les types de portefeuilles et une évolution dans le temps de l'impact des trois composantes (E, S et G). **Côté obligations,** les avantages de l'ESG sur la génération d'alpha sont peu démontrés. Néanmoins, il y a de fortes présomptions selon lesquelles les performances à long terme ne peuvent que bénéficier de l'intégration de facteurs ESG (notamment en termes de durabilité des modèles économiques).

Exploiter les opportunités ESG à partir d'un paysage en évolution

1. **Les gérants actifs peuvent tirer parti des divergences dans les systèmes de notation** ainsi que des inefficacités du marché. Ils devraient s'efforcer de mener des évaluations ESG simples et explicites avant d'approfondir leur compréhension des risques ESG réels et de la manière dont le marché les valorise.
2. **Les notations ESG ne fournissent qu'une image statique et ne répondent pas au « POURQUOI »** d'une notation d'entreprise. En effet, l'essentiel du potentiel exploitable des gestionnaires d'actifs est tourné vers l'avenir. Il s'agit ainsi de détecter comment le profil ESG d'une entreprise va évoluer et quels sont les critères susceptibles d'aboutir à une amélioration.
3. **L'engagement est essentiel.** Entretenir un dialogue avec les entreprises, les connaître, les inciter à adopter les changements nécessaires à l'amélioration de leur profil ESG est ce qui peut ajouter de la valeur à un investissement et avoir un impact dans les domaines qui comptent le plus.

Le choix d'une approche ESG-fondamentale intégrée signifie que les gestionnaires ne peuvent l'appliquer qu'à une sélection de fonds, car celle-ci doit découler d'une ambition à 100 %. L'avantage est que la gestion active et la gestion ESG se complètent parfaitement pour cibler tant les performances ajustées du risque que l'impact sur l'économie et la société.

Meilleure stratégie ESG longue et pire stratégie ESG courte - avantages évolutifs

Amérique du Nord



UEM



Source : Analyse d'Amundi Research, CEIC. Données au 15 octobre 2019 Performance d'un portefeuille illustratif d'actions long-short avec une position longue sur le premier quartile des actions Amundi ESG contre une position courte sur le cinquième quartile. À titre indicatif uniquement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Prévisions économiques

Croissance du PIB (en GA, %) et inflation (IPC en GA, %). Prévisions d'Amundi Research, au 30 octobre 2019.

Prévisions macroéconomiques						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel (en GA, %)			Inflation (IPC en GA, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	1,7	1,7	1,8	2,3	2,0
Japon	1,0	0,5	0,5	0,6	0,8	0,6
Zone euro	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,4
Allemagne	0,5	0,8	1,2	1,6	1,7	1,5
France	1,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,3
Italie	0,1	0,4	0,6	0,6	0,9	1,2
Espagne	2,0	1,6	1,6	0,9	1,3	1,4
Royaume-Uni	1,2	1,1	1,4	1,9	2,0	2,1
Brésil	0,9	1,6	1,7	3,7	3,9	4,2
Mexique	-0,2	0,6	1,6	3,6	3,4	3,6
Russie	1,2	1,7	2,5	4,0	3,5	4,0
Inde	5,6	6,5	6,8	3,4	4,3	4,1
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,0	3,1	3,8
Chine	6,2	5,8	5,8	2,6	2,6	2,0
Turquie	-1,8	1,5	2,3	15,6	12,1	10,8
Pays développés	1,7	1,4	1,5	1,5	1,8	1,7
Pays émergents	4,2	4,4	4,6	4,0	3,9	3,6
Monde	3,2	3,2	3,4	3,0	3,1	2,8

Prévisions des taux directeurs des BC						
	fin 2018	30/10/19	Amundi +6m.	Consensus T2/2020	Amundi +12m.	Consensus T4/2020
États-Unis	2,5	1,75	1,5	1,5	1,5	1,5
Zone euro	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Japon	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,70
Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Inde	6,75	5,40	5,15	4,85	5,15	4,85
Brésil	6,50	5,0	4,50	4,50	4,50	5,50
Mexique	8,25	7,75	7,25	6,90	6,50	6,60
Russie	7,75	6,50	6,25	6,15	6,00	6,15
Turquie	24,0	14,0	13,0	13,3	13,0	12,7
Afrique du Sud	6,75	6,50	6,75	6,30	7,00	6,30

Prévisions de marché

Rendements obligataires

Prévisions des taux à 2 ans

	fin 2018	29/10/2019	Amundi +6m.	Consensus T2 2020	Forward +6m	Amundi +12m.	Consensus T4 2020	Forward +12m
États-Unis	2.51	1.64	1.3/1.5	1.55	1.64	1.3/1.5	1.70	1.67
Allemagne	-0.61	-0.64	-0.8/-0.6	-0.77	-0.68	-0.8/-0.6	-0.70	-0.69
Japon	-0.14	-0.2	-0.3/-0.2	-0.27	-0.22	-0.3/-0.2	-0.14	-0.24
Royaume-Uni	0.75	0.54	0.3/0.5	0.45	0.42	0.3/0.5	0.60	0.38

