

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

RECORDS, SURPRISES ET OPPORTUNITÉS

LE THÈME DU MOIS

**L'EUROPE À LA CROISÉE DES CHEMINS EN
MATIÈRE DE POLITIQUES PUBLIQUES**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Records, surprises et opportunités

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

En ce début d'année, un retour sur les 12 derniers mois permet de souligner à quel point cette année 2019 de records aura été peu conventionnelle. Sur le plan positif, les actions se sont redressées pour atteindre des sommets historiques en décembre et les performances des titres obligataires se sont également avérées solides, pendant que les rendements obligataires chutaient. La combinaison de ces tendances aura permis aux investisseurs européens avec un portefeuille équilibré traditionnel constitué à 50/50 d'obligations et d'actions de générer une performance de 15,5 %¹, soit la meilleure performance annuelle des deux dernières décennies. Néanmoins, 2019 a également été le théâtre de records moins exaltants tant sur le plan économique que géopolitique avec un indice mondial d'incertitude élevé (Brexit, procédure de destitution de Donald Trump et escalade de la guerre commerciale). La dette a explosé, les émissions de CO₂ ont grimpé et la grogne sociale a dégénéré dans de nombreux pays. Dans l'ensemble, la croissance mondiale s'est ralentie, l'inflation n'est pas parvenue à atteindre les cibles des banques centrales (BC) et les vulnérabