

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**PRISE DE RISQUE AUTOUR  
DES 3 THÈMES SUIVANTS :  
GÉOPOLITIQUE, CROISSANCE, ÉCOLOGIE**

**LE THÈME DU MOIS**

**« INVESTMENT PHAZER » :  
TENDANCE BAISSIÈRE CONFIRMÉE**

Research  
& Macro  
Strategy

## VUES DES CIO

Prise de risque autour des 3 thèmes suivants :  
géopolitique, croissance, écologie

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Début 2020, les **marchés étaient toujours dominés par des questions géopolitiques**, avec tout d'abord des tensions de courte durée en Iran, suivies par la nouvelle d'un accord commercial de phase 1 entre les États-Unis et la Chine. **À l'heure actuelle, les prévisions de croissance deviennent le principal moteur du marché.** C'est pourquoi la récente volatilité due aux nouvelles liées à la propagation du coronavirus en Chine est plus importante que dans le cas des tensions entre les États-Unis et l'Iran, car l'épidémie pourrait peser sur la Chine (et sur la croissance mondiale) si elle n'est pas contenue rapidement (ce qui ne constitue pas notre scénario de base pour le moment). En dehors de ce problème, les données récentes indiquent une évaluation de type « jusqu'à présent, tout va bien » car l'Allemagne a évité une récession et la zone euro a atteint un point bas. Les tendances à la hausse de l'inflation se matérialisent dans une certaine mesure, mais les risques semblent limités et les perspectives globales d'inflation demeurent favorables. Les banques centrales devraient laisser leurs politiques inchangées, ce qui devrait contribuer à maintenir des conditions financières accommodantes dans toutes les régions du monde. Par conséquent, dans la quête vers davantage de croissance, l'attention mondiale se tourne vers les mesures fiscales : le plan de relance japonais ; l'approbation des lois budgétaires 2020 pour l'Indonésie, les Philippines et l'Inde ; et l'espoir d'un soutien en Allemagne, au Royaume-Uni et dans l'Europe élargie (Pacte vert européen de 1 000 milliards d'euros).

**L'investissement vert et le changement climatique seront des thèmes de plus en plus importants à suivre en 2020.** Que ce soit dans le rapport du Forum économique mondial 2020 récemment publié ou lors du dernier FEM de Davos, le changement climatique et les risques environnementaux dominent les discussions. L'Europe et la Chine travaillent ensemble en vue de réduire les émissions en lançant le système d'échange de quotas d'émission (ETS), qui devrait devenir le plus grand marché du carbone au monde. Le changement climatique pourrait également être un thème fort dans le débat électoral aux États-Unis, car les catastrophes mondiales, comme les feux de brousse en Australie, font pression sur les responsables politiques pour les pousser à agir. Globalement, **les objectifs écologiques pourraient être le catalyseur d'une impulsion fiscale, mais ils pourraient aussi devenir une nouvelle frontière à l'origine de tensions commerciales**, le Pacte vert européen envisageant la possibilité d'instaurer une taxe sur le carbone aux frontières de l'UE. Dans une optique *top down*, l'interaction entre la situation géopolitique, la croissance et les questions écologiques sera probablement le principal thème qui déterminera la tendance d'aversion ou d'appétit pour le risque.

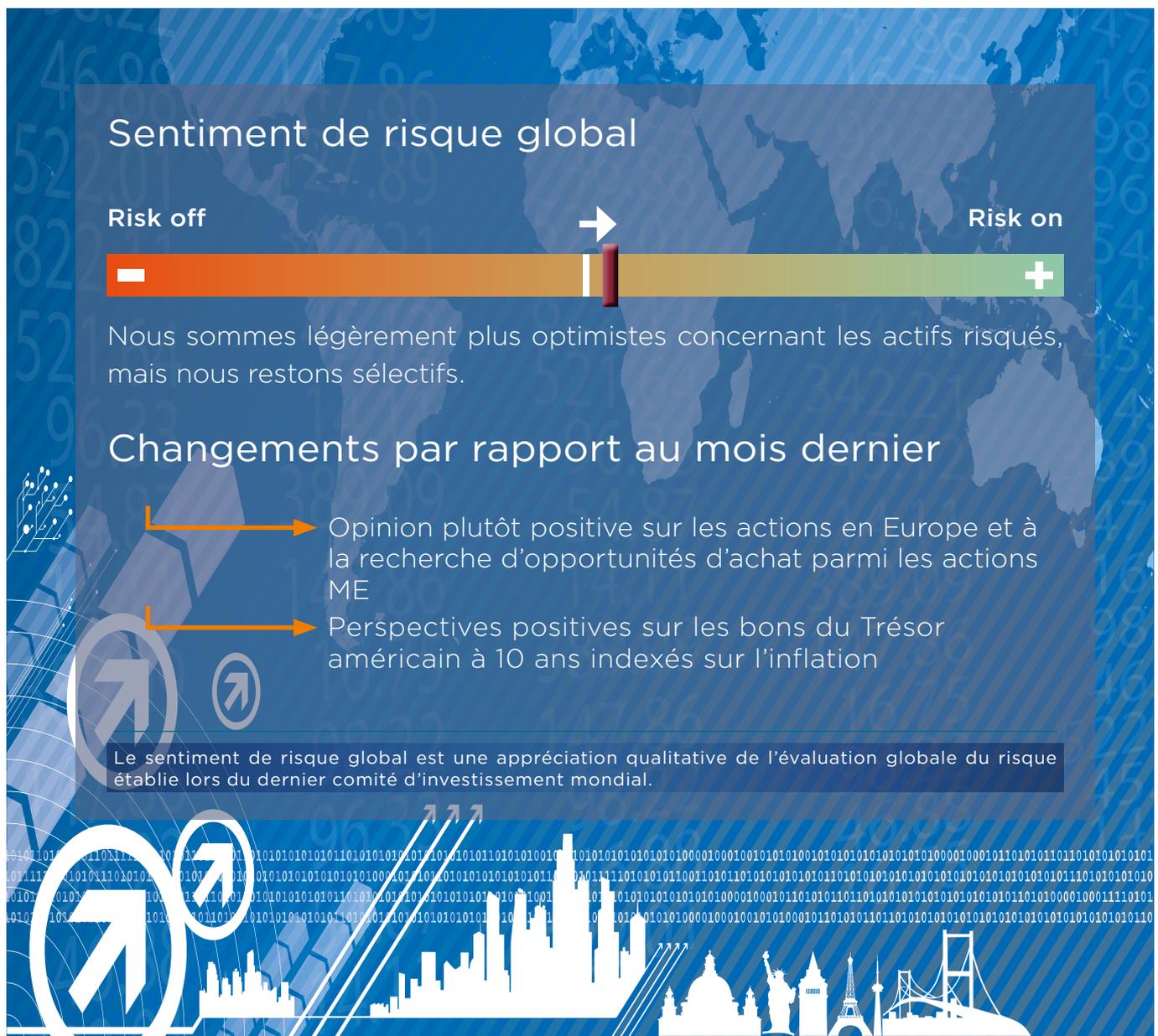
D'un point de vue *bottom up*, **la dynamique du marché du crédit devrait être le principal moteur du cycle financier.** Le contexte de faiblesse des taux continue d'œuvrer en faveur de la classe d'actifs, malgré des valorisations élevées, mais pas extrêmes. Par conséquent, nous pensons que les investisseurs devraient surpondérer le crédit. Toutefois, certains cas idiosyncrasiques pourraient encore faire leur apparition, surtout si les craintes de ralentissement se concrétisent. Nous pensons que la flexibilité et la sélectivité dans la gestion de ce type d'actif seront essentielles pour générer des performances cette année.

Ce contexte inspire quelques convictions d'investissement clés :

- **Ce n'est pas le moment d'adopter un positionnement trop défensif.** Certaines questions à court terme liées au coronavirus en Chine ou aux négociations commerciales entre l'Europe et les États-Unis pourraient générer des opportunités d'achat parmi les actifs risqués. Si la situation en Chine se stabilise, la dynamique de la croissance pourrait s'améliorer sur fond de faiblesse des rendements. Au-delà du court terme, où les actions américaines pourraient s'avérer plus résistantes, **l'Europe est le marché sur lequel il faut se positionner pour profiter des actions sous-évaluées / cycliques.** Une fois que les problèmes liés au coronavirus se seront dissipés, nous envisagerons de renforcer notre exposition aux **actions émergentes**, puisque les prévisions de bénéfices se renforceront.

- **Au niveau obligataire, il faut davantage miser sur la sélection des titres de crédit que sur la durée.** L'Europe, les obligations ME et les actifs titrisés américains représentent les opportunités à saisir pour profiter de la phase prolongée d'appétit pour le risque.
- **La sélection en point de mire.** Compte tenu du resserrement des *spreads*, de la hausse des cours sur les marchés d'actions mondiaux et de l'exposition globale au « facteur croissance », la sélection est essentielle pour éviter que les investisseurs ne se retrouvent avec des titres moins rémunérateurs **susceptibles de peser sur les performances en cas de hausse de la volatilité**. La sélection doit s'appuyer sur les fondamentaux ainsi que sur les critères ESG, en tenant compte de tous les facteurs de risque qui pourraient influencer sur les valorisations futures, parmi lesquels le changement climatique reste le plus mis en avant.
- **Enfin, les critères ESG devraient faire l'objet de nouvelles réglementations.** Et le secteur financier ne devrait pas faire exception. Les actionnaires étant de plus en plus exigeants sur toutes ces questions, **les critères ESG devraient selon nous avoir une plus grande incidence sur les performances du marché**<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Voir l'article d'Amundi, *ESG INVESTING IN RECENT YEARS: NEW INSIGHTS FROM OLD CHALLENGES*, décembre 2019



## MACRO

## Vers un fléchissement du dollar

DIDIER BOROWSKI, Responsable Global Views

MONICA DEFEND, Responsable de la Recherche Groupe

**En théorie, il n'est pas possible de savoir si une monnaie est censée s'apprécier en fonction du cycle (mondial).** Néanmoins, les études empiriques tendent à distinguer deux groupes de devises: celles qui s'apprécient lorsque l'économie se porte bien (et donc se déprécient en temps de crise ou de ralentissement) et celles qui – au contraire – s'apprécient lorsque la situation se dégrade. Une monnaie qui s'apprécie en période de prospérité et se déprécie en période de crise est traditionnellement qualifiée de **procyclique**, et dans le cas contraire, on parlera de devise **contracyclique**. Les devises procycliques se trouvent généralement dans les ME, tandis que les devises contracycliques sont plutôt dominantes dans les MD. Il est clair, par exemple, que les monnaies qui servent traditionnellement de refuge lorsque la situation se détériore (dollar américain, franc suisse, yen) ont tendance à être contracycliques. Le dollar a bénéficié l'année dernière de la détérioration de l'environnement international et de la récession industrielle mondiale, ce qui semble confirmer sa nature contracyclique. On estime aujourd'hui qu'il est surévalué d'environ 10 % en termes de taux de change effectifs réels.

“ Nous pensons que les risques sont orientés à la baisse sur le dollar américain, alors qu'ils sont orientés à la hausse sur de nombreuses devises.”

**Dans les pays dont la monnaie est procyclique, le taux de change agit comme un stabilisateur automatique:** il se déprécie lorsque la croissance est faible (ce qui est favorable aux exportations) et s'apprécie lorsque la croissance économique s'accélère (pesant sur la demande intérieure). Les pays dont les monnaies sont procycliques ont tendance à bénéficier d'entrées de capitaux, qui ont elles-mêmes tendance à être procycliques dans les économies émergentes (c'est-à-dire qui augmentent lorsque la croissance s'accélère). Cependant, le lien de causalité entre les flux de capitaux et le taux de change s'explique difficilement. Il est probable que les deux se renforcent mutuellement: en effet, les investisseurs qui anticipent un comportement procyclique de la part d'une devise seront enclins à se positionner sur les actifs du pays concerné, ce qui aura tendance à renforcer l'appréciation de cette devise.

**Ces considérations sont importantes à ce stade du cycle mondial:** selon nous, la récession industrielle mondiale devrait prendre fin au premier semestre et le commerce mondial devrait se redresser progressivement au fil de l'année. Les pays les plus sévèrement touchés par la contraction du commerce et la récession industrielle l'année dernière devraient donc être les premiers à bénéficier de nouvelles entrées de capitaux. D'autre part, il faut logiquement s'attendre à ce que les devises ayant bénéficié de leur statut de monnaie refuge s'affaiblissent, à commencer par le

## Spot dollar US



Source: Amundi selon données Bloomberg au 27 Janvier 2020

dollar américain. Cela est d'autant plus vrai que le contexte de faiblesse des taux d'intérêt et de croissance atone dans les pays développés alimente la quête de rendement et de diversification des investisseurs. Les pays émergents les plus solides sont donc de sérieux candidats.

**Dans ces conditions, nous pensons que les risques sont orientés à la baisse sur le dollar américain (contracyclique)** alors qu'ils sont orientés à la hausse sur de nombreuses devises émergentes (procyclique). Ce biais est d'autant plus justifié que le dollar semble surévalué alors que de nombreuses monnaies émergentes sont sous-évaluées.

**Les conséquences en termes d'allocation d'actifs sont assez importantes**, car cela signifie que les investisseurs devront reconsidérer leur exposition à la dette émergente en devise locale. Toutefois, il faut procéder avec prudence et ce, pour deux raisons : 1) la reprise mondiale n'est pas encore suffisamment ancrée pour envisager une dépréciation significative du dollar, qui est toujours soutenu par des taux d'intérêt plus élevés aux États-Unis que dans les autres MD ; et 2) l'incertitude mondiale (commerce, géopolitique) pourrait continuer à soutenir les monnaies refuges.

## GESTION DIVERSIFIÉE

# Miser sur les fondamentaux positifs une fois l'incertitude dissipée

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

La situation économique globale pointe toujours vers une stabilisation de la croissance mondiale avec une convergence de la croissance des MD vers son potentiel et un rebond des ME. Les perspectives d'inflation restent favorables et les risques haussiers temporaires semblent contenus, seuls quelques cas étant à surveiller (Inde et Chine). L'évolution possible du *policy mix* vers une politique budgétaire encore plus expansionniste pourrait limiter les risques baissiers. Ce scénario est soutenu par la récente amélioration de la dynamique économique, ainsi que par la diminution des risques géopolitiques à la suite de l'accord de phase 1 entre la Chine et les États-Unis. **Ceci nous amène à une opinion positive à l'égard des actions.** Toutefois, comme certains éléments de ces perspectives restent incertains (propagation du coronavirus en Chine), nous suggérons aux investisseurs de **maintenir les couvertures en place, voire de les renforcer**, en particulier pour les allocations prudentes, et de rechercher des opportunités d'achat sur les marchés d'actions une fois que la situation sera plus claire.

### Des idées à conviction forte

**Notre évaluation globale concernant les actions s'est améliorée** du fait des anticipations de hausse des collectes, de réduction des risques géopolitiques et des orientations budgétaires potentiellement plus expansionnistes. **Les marchés européens et émergents d'Asie** pourraient être les mieux placés pour tirer parti de ces facteurs tactiques, compte tenu de leur biais cyclique/value. Toutefois, nous sommes conscients de la vulnérabilité croissante des bénéficiaires des entreprises et de l'incertitude entourant la propagation du coronavirus. Au niveau granulaire, nous avons aujourd'hui adopté une opinion neutre sur les États-Unis et une opinion légèrement positive sur les actions de l'UE. Nous nous intéressons aux **actions émergentes** car la dynamique de l'économie et des bénéficiaires s'améliore dans les ME, **notamment en Asie**. Toutefois, compte tenu de l'incertitude actuelle, nous pensons que les investisseurs devraient se prémunir contre une éventuelle poursuite de la forte volatilité dans cet univers d'investissement.

**En ce qui concerne les obligations**, nous avons une **opinion neutre sur la durée américaine** et nous pensons que les investisseurs devraient rester flexibles et exploiter de manière tactique la fourchette de négociation (1,7 à 2 %) des bons du Trésor américain à 10 ans. Nous maintenons notre préférence relative pour les bons du Trésor américain à 5 ans par rapport aux bunds allemands à 5 ans. Quant aux **points morts américains**, nous sommes **plus optimistes** concernant les titres à 10 ans, car le ralentissement économique est désormais moins marqué.

La **quête de rendement** se poursuit, en particulier sur la **courbe italienne**, qui représente un cas exceptionnel de rendements positifs attrayants. Ainsi, nous restons positifs à l'égard des BTP italiens à 30 ans par rapport aux bunds allemands à 30 ans.

En matière de **crédit**, même si les valorisations sont élevées, la classe d'actifs continue de bénéficier de l'environnement actuel de fin de cycle et de certains facteurs techniques, notamment en Europe (TLTRO, QE2 de la BCE). **Nous préférons**

le crédit IG européen plutôt qu'américain, le premier affichant un meilleur profil d'endettement. Ailleurs, la faiblesse de l'inflation, le portage attractif, le ton accommodant des banques centrales des pays émergents et les rendements relatifs élevés soutiennent la dette ME (en DF), bien que nous recommandions une couverture contre le risque de duration et de change; et en termes de perspective rendement/risque, nous préférons les titres en DF plutôt qu'en DL pour le moment.

Sur le plan des devises, même si nous maintenons une opinion favorable à moyen terme sur certaines devises ME, nous suggérons de rester prudents à court terme en raison des fortes incertitudes. Quant aux FX MD, nous sommes maintenant optimistes vis-à-vis de l'EUR/CHF car les tensions géopolitiques ont déjà tiré le CHF à la hausse. Nous restons optimistes en ce qui concerne l'EUR/USD. Le NOK/EUR devrait bien se porter grâce au durcissement politique et à la résilience de l'économie norvégienne.

### Risques et couvertures

Dans un environnement plus volatil, nous recommandons aux investisseurs de **maintenir des couvertures adéquates** sous forme de stratégies d'options, sur l'or ou encore sur le yen japonais afin de limiter les baisses en cas de nouveaux accès de volatilité.

USD = dollar américain, UST = bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME/MEM= marchés émergents, obligations ME (DF) = obligations émergentes en devise forte, DL = devise locale, FX = change, IG = Investment grade, HY = haut rendement, NOK = couronne norvégienne, BC = banques centrales, CHF = franc suisse

“Une amélioration de la situation économique pourrait soutenir les actions. Nous rechercherons des opportunités d'achat une fois que les problèmes liés à l'actuelle épidémie de coronavirus commenceront à se dissiper.”

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	↗					■		
Crédit							■	
Duration					■			
Pétrole					■			
Or						■		

Source: Amundi Research. Le tableau ci-dessus représente notre évaluation des classes d'actifs à horizon 3-6 mois, sur la base des vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+++). Cette analyse est susceptible d'évoluer.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### La valeur relative pour générer des performances sur des marchés tendus

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

YERLAN SYZDYKOV, Responsable mondial des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

La stabilisation des perspectives de croissance devrait se poursuivre, mais sans aller jusqu'à une nouvelle accélération de l'économie mondiale. Toutefois, malgré l'amélioration de la situation, les rendements des obligations d'État « core » ne se redressent toujours pas, du fait d'une recherche excessive de qualité et de sécurité, des conditions de liquidité mondiales et des politiques d'assouplissement quantitatif (en particulier en Europe). Même si la quête de rendement est généralement favorable aux marchés du crédit, **elle pourrait**

également conduire les investisseurs vers des segments trop prisés, susceptibles d'afficher une forte volatilité en cas de petite déception au niveau des prévisions de croissance. Dans l'environnement actuel, les investisseurs devraient s'intéresser aux segments en mesure d'offrir une valeur relative attrayante et aux sociétés capables de résister en cas de ralentissement économique.

### Obligations des marchés développés

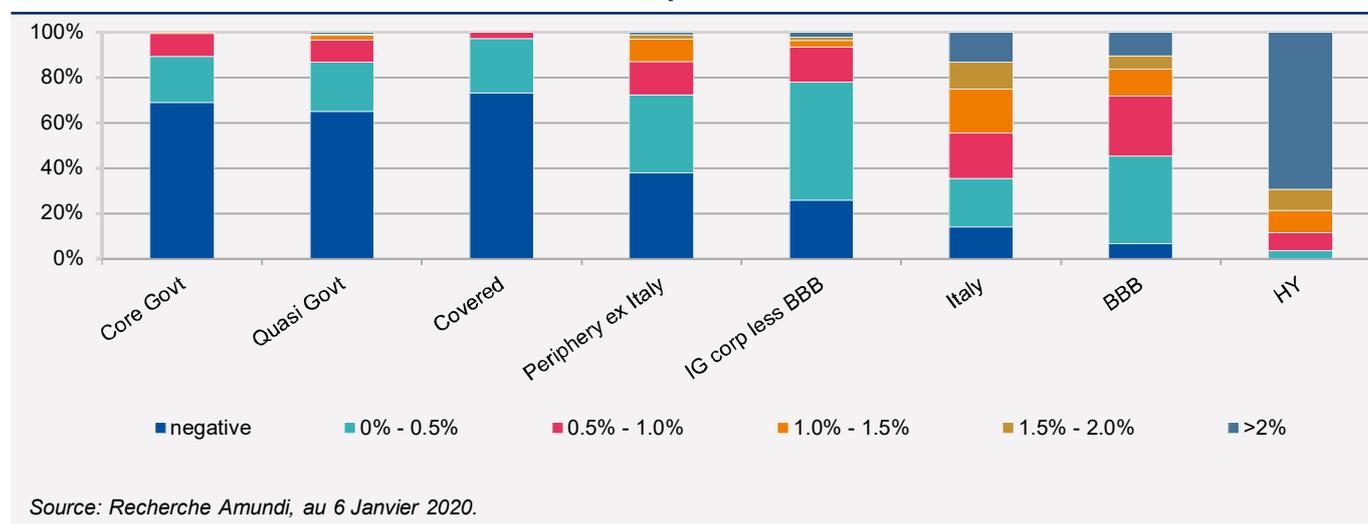
Concernant les obligations mondiales, nous maintenons une position proche de la neutralité sur la durée, avec une préférence pour les États-Unis, où les conditions se sont récemment améliorées, tandis que nous restons négatifs sur la dette core de la zone euro (Allemagne) et sur le Royaume-Uni (les mesures de relance budgétaire devraient tirer les taux à la hausse). Nos perspectives sont optimistes pour les obligations périphériques de la zone euro car elles offrent toujours des rendements positifs attractifs, en particulier l'Italie, pour laquelle nous émettons un avis encore plus favorable. Les investisseurs ont la possibilité de tirer profit des mouvements de la courbe des taux des pays core et périphériques de la zone euro, du Royaume-Uni, ainsi que du Japon, des États-Unis et de l'Australie. En ce qui concerne le crédit, nous sommes globalement optimistes vis-à-vis du segment IG, mais nous sommes plus positifs sur l'Europe que sur les États-Unis. Aux États-Unis, l'environnement macroéconomique actuel et le soutien de la banque centrale sont de bon augure pour les actifs risqués et pour la stabilisation de la croissance du pays autour de son potentiel (2 % par an). Cependant, les valorisations de certaines catégories d'actifs le reflètent déjà et, par conséquent, il faut se montrer sélectif. Notre opinion est favorable concernant les bons du Trésor indexés sur l'inflation (TIPS) en raison de prévisions de hausse de l'inflation, les prix des actifs mondiaux et nationaux demeurant stables dans un contexte de baisse des échanges commerciaux et d'incertitudes politiques. L'accord de phase 1 entre les États-Unis et la Chine a été signé et la Chambre des représentants a approuvé l'accord entre les États-Unis, le Mexique et le Canada. Cependant, le report de la phase 2 de l'accord après les élections américaines devrait accroître la volatilité au deuxième semestre 2020. Sur le segment IG, nous restons prudents à l'égard des obligations d'entreprise et nous jugeons les structures hybrides, en particulier dans le secteur bancaire, plus intéressantes. Nous continuons également de privilégier les actifs titrisés, qui sont relativement attrayants par rapport aux obligations d'entreprise, car les *spreads* des premiers ne se sont pas autant resserrés. En outre, les fondamentaux du crédit dans le secteur de la consommation restent robustes, compte tenu de la solidité des salaires, des bilans et de la confiance des consommateurs.

“ Nous maintenons un point de vue positif sur les pays européens périphériques, où l'Italie est l'une des rares régions à offrir un rendement attractif.”

### Obligations des marchés émergents

Alors que le contexte fondamental et technique devrait rester favorable à la classe d'actifs en 2020, les valorisations paraissent actuellement tendues. Il est difficile d'identifier des poches de valeur, surtout si l'on

### Distribution du rendement sur le marché européen



considère la marge de manœuvre limitée dont dispose la Fed pour assouplir davantage sa politique et pour que les FX ME enregistrent de bonnes performances à court terme. **Nos perspectives sont encore légèrement positives concernant la dette ME, mais nous pensons qu'un positionnement plus prudent est approprié** désormais, car la solide performance réalisée en 2019 est derrière nous. Nous pensons que les investisseurs devraient réduire la durée de leurs portefeuilles et favoriser tactiquement certains cas idiosyncrasiques dans des pays comme la Turquie et l'Afrique du Sud.

## Marchés des changes

Nous sommes positifs sur l'EUR/USD, mais nous pensons qu'il restera dans une fourchette étroite et qu'une grande partie de la tendance proviendra du dollar, qui a montré des signes de fléchissement en raison de petits risques politiques (élections américaines). Le dollar est actuellement surévalué et il bénéficie de flux de capitaux plus faibles que par le passé.

*FX ME = devises des marchés émergents, IG = investment grade, EUR = euro, USD = dollar américain*

## ACTIONS

# L'agitation temporaire peut offrir des opportunités d'achat

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

## Évaluation globale

À court terme, l'impact combiné des conditions de surachat, de l'actualité liée au coronavirus en Chine et du retour sur le devant de la scène des négociations commerciales entre les États-Unis et l'Europe est susceptible de générer des opportunités d'achat sur les marchés des capitaux. Dans cette phase, les actions américaines pourraient s'avérer plus résistantes. Au-delà de cette vision à court terme, nous pensons qu'un rebond cyclique devrait soutenir une nouvelle progression cette année grâce à l'amélioration des fondamentaux. Nous prévoyons un rebond des bénéfices, portés par les politiques monétaires accommodantes, les mesures de relance budgétaire et l'affaiblissement du dollar. L'intensification des risques politiques liés aux élections américaines et aux tensions au Moyen-Orient pourrait toutefois peser sur les marchés. En 2020, les performances seront probablement inférieures à celles de 2019, avec des opportunités parmi les actions sous-évaluées / cycliques européennes et américaines et sur les ME.

## Actions des marchés développés

La résilience du secteur des services, la faiblesse des taux de chômage et la possibilité d'un point bas dans le secteur manufacturier soutiennent les perspectives des **actions européennes**. Pour que les cours continuent de grimper, il faut une croissance des bénéfices des entreprises: d'où l'importance de la sélection des valeurs. Le segment value reste un terrain de chasse intéressant par rapport au segment growth, compte tenu des prévisions de rotation sectorielle et des valorisations attractives. Des opportunités existent parmi les **valeurs cycliques** de l'énergie et de l'industrie, ainsi que dans la santé (défensives). Nous sommes prudents dans les secteurs où les valorisations sont élevées, notamment dans les technologies de l'information et la consommation de base. Même si les petites capitalisations européennes devaient bénéficier de la stabilisation de la croissance, il faudra surveiller de près la liquidité.

Par ailleurs, les **valorisations américaines** semblent raisonnables et sont soutenues par la faiblesse des taux d'intérêt et des *spreads* de crédit. Compte tenu du ton accommodant de la Fed en 2019, l'impact décalé de la faiblesse des taux et des autres coûts de production devrait maintenant stimuler les bénéfices. De plus, environ 40 % des bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 dépendent de leurs activités à l'international et, par conséquent, le fléchissement du dollar devrait avoir un impact positif. La majorité de la croissance des bénéfices

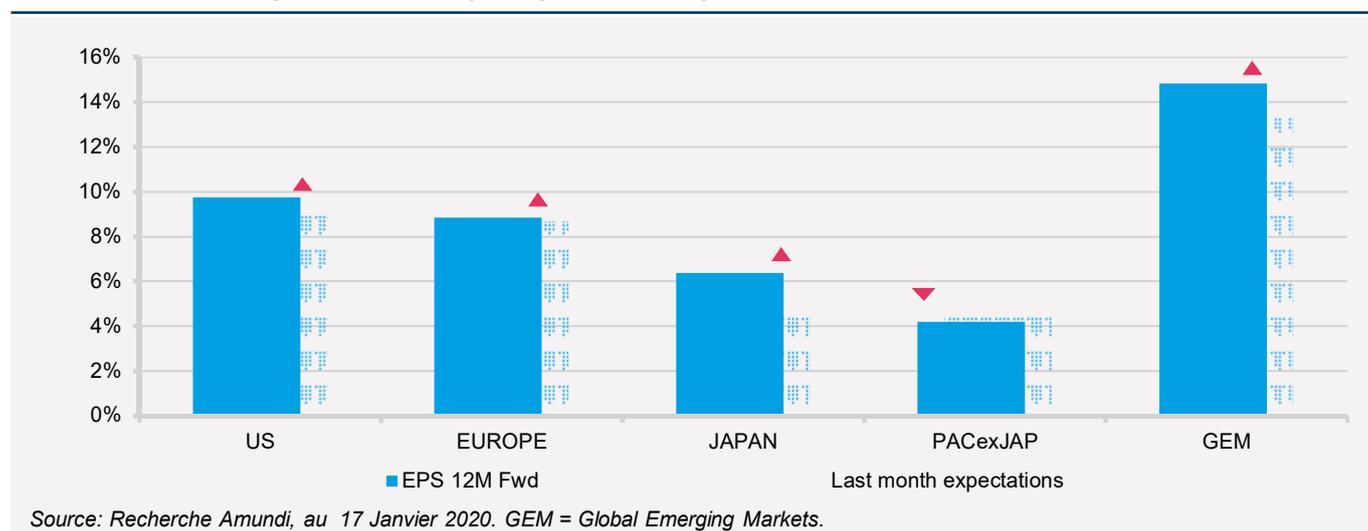
devrait provenir de la consolidation de ces bénéfices à l'international, ce qui devrait générer des performances en 2020. **Nous maintenons une opinion plus favorable à l'égard des actions sous-évaluées / cycliques par rapport aux valeurs de croissance et aux actions à faible bêta**, mais nous continuons à moins privilégier les titres onéreux, qui ont massivement surperformé en 2019. Les BC ont fourni un stimulus suffisant pour doper la croissance mondiale. Nous préférons donc les valeurs cycliques de grande qualité, plus étroitement liées à l'atténuation des risques de récession. Nos perspectives sont donc optimistes concernant les méga-capitalisations financières, les sociétés de l'automobile et des composants, ainsi que de l'industrie. En revanche, nous restons prudents vis-à-vis de la santé, des technologies de l'information, de la consommation de base et des services aux collectivités en raison d'inquiétudes liées aux valorisations. La situation géopolitique a de nouveau joué un rôle dans notre positionnement, car nous sommes désormais moins négatifs sur l'énergie, la possibilité d'une escalade des tensions entre les États-Unis et l'Iran étant limitée.

**“Le rebond du secteur manufacturier devrait soutenir la croissance des bénéfiques, mais la sélection est essentielle pour identifier les actions cycliques / sous-évaluées de grande qualité.”**

### Actions émergentes

À moyen terme, nous avons une **opinion positive sur les actions émergentes**, motivée par les signes de stabilisation de l'activité économique – sur le front de l'amélioration des anticipations de bénéfices – ainsi que par l'apaisement des relations entre les États-Unis et la Chine, et la poursuite de l'assouplissement des politiques en 2020. La volatilité est élevée à court terme, car les marchés évaluent les conséquences possibles du coronavirus sur l'économie chinoise. Dans l'univers des ME, nous privilégions la **Russie (technologie)** et le **Brésil** du fait des réformes favorables au marché et des taux d'intérêt historiquement bas. À l'avenir, la Chine pourrait offrir des opportunités, une fois que la situation actuelle se sera stabilisée. Nous sommes de plus en plus prudents vis-à-vis de l'Inde, car nos objectifs de croissance pour 2020 comportent un risque baissier croissant.

### Consensus sur les profits escomptés pour les 12 prochains mois



Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		Les valorisations sont raisonnables et sont soutenues par la faiblesse des <i>spreads</i> de crédit et des taux d'intérêt. Toutefois, pour que les cours continuent à grimper, il faudrait que les bénéfices augmentent. Fait encourageant, l'impact décalé de la faiblesse des taux et des coûts de production devrait effectivement doper les bénéfices. Globalement, nous privilégions le segment value par rapport aux valeurs de croissance et les actions à faible bêta.
	Europe	+	▲	Les anticipations de rebond du secteur manufacturier, les faibles taux de chômage, la politique monétaire accommodante, les mesures de relance budgétaire et l'accord de phase 1 entre les États-Unis et la Chine soutiennent les actions européennes. De plus, l'Europe abrite des entreprises dotées d'un profil ESG solide et, étant donné que les facteurs ESG devraient jouer un rôle de plus en plus important dans la fixation des cours à l'avenir, cela plaide d'autant plus en faveur des actions de la région. Les dislocations du marché continuent d'offrir des opportunités parmi les actions sous-évaluées / cycliques.
	Japon	=		Les fondamentaux des entreprises japonaises restent solides: les bénéfices sont en hausse, tout comme les rachats, et dans le même temps, leurs bilans restent sous-endettés. Toutefois, si les risques géopolitiques refont surface, les entreprises japonaises (dont la plupart sont exportatrices) seront vulnérables à une hausse du yen. C'est pourquoi nous maintenons notre biais neutre.
	Marchés émergents	=/+	▲	La diminution des tensions commerciales, la faiblesse des taux d'intérêt, l'assouplissement budgétaire et l'espoir d'une appréciation limitée du dollar pourraient soutenir les actions ME à moyen terme. À moins que « l'incertitude élevée » ne fasse dérailler l'économie mondiale vers un choc financier - ce qui n'est pas notre hypothèse - des à-coups baissiers excessifs des prix pourraient fournir des points d'entrée.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		En nous appuyant sur une approche mondiale des obligations, nous conservons notre positionnement neutre sur la durée, car les signes de stabilisation de la croissance économique devraient permettre à la Fed de maintenir les taux à leur niveau actuel, à moins que la croissance ne ralentisse de manière significative au point de pousser la Fed à intervenir.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les <i>spreads</i> s'approchent de leurs niveaux les plus resserrés sur plusieurs années et les sociétés américaines affichent des niveaux d'endettement élevés, qui sont tolérables lorsque les taux d'intérêt sont bas. Les investisseurs doivent donc être à l'affût de tout risque de tensions en cas de hausse des taux. Les titres structurés, y compris les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (RMBS) d'émetteurs privés, sont attractifs par rapport à la plupart des autres segments IG.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> sur le segment HY sont serrés, mais les perspectives de défaut sont positives car les conditions économiques et de liquidité restent favorables. Nous nous montrons très sélectifs en raison des niveaux d'endettement sur ce marché.
	Govies Europe	-/=		Nous maintenons notre position prudente sur la durée européenne. Les anticipations de relance budgétaire pourraient faire grimper les taux encore davantage, notamment au Royaume-Uni. Toutefois, nous émettons un avis positif sur les obligations des pays périphériques, en particulier l'Italie.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Le segment IG européen devrait bénéficier du programme d'achat d'obligations d'entreprise de la BCE (CSPP) et, par conséquent, notre opinion est positive. En particulier, la dette subordonnée financière semble attractive.
	Euro Obligations d'entreprise HY	+		Nous sommes positifs sur le segment HY européen compte tenu des facteurs techniques solides et du dynamisme sur le marché primaire. Nous restons sélectifs dans les secteurs de l'énergie, de l'automobile et des télécommunications. Nous sommes également attentifs à l'augmentation des risques idiosyncrasiques dans ce segment.

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
<b>Émergents Dette en devise forte</b>	+		Notre avis est positif concernant la dette ME du fait des bons fondamentaux et d'un contexte technique solide. Toutefois, les performances robustes de 2019 seront difficiles à reproduire et il sera donc utile de faire preuve d'une certaine prudence, compte tenu des spreads serrés.
<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=		Selon nos anticipations, les banques centrales devraient poursuivre leur assouplissement monétaire dans les pays où l'inflation est maîtrisée et où, par conséquent, les rendements réels des obligations en devise locale devraient rester attractifs. Nous nous montrons toutefois prudents, étant donné que les devises ME ne devraient pas s'apprécier, du moins à court terme, en raison de l'incertitude entourant la croissance en Chine.
<b>AUTRES</b>	<b>Matières premières</b>		Nous émettons un avis positif sur l'or car il semble être la couverture la plus efficace contre plusieurs risques mondiaux, comme nous l'avons vu récemment avec les craintes liées au coronavirus. Quant au pétrole, nous réitérons notre fourchette cible de 55 à 65 dollars le baril pour le WTI et de 60 à 70 dollars pour le Brent, malgré les récents événements qui ont exercé une certaine pression à la baisse en raison des inquiétudes temporaires entourant la croissance économique. Globalement en 2020, les principaux déterminants des cours du pétrole devraient être la production pétrolière américaine et la stratégie de l'OPEP. L'OPEP devrait rester vigilante quant aux réductions de production et veiller activement à limiter les chocs externes. Ailleurs, les anticipations de stabilisation du secteur manufacturier et la légère embellie des chiffres du commerce mondial et de l'économie plaident en faveur des métaux de base, à condition que les craintes de ralentissement de l'activité en Chine soient temporaires et limitées.
	<b>Devises</b>		Nous prévoyons une appréciation de l'EUR/USD à environ 1,14 au cours des 12 prochains mois, mais les investisseurs ont besoin d'observer de la croissance avant d'adopter un biais structurellement positif sur l'EUR. L'USD/JPY est sous-évalué par rapport aux fondamentaux, mais devrait constituer une couverture solide dans un contexte de conviction faible. Nous anticipons un yen à 104. Parallèlement, la livre sterling a marqué une pause après un rebond prononcé débuté mi-octobre l'année dernière; notre prévision à 12 mois pour le GBP/USD est de 1,33. Pour les FX ME, les perspectives à moyen terme sont favorables, mais nous anticipons un maintien de la volatilité du fait des incertitudes entourant la propagation du coronavirus en Chine.

**LÉGENDE**



Source: Amundi, au 29 janvier 2020, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. 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 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, sont susceptibles de changer et 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. QE = assouplissement quantitatif.

## LE THÈME DU MOIS

### « Investment Phazer » : tendance baissière confirmée

ANNALISA USARDI, Économiste Senior, CFA

LORENZO PORTELLI, Responsable de la Recherche Cross Asset

Finalisé le 28/01/2020

#### L'essentiel

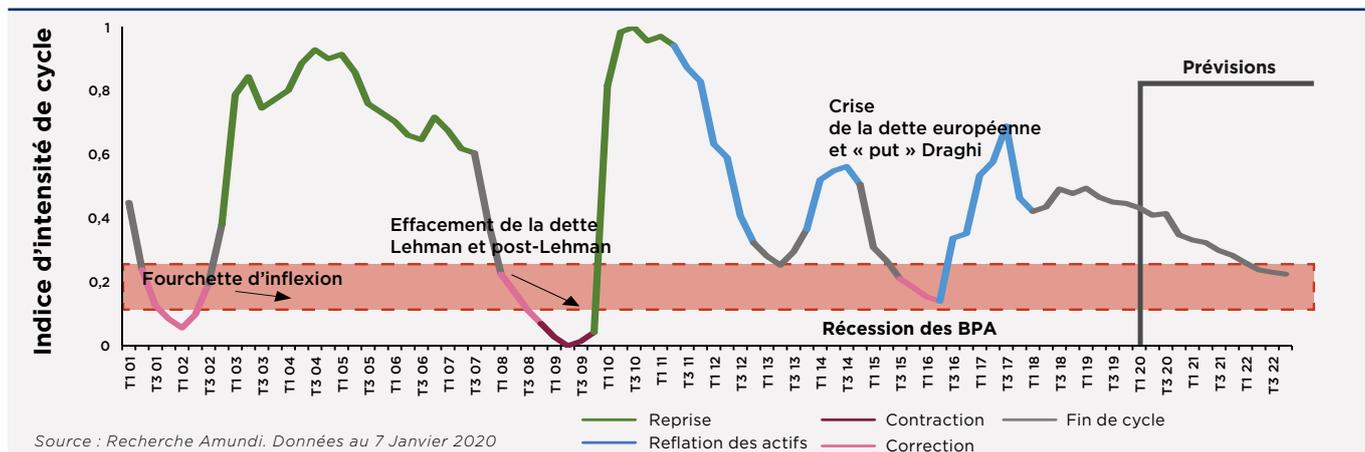
Si, à court terme, nous nous attendons à un soulagement temporaire résultant de surprises économiques positives et d'une actualité favorable sur les questions commerciales (si l'impact du coronavirus reste limité), à moyen terme, notre scénario économique confirme la fragilité du cycle des bénéfices. Les principales caractéristiques de ce cycle sont une croissance plus faible due à l'escalade de la guerre commerciale, des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi bas en raison de politiques monétaires non conventionnelles et un marché du travail assez résistant grâce à la forte résilience du secteur intérieur.

Malgré ces spécificités, la poursuite d'une phase de fin de cycle reste envisageable en 2020, en revanche le scénario le plus probable pour la fin 2021 est celui d'une transition vers une phase de correction.

#### Croissance: la décélération aux États-Unis et la stabilisation en zone euro se confirment. Le cycle des bénéfices reste fragile

- La croissance du PIB réel devrait progressivement décélérer vers son potentiel aux États-Unis (1,8 % contre 2 % pour la Fed, T4/T4), le mix des relais de croissance se faisant moins diversifié. Nous maintenons notre conviction selon laquelle la consommation américaine enregistrera une année « moyenne » devenant ainsi le principal moteur de la croissance, tandis que les investissements ralentiront, en particulier ceux non résidentiels. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions en matière d'investissements résidentiels par rapport à notre dernière mise à jour et ceux-ci ne devraient plus constituer un frein pour la croissance.
- Si la « normalisation » devait venir d'en haut aux États-Unis, le tableau est plus mitigé pour la zone euro où les performances de l'Allemagne et de l'Italie s'améliorent après leurs mauvais résultats de 2019, tandis que la France reste proche de son potentiel et que l'Espagne ralentit. Dans son ensemble, la zone euro devrait se stabiliser autour de son potentiel, mais pour l'heure, il y a peu de signes d'accélération. En effet, il se pourrait que le renversement de tendance dans l'escalade de la guerre commerciale ne soit pas suffisant pour dissiper les pressions pesant sur le secteur.

#### La tendance baissière se confirme : phase de fin de cycle en 2020 avant une probable transition vers une phase de correction en 2021



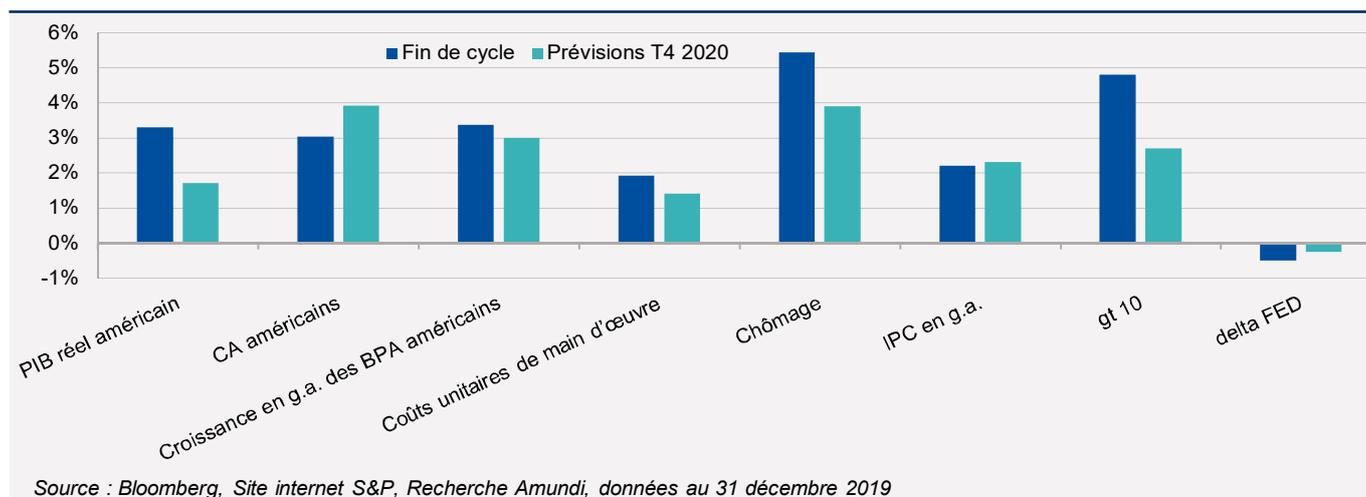
- Malgré un bref répit, les bénéfiques sont encore en phase finale du cycle. Un rebond du commerce mondial sera nécessaire pour prolonger la croissance jusqu'en 2021. Les marges, qui ont été le principal facteur de croissance des BPA au cours de la dernière décennie, pourraient se trouver sous pression en raison de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et des niveaux d'endettement élevés, notamment dans les entreprises américaines.

### Inflation: la dynamique des prix devrait conserver son élan positif en 2020 aux États-Unis et en zone euro

- La dynamique des prix devrait conserver son élan positif en 2020 aux États-Unis et en zone euro, même s'il existe des disparités évidentes entre les pays quant à leur proximité par rapport à l'objectif de la banque centrale. L'inflation globale aux États-Unis devrait augmenter dans la première moitié de 2020 pour ensuite décélérer jusqu'en 2021, mais l'indicateur d'inflation préféré de la Fed, l'indice PCE sous-jacent des prix, ne convergera que progressivement vers la cible de 2 %. Cette tendance haussière progressive sera soutenue par un écart de production positif, le chômage se situant bien en dessous du NAIRU (taux de chômage non accélérateur d'inflation) tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre continuent de croître, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 2019. Les prix de production devraient également augmenter, en raison, notamment, de l'impact des droits de douane imposés plus tôt. Le risque de réduction des marges qui en résulte pourrait entraîner certaines augmentations des prix finaux, qui seront néanmoins acceptables pour les consommateurs dont les salaires continuent d'augmenter.
- Dans la zone euro, la dynamique de l'inflation reste légèrement orientée à la hausse tout en demeurant loin de l'objectif de la BCE. En effet, si le marché du travail reste globalement solide, la croissance des salaires ne suit pas les mêmes tendances partout et les perspectives d'inflation restent faibles et inégales d'un pays à l'autre. En termes consolidés, les salaires continueront d'augmenter à un rythme légèrement plus lent qu'en 2019, mais cette hausse sera compensée par certaines améliorations de la productivité, de sorte que les coûts unitaires de main-d'œuvre augmenteront, mais, là encore, plus lentement qu'en 2019 (bien que toujours au-dessus de la moyenne des cinq dernières années). La croissance des prix à la production devrait rester légèrement inférieure à son rythme de 2019. Dans l'ensemble, l'inflation sous-jacente devrait rester soutenue, mais dérivera peu à peu de son objectif, pour finalement s'en éloigner de manière considérable, car l'économie croît à un rythme égal, voire légèrement inférieur à son potentiel.

**Les principales caractéristiques de ce cycle sont une croissance plus faible due à l'escalade de la guerre commerciale, des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi bas en raison de politiques monétaires non conventionnelles et un marché du travail assez résistamment grâce à la vigueur du secteur domestique des services**

### Prévisions internationales vs valeurs de référence de l'« Investment Phazer »



- Nous n'anticipons pas de mouvement significatif sur le plan budgétaire. Aux États-Unis, selon le CBO (Congressional Budget Office), le déficit devrait atteindre 4,6 % du PIB (contre 4,5 % en 2019), la dette publique passant de 78,9 % à 80,7 %. En zone euro, un effort budgétaire important et coordonné est difficilement envisageable à l'heure actuelle, à moins d'un important repli de l'économie. Nous prévoyons toutefois un assouplissement dans les pays disposant d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire, comme l'Allemagne et les Pays-Bas. Dans l'ensemble, selon les estimations de la Commission européenne, les objectifs de déficit

cumulé en 2020 devraient se situer autour de 0,9 % du PIB (contre 0,8 % en 2019), ce qui conduirait à un nouvel assouplissement (si l'on considère le changement de solde structurel, passant de -0,1 % en 2019 à -0,2 % du PIB potentiel). Le ratio de la dette publique par rapport au PIB (ZE19) passera de 86,4 % du PIB à 85,1 % selon les estimations de la Commission européenne. Si l'on considère les évolutions récentes, en Allemagne, le budget 2020 annonce une relance budgétaire de 0,75 % (mesurée par la diminution de l'excédent structurel) grâce à un large éventail de mesures fiscales et de dépenses. Toutefois, ces derniers temps, l'Allemagne n'a pas toujours su atteindre ses objectifs d'expansion budgétaire et la CE ne table que sur une augmentation de 0,4 %. Le budget britannique sera dévoilé le 11 mars et pour l'instant, les estimations basées sur les annonces de dépenses de septembre, le changement prévu des règles budgétaires (la nouvelle règle prévoit un budget courant équilibré et jusqu'à 3 % du PIB en dépenses d'investissement) et les promesses électorales des conservateurs laissent entrevoir un plan de relance budgétaire d'un peu moins de 1 % du PIB. Au Japon, un important programme de relance économique (220 milliards d'euros) a été annoncé pour prévenir une contagion du ralentissement économique mondial. Celui-ci répond également au besoin urgent de remplacer les infrastructures qui ont dépassé leur durée de vie utile et devrait permettre d'augmenter le PIB de 0,7 % au cours des deux prochaines années. Les marchés émergents s'orientent peu à peu vers un régime budgétaire plus expansionniste. En décembre, certaines lois budgétaires ambitieuses ont été approuvées pour 2020 et l'Indonésie, les Philippines et l'Inde ont annoncé des plans de dépenses plus importants. Le budget indien sera publié le 1er février - les données budgétaires publiées jusqu'à présent pour l'exercice 2020 sont décevantes et ne suffisent pas à couvrir les besoins de dépenses supplémentaires.

### Les politiques monétaires restent concentrées sur le soutien à la croissance

**Dans les marchés développés (MD), nous attendons des banques centrales qu'elles maintiennent leur orientation accommodante actuelle, qui est favorable à la croissance et rendue possible par les perspectives globalement faibles en matière d'inflation. Dans les principaux marchés émergents (ME), les banques centrales maintiendront leur politique d'assouplissement, mais les évolutions récentes sur le front de l'inflation dans certains pays pourraient limiter leur marge de manœuvre.**

- **MD** : la Fed conservera son orientation accommodante malgré sa décision de se baser davantage sur les chiffres entrants et nous envisageons une nouvelle baisse des taux en 2020, pour assurer des conditions financières accommodantes et maintenir la croissance américaine sur de bons rails. Dans la zone euro, le QE2 de la BCE vient de commencer et, à moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, aucune nouvelle mesure d'envergure ne devrait être prise dans l'immédiat, compte tenu notamment de la revue stratégique qui est en train d'être menée. Au Royaume-Uni, si l'économie se redresse et qu'elle évolue conformément aux projections du Comité de politique monétaire, il est fort probable que les taux resteront inchangés au cours des 12 prochains mois. Enfin, au Japon, nous tablons sur une baisse des taux de 10 points de base au cours des 12 prochains mois.
- **ME** : le positionnement accommodant de la PBoC se poursuit conformément aux attentes, avec un recours à tous les outils jugés nécessaires et la banque centrale maintiendra ce positionnement malgré la publication des derniers chiffres plus élevés que prévu de l'inflation globale. En Inde, les indicateurs de l'activité économique intérieure ont commencé à faire apparaître un tableau mitigé, avec quelques lueurs d'espoir dans un environnement économique globalement déprimé, tandis que l'inflation a surpris à la hausse, ce qui exigera probablement une nouvelle révision à la hausse du scénario central de la RBI et retardera encore toute décision sur les taux directeurs à court terme. Un nouvel assouplissement de la BCB était largement attendu compte tenu des progrès constructifs réalisés sur le plan des réformes (réforme des retraites notamment). Comme annoncé précédemment par la BCB, le stade actuel du cycle économique exige la prudence dans l'examen d'éventuels changements du niveau de stimulation. En Russie, l'inflation a reculé et la CBR a évoqué la possibilité d'une nouvelle baisse de son taux directeur au premier semestre 2020. L'inflation étant bien maîtrisée, nous envisageons un total de deux baisses de 25 points de base au cours des douze prochains mois.

## Les principaux facteurs de risque

Équipe Recherche Macroéconomique

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

Finalisé le  
29 janvier 2020

**20 %**  
Escalade  
de la guerre  
commerciale

### Analyse

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

### Impact de marché

- Négatif pour les actions et le CNY
- Positif pour l'USD, les bons du Trésor américain et l'or

**20 %**  
Vulnérabilité  
croissante des  
entreprises

Les entreprises ont accumulé les dettes qui dépassent désormais les niveaux d'avant la crise de 2008. Leurs résultats décevants réduisent leur capacité à assurer le service de leur dette comme le paiement des intérêts. En parallèle, les marchés émergents et frontières ont attiré des flux de capitaux en provenance des économies avancées, augmentant ainsi leur dette extérieure. Un resserrement des conditions financières et des taux plus élevés compromettraient leur capacité à rembourser leur dette. Une détresse généralisée et une hausse des taux de défaut imposerait un désendettement et un recul de l'investissement et de l'emploi, ce qui aggraverait la récession.

- Négatif pour les actifs à risque
- Dégradation des titres US IG BBB et hausse des défauts dans les segments EURO et US HY B-CCC
- Positif pour l'USD, les bons du Trésor américain et l'or

**10 %**  
Hard landing  
chinois

La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte qu'elle devrait se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Les dernières données publiées pour novembre/décembre ont fait état d'une petite reprise du cycle, mais la propagation brutale du coronavirus, parti de Wuhan, contrebalance cette dynamique macro-économique positive. Le modèle économique chinois est fragile et le crédit semble excessif. La dette des entreprises non financières a bondi depuis la crise financière de 2008.

- Instabilité financière mondiale
- Négatif pour le pétrole, les matières premières, les devises des pays exportateurs de matières premières, les obligations émergentes
- Positif pour les bons du Trésor américain et l'or

**10 %**  
Élections  
américaines

À ce stade, les retombées de l'élection présidentielle américaine sont loin d'être négligeables. Pendant que les investisseurs ont les yeux rivés sur les sondages, il est essentiel de considérer l'action politique qui découlerait du résultat de la présidentielle (notamment en termes de protection sociale et de réglementation financière). Ce scénario de risque s'articule autour d'éléments tels que la procédure de destitution, la politique étrangère susceptible de faire imploser la situation en Ukraine, en Iran et en Syrie, ou l'imposition des bénéfices des entreprises par une nouvelle administration avec pour corollaire une perte de confiance et une dégradation de l'économie.

- Hausse de la volatilité
- Perturbations des marchés américains
- Positif pour l'or

**10 %**  
Escalade  
des tensions  
militaires et  
risque de  
propagation

Chine/États-Unis, Chine/Hong Kong, Brexit, Iran/Moyen-Orient, Lybie. La dimension géopolitique a une influence prépondérante sur les marchés. Les frappes de janvier en Irak suscitent des inquiétudes quant à une escalade militaire avec des répercussions sur les cours du pétrole et la dynamique mondiale. Les marchés continuent de considérer qu'une escalade d'envergure est peu probable, de sorte que les actifs refuges (or, bons du Trésor, pétrole, USD, YEN) et les actifs à risque (actions DM) n'ont fait l'objet que de corrections minimales après gains/pertes. Nous ne nous attendons pas à une nouvelle escalade de la part des États-Unis ou de l'Irak. Les pics de prix du pétrole devraient être de courte durée (à moins d'une perturbation de l'approvisionnement en pétrole irakien).

- Positif pour les cours du pétrole et les actifs refuges (devises et or)
- Négatif pour les actifs à risque

**10 %**  
Illiquidité  
du crédit et  
mauvaise  
allocation du  
risque

La quête de rendement, dans un contexte de taux bas, a poussé les investisseurs institutionnels à accumuler le risque de crédit dans leurs portefeuilles et à réduire les réserves de liquidités afin d'atteindre leurs objectifs nominaux. Le point de jonction critique entre un cycle de crédit arrivant à maturité et une transformation des structures de marchés dans un contexte d'évolutions réglementaires pourrait, en cas de cessions massives, représenter un obstacle de taille pour les investisseurs qui souhaiteraient liquider leurs positions.

- Positif pour le monétaire, les obligations souveraines (États-Unis, Euro) et l'or
- Négatif pour les obligations émergentes, les actions internationales, le HY, le pétrole et les matières premières.

**10 %**  
Assèchement de  
la liquidité du  
dollar

La liquidité du marché étant assurée par le dollar américain, une réduction de la base de liquidités en USD pourrait amplifier l'impact d'un resserrement des conditions de financement et se répercuter sur les pays avec des prêts transfrontaliers en USD.

- Instabilité financière mondiale
- Positif pour l'or et les bons du Trésor américain
- Négatif pour les actifs à risque (émergents en particulier)

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

Équipe Recherche Macroéconomique

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



#### SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 55 %) :

#### Demande intérieure et services résistants malgré les incertitudes politiques

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été s'est maintenue durant l'automne. D'après les données industrielles et les enquêtes de conjoncture, le secteur manufacturier mondial n'est pas encore au bout de ses peines, bien que la première phase de l'accord commercial conclu entre les États-Unis et la Chine puisse apporter un certain soulagement. La demande intérieure résiste, grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies, par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au premier semestre 2020 :** le commerce mondial, plombé par les discours protectionnistes, s'est effondré au cours des 18 derniers mois. Les dommages causés jusqu'à présent à la dynamique du commerce mondial et à l'économie réelle seront difficiles et lents à réparer, malgré la signature de l'accord commercial partiel tant attendu entre les États-Unis et la Chine. Nous prévoyons une reprise très lente du commerce mondial en 2020. En effet, le commerce devrait rester sous pression dans l'immédiat et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial l'an prochain. Toutefois, l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont durement touchées. Les États-Unis poursuivent résolument leur effort de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % des importations totales en 2007 à 18 % en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Le coup de frein imposé à l'activité économique en Chine devrait avoir un impact négatif sur la dynamique du commerce mondial à court terme. Enfin, il ne faut pas sous-estimer le rôle de la résilience de la demande intérieure à mesure que les structures du commerce mondial et que les chaînes de production s'intègrent davantage au niveau régional.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec des risques baissiers en légère hausse. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018 a commencé à ralentir au second semestre 2018 et a poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir plafonné à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour se situer autour de 2 % sous l'effet d'un affaiblissement de la demande intérieure imputable au recul des investissements fixes, mais qui reste soutenue par la bonne tenue des dépenses de consommation des ménages. Ce ralentissement progressif devrait se poursuivre, car la faiblesse persistante du commerce mondial et de l'industrie manufacturière, quelque peu atténuée par la conclusion de la première phase de l'accord commercial, pourrait avoir un impact plus durable sur l'économie, notamment sur les investissements. Côté consommation, les premiers signes d'un relâchement de la croissance des revenus salariaux pourraient freiner quelque peu la consommation des particuliers, qui devrait néanmoins rester le principal moteur de la croissance. Dans notre scénario, après avoir souffert en 2019, la confiance des entreprises et des consommateurs devrait se stabiliser avant de se redresser quelque peu. L'inflation devrait progressivement s'accélérer, tout en conservant un rythme favorable. Dans ce contexte, la politique monétaire reste favorable et nous continuons à tabler sur une baisse de taux supplémentaire cette année. Dans l'ensemble, la balance des risques nous semble toujours orientée à la baisse et malgré la conclusion d'une trêve commerciale, les tensions géopolitiques persisteront tandis qu'une dose d'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci à mesure que l'élection présidentielle approche. Bien que nous ne prévoyions pas de récession, les doutes quant à la prolongation du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement de la demande intérieure).
- **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste sous pression tandis que l'incertitude maintient son emprise sur l'économie mondiale, malgré l'amélioration récente du sentiment sur le front du commerce entre les États-Unis et la Chine. La zone euro a subi une détérioration de sa demande extérieure pendant que le secteur manufacturier était durement touché faisant craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, les moteurs de la croissance intérieure ont dans l'ensemble fait preuve de

résilience, les anticipations quant aux fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives et les surprises économiques sont devenues positives. Dans ce contexte, nous anticipons une stabilisation de la croissance de la zone euro en 2020-2021 qui convergera vers son potentiel à mesure que la crise du secteur manufacturier se résorbera et que le commerce mondial se stabilisera, bien que cette stabilisation se fasse à des niveaux plus faibles. La demande intérieure devrait rester soutenue par la bonne santé globale du marché du travail, dont les taux de chômage bas et la progression modérée des salaires soutiennent la consommation des ménages qui devrait être le principal moteur de la croissance. Les investissements devraient profiter d'un environnement économique stable et certains risques haussiers sont susceptibles de se concrétiser dans le cadre du Green New Deal de la nouvelle Commission européenne. Les efforts en matière de politiques budgétaires expansionnistes restent limités à l'échelle des différents pays, sans que des mesures coordonnées aient encore vu le jour. Un élan plus soutenu en ce sens reste théoriquement possible, en particulier si l'économie se détériorait davantage et peinait à rebondir. L'inflation étant soutenue dans son mouvement ascendant très progressif par la stabilisation de la croissance, nous ne nous attendons pas à de nouvelles mesures d'assouplissement de la part de la BCE.

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

- **Cours du pétrole:** les cours du pétrole ont flambé après les frappes irakiennes et au lendemain des actions militaires/représailles et pourraient grimper davantage, de manière temporaire, car la possibilité de voir de nouveaux incidents ne peut être écartée. Pourtant, à moins d'une escalade militaire d'envergure donnant lieu à une perturbation de la production pétrolière d'Irak, un passage durable à des cours sensiblement plus élevés est peu probable, car l'élasticité des prix du pétrole vis-à-vis d'un choc temporaire de l'offre est plus faible que dans le passé, d'autres producteurs pouvant désormais absorber les chocs. La production pétrolière américaine, notamment, est plus flexible que dans le passé et s'est avérée très résistante, ce qui rend le pétrole moins vulnérable aux perturbations liées à l'approvisionnement.
- **Banques centrales: retour de l'attentisme dans les économies avancées.**
  - **FED:** la faiblesse des perspectives d'inflation impose une attitude plus accommodante pour l'avenir. La Fed maintient son biais d'assouplissement, malgré une approche plus dépendante des statistiques économiques. Conformément aux attentes du marché, notre scénario central prévoit une nouvelle baisse des taux en 2020, afin de maintenir des conditions financières accommodantes et de garder la croissance américaine sur de bons rails.
  - **BCE:** dans le contexte actuel de stabilisation de la croissance, de progression graduelle de l'inflation dans la bonne direction et de revue stratégique menée par la BCE, nous ne prévoyons pas de changement majeur de politique, à moins que le tableau macroéconomique n'évolue sensiblement. Le QE2 vient de reprendre et aucune nouvelle mesure importante ne devrait être mise en œuvre à court terme. **À moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, nous nous attendons à ce que la BCE maintienne ses taux inchangés dans les 12 prochains mois. En effet, le seuil de déclenchement pour une nouvelle réduction des taux est très élevé au vu des effets négatifs sur le système bancaire qu'une nouvelle baisse est susceptible d'engendrer.**
  - **BoJ:** la BoJ pourrait encore envisager davantage d'assouplissement en 2020 si les risques géopolitiques augmentent à nouveau et que le yen s'apprécie de manière significative. Nous anticipons une baisse de taux de 10 points de base au cours des 12 prochains mois, celle-ci étant conditionnée par deux éléments. Tout d'abord, une réduction du taux d'intérêt cible à court terme devra s'accompagner d'un réalignement de la structure à trois niveaux des dépôts en comptes courants de la BoJ afin d'atténuer les effets négatifs sur les institutions financières. Ensuite, la BoJ empêchera évidemment le segment le plus long de la courbe de décliner afin de garantir la pente de la courbe.
  - **BoE:** la BoE continue d'insister sur le fait que la politique monétaire pourrait se diriger dans un sens ou dans l'autre selon l'évolution des perspectives économiques afin d'assurer un retour durable de l'inflation à son objectif de 2 %. Tant que les données entrantes continueront d'étayer les projections du CPM, nous estimons que l'attitude la plus probable sera le maintien inchangé des taux au cours des 12 prochains mois.



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

- La guerre commerciale s'intensifie et se traduit par une contraction plus importante du commerce mondial, un effondrement de la production manufacturière (avec une contagion aux services) et une guerre des changes. Récession géopolitique due à la « dé-globalisation ».
- Aggravation des risques idiosyncrasiques (Moyen-Orient, Hong Kong, élections américaines, Brexit). *Hard landing* chinois en raison de l'incapacité du policy mix à soutenir un ralentissement progressif et répercussions régionales et mondiales sur la croissance et la stabilité macroéconomique.



### SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (15 %): reprise modérée de la croissance mondiale en 2020

- Un soutien des politiques budgétaires plus important que prévu en Europe (Allemagne, Pays-Bas) et peut-être aussi aux États-Unis et un effort budgétaire coordonné inattendu à l'échelle de la zone euro seraient les principaux risques haussiers découlant d'un meilleur *policy mix* et d'un soutien plus marqué à la politique monétaire.
- Europe: des progrès significatifs de l'architecture financière (union des marchés financiers, union bancaire, flexibilité des règles budgétaires) pourraient créer un meilleur cadre permettant aux investissements de prospérer, de stabiliser les anticipations et d'améliorer les mécanismes de transmission de la politique monétaire.
- Véritable désescalade entre la Chine et les États-Unis avec un accord commercial d'envergure.

## Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 30/01/2020

### États-Unis

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

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

### Facteurs de risque

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

### Zone euro

#### Point bas

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

### Facteurs de risque

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

Finalisé le 30/01/2020

## Royaume-Uni

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

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

## Japon

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

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

## Chine

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

### Facteurs de risque

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

### Facteurs de risque

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

### Facteurs de risque

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

Finalisé le 30/01/2020

### Asie (ex JP & CH)

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

### Facteurs de risque

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

### Amérique Latine

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

### Facteurs de risque

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

### EMEA (Europe Middle East & Africa)

**Russie : la croissance du PIB réel devrait ralentir à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer en 2020 et à moyen terme en raison d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024 et de taux d'intérêt plus bas.**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs dans son Fonds souverain.
- La BC russe a de nouveau abaissé son taux directeur de 25 pb en décembre pour le ramener à 6,25 %. Au vu du ralentissement de l'inflation, nous anticipons deux réductions de 25 points de base au cours des douze prochains mois.

### Facteurs de risque

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

Finalisé le 30/01/2020

## EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

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

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

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

## Facteurs de risque

- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales et laxisme budgétaire en l'absence de réformes
- Souplesse excessive de la banque centrale, orientation budgétaire laxiste, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité avec la zone euro

## Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/01/2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	1,75	1,50	1,60	1,50	1,55
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon	-0,1	-0,2	-0,11	-0,2	-0,06
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,81	0,75	0,95

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	29/01/2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,57	1,30/1,50	1,60	1,30/1,50	1,63
Allemagne	-0,586	-0,70/-0,50	-0,58	-0,70/-0,50	-0,57
Japon	-0,136	-0,30/-0,20	-0,13	-0,30/-0,20	-0,14
Royaume-Uni	0,474	0,40/0,60	0,39	0,40/0,60	0,44

Taux 10 ans					
	29/01/2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,84	1,70/1,90	1,90	1,50/1,70	1,96
Allemagne	-0,17	-0,20/0,00	-0,13	-0,40/-0,20	-0,08
Japon	0,00	-0,10/0,10	0,03	-0,10/0,10	0,06
Royaume-Uni	0,74	0,80/1,00	0,81	0,80/1,00	0,87

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







## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs**

Pierre CHEN, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU – Quantitative Research

#### **Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation**

Sarah PERRIN – Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI – Quantitative Research

#### **Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates**

Elisa BAKU – Paris School of Economics, Edmond LEZMI – Quantitative Research

#### **Do universal owners vote to curb negative corporate externalities? An empirical analysis of shareholder meetings**

Marie BRIÈRE – Amundi, Sébastien POUGET – Toulouse School of Economics, Loredana URECHE-RANGAU – CRIISEA, University of Picardie Jules Verne

#### **Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?**

Elisa BAKU – Quantitative Research, Roberta FORTES – University of Paris 1, Karine HERVÉ – Economic Research, Edmond LEZMI – Quantitative Research, Hassan MALONGO – Convexity Solutions, Thierry RONCALLI – Quantitative Research, Jiali XU – Quantitative Research – Amundi

### DISCUSSION PAPERS



#### **FX wars, currency wars & money wars**

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies...

Philippe ITHURBIDE – Senior Economic Advisor – Amundi

#### **FX wars, currency wars & money wars**

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ...

Philippe ITHURBIDE – Senior Economic Advisor – Amundi

#### **ESG investing in recent years new insights from old challenges**

Angelo DREI – Quantitative Research, Théo LE GUENEDAL – Quantitative Research, Frédéric LEPETIT – Quantitative Research, Vincent MORTIER – Deputy Group Chief Investment Officer, Thierry RONCALLI – Head of Quantitative Research, Takaya SEKINE – Quantitative Research

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

Craig STERLING – Director of Core Equity & Head of Equity Research, US, Ibra WANE – Senior Equity Strategist

### THEMATIC PAPERS



#### **Inflation aux États-Unis: état des lieux**

Annalisa USARDI, CFA – Économiste Senior

#### **Italie: nouveau cadre budgétaire sans grande ambition**

Annalisa USARDI, CFA – Économiste Senior

#### **La réforme des retraites française (suite)**

Valérie LETORT – Stratégie Taux

#### **France: les réformes continuent malgré les risques**

Tristan PERRIER – Recherche macroéconomique

#### **Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy**

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique

#### **La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire?**

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique

# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Alexander Spatari

## Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

## Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

## Rédacteur en chef adjoint

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

## Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoît**, équipe de Recherche