Prévisions des taux à 10 ans

	fin 2018	29/10/2019	Amundi +6m.	Consensus T2 2020	Forward +6m	Amundi +12m.	Consensus T4 2020	Forward +12m
États-Unis	2.70	1.84	1.5/1.7	1.77	1.89	1.5/1.7	1.90	1.95
Allemagne	0.24	-0.35	-0.5/-0.3	-0.50	-0.29	-0.5/-0.3	-0.4	-0.25
Japon	0.00	-0.10	-0.2/0.0	-0.15/-0.1	-0.07	-0.2/0.0	-0.1/-0.08	-0.03
Royaume-Uni	1.28	0.72	0.6/0.8	0.80	0.74	0.6/0.8	0.91	0.79

Actions

Niveau de l'indice MSCI	USA	Europe	EMU	UK	Japon	Pacifique X Japon	Monde	Monde Tous pays
30/10/2019	2 891	1 632	228	2 093	1 003	493	2 232	534
Fourchette basse	2 733	1 513	210	1 957	937	456	2 091	500
Fourchette haute	3 085	1 759	248	2 236	1 081	527	2 388	573

Cours de change

Prévisions des taux de change vs USD

	fin 2018	29/10/2019	Amundi +6m.	Consensus T2/2020	Forward +6m	Amundi +12m.	Consensus T4/2020	Forward +12m
EUR/USD	1.15	1.11	1.09/1.12	1.13	1.13	1.10/1.16	1.15	1.14
USD/JPY	110	109	105	105	107	104	105	106
GBP/USD	1.28	1.29	1.29	1.27	1.30	1.31	1.31	1.30
USD/CHF	0.98	0.99	1.01	0.98	0.98	0.98	0.97	0.96
USD/NOK	8.64	9.23	9.22/8.83	8.76	9.23	9.32/8.48	8.33	9.24
USD/SEK	8.85	9.70	9.86/9.46	9.55	9.60	9.78/8.90	9.22	9.53
USD/CAD	1.36	1.31	1.30	1.31	1.31	1.28	1.30	1.31
AUD/USD	0.70	0.69	0.69	0.68	0.69	0.70	0.70	0.69
NZD/USD	0.67	0.64	0.64	0.63	0.64	0.65	0.65	0.64

Prévisions des taux de change vs EUR

	fin 2018	29/10/2019	Amundi +6m.	Cons. T2/2020	Forward +6m	Amundi +12m.	Cons. T4/2020	Forward +12m
EUR/USD	1.15	1.11	1.09/1.12	1.13	1.13	1.10/1.16	1.15	1.14
EUR/JPY	126	121	114/117	119	121	115/121	121	121
EUR/GBP	0.90	0.86	0.84/0.86	0.89	0.87	0.84/0.89	0.88	0.88
EUR/CHF	1.13	1.10	1.10/1.13	1.11	1.10	1.09/1.14	1.13	1.10
EUR/NOK	9.90	10.25	10.05/9.85	9.88	10.42	10.29/9.84	9.73	10.54
EUR/SEK	10.15	10.78	10.75/10.55	10.70	10.84	10.79/10.32	10.50	10.87
EUR/CAD	1.56	1.45	1.42/1.45	1.48	1.47	1.40/1.47	1.50	1.49
EUR/AUD	1.63	1.62	1.58/1.62	1.66	1.63	1.58/1.66	1.64	1.64
EUR/NZD	1.71	1.75	1.70/1.74	1.79	1.76	1.71/1.80	1.77	1.78

Contributeurs

Pôles d'investissement - Équipes dirigeantes

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

BRARD Éric, Directeur des Métiers Taux et Crédit

ELMGREEN Kasper, Responsable Actions

GERMANO Matteo, Responsable de la Gestion diversifiée

SYZDYKOV Yerlan, Responsable mondial des marchés émergents

TAUBES Kenneth J., Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable Monde ETF; Gestion indiciaire et Smart bêta

Équipe Investment Insights

BERTINO Claudia, Responsable Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe Investment Insights Unit

Équipe de Recherche

AINOUZ Valentine, Stratégiste Taux et recherche crédit

BERARDI Alessia, Responsable déléguée de la Recherche macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche taux & change

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche macroéconomique

CESARINI Federico, Stratégiste Gestion diversifiée

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche monde

DELBÒ Debora, Stratégiste Actions

DI SILVIO Silvia, Stratégiste Gestion diversifiée

GEORGES Delphine, Stratégiste Recherche taux

MIJOT Eric, Responsable des Stratégies actions

PERRIER Tristan, Économiste senior

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche diversifiée

RONCALLI Thierry, Responsable de la Recherche quantitative

USARDI Annalisa, Économiste sénior

VANIN Gregorio, Économiste junior

VARTANESYAN Sosi, Économiste sénior

WANE Ibra, Stratégiste Actions

Perspectives récentes

Confidence must be earned



ASSET MANAGEMENT

5 November 2019

China's growth tremors: risks, opportunities and the road ahead

INVESTMENT TALKS



Vincent MORTIER
Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor



Alessia BERARDI
Deputy Head of Macroeconomic Research



Angelo CORBETTA
Head of Asia Equity



Esther LAW
Portfolio Manager Emerging Market Debt

With the contribution of
Debora Deboi
Senior Strategist
Nicholas McCannery
Portfolio Manager China Equity

Economy: soft landing and light policy support. In terms of Chinese growth, we see the rate continuing to slow. Chinese GDP growth rose 6.0% in the third quarter of 2019 (Chinese authorities forecasted a range of 6.0%-6.5% YoY), the slowest pace since the early 1990s. Moving into 2020, we do expect that the new growth target will be set around 6.0%, if not lower, at between 5.5% and 6.0%, and our current forecast is confirmed at 5.8% YoY. Exports unsurprisingly have been weak, private capex has slowed notably, and public infrastructure has not picked up as expected. Going forward, we expect public infrastructure capex to accelerate, and the tight real estate policy stance to potentially moderate. Chinese policy mix remains stimulative, though in a very limited way so far and far away from the massive stimulus implemented in recent years.

Investment implications. Overall, we are moderately constructive on the China's equity market. We see valuations as being supportive, though the earnings growth outlook appears muted. We maintain a preference for A-shares equities that are more exposed to the domestic Chinese economy that benefit from the MSCI inclusion process. We also see opportunities in supply chain shifts (Taiwanese and Chinese tech) and in domestic brands offering increasingly more competitive products to international brands.

Asia region. We prefer to be selective and take advantage of the domestic stories that look to be able to deliver some fiscal expansion. We are still constructive on India, although domestic demand remains weak. We like the IT/software sector, where companies enjoy large cash flow yields and the best ones are willing to pay higher dividends.

EM fixed income. We remain slightly positive on EM fixed income. We believe that this environment of still very loose monetary policy globally will continue to favour emerging markets bonds, including Asian bonds. In Asia, we are particularly positive on Indonesia and China duration.

What is your assessment of economic outlook for China?
The economic outlook for China has deteriorated significantly over this year. China's GDP growth rose 6.0% in third-quarter 2019 (Chinese authorities had forecast a range of 6.0%-6.5% YoY), the slowest pace since the early 1990s, confirming annual average growth at just above 6.0% (6.2% YoY). Moving into 2020, we expect that the new growth target will be set around 6.0%, if not lower, at between 5.5% and 6.0%. Our current forecast is confirmed at 5.8% YoY. The performance of China's economy continues to be at the heart of the trade dispute with the US and all the measures implemented have acted as a drag on growth. The contribution of net exports has continued to be positive in 2019 as imports have declined much more than exports (hit by tariffs). Indeed, the external shock is occurring along with domestic policies aimed at deleveraging and higher regulation, and these factors continue to be issues while the economy is under threat from external influences. The industrial, consumer and property sectors are all being negatively affected, although to different extents. Fixed assets investments have been struggling in the private and manufacturing sectors much more than in the SOE and infrastructure. September figures show a decoupling between the two sectors. Household consumption, with the exception of auto sales, has decelerated only moderately. Overall, a much stronger slowdown in the economy is likely to be associated with a further escalation in tariffs and extra-tariff measures, and also the lack of any appropriate intervention by the monetary and fiscal authorities, aimed at pursuing more structural objectives. That said, we expect China to compromise more on the growth side to maintain its financial stability, but not to the point of pushing the economy into a hard landing.

Les soubresauts de la croissance chinoise : risques, opportunités et voie à suivre

Amundi

ASSET MANAGEMENT

Discussion Paper | CROSS ASSET Investment Strategy

DP-41-2019

Buybacks - A multi-perspective review and thoughts on best practices for company buyback policies

Document for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry

Rachats d'actions - Analyse multiperspectives et réflexions sur les bonnes pratiques en matière de politiques de rachat d'actions des entreprises

Confidence must be earned



ASSET MANAGEMENT

INVESTMENT INSIGHTS BLUE PAPER | Q4 2019

High Yield: deep diving needed due to a more uncertain outlook

High yield : examen en profondeur requis en raison des perspectives incertaines

Venez découvrir Amundi Investment Insights en visitant research-center.amundi.com

Informations importantes

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

Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public – 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. 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. Ce document n'est pas destiné aux résidents ou citoyens des États-Unis d'Amérique ou aux « ressortissants américains » (U.S. Person) tels que définis par le « Règlement S » de la Securities and Exchange Commission en vertu de la Loi sur les titres de 1933 (US Securities Act of 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 une 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. En conséquence, ce document est destiné uniquement à être diffusé dans des territoires l'autorisant et auprès d'individus pouvant le recevoir sans se mettre en infraction avec la loi et la réglementation en vigueur. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document. Les chiffres, opinions et estimations peuvent changer sans préavis.

Vous bénéficiez d'un droit d'accès aux données vous concernant. Vous pouvez demander une copie de vos données personnelles à l'adresse mail info@amundi.com. Si vous pensez que nous détenons des informations incorrectes sur vous, vous pouvez nous contacter à l'adresse info@amundi.com.

Document publié par Amundi, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Crédits photos : iStock, Getty Images - metamorworks ; blackdovfx

Directeurs de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

Venez découvrir Amundi Investment Insights en visitant
research-center.amundi.com



Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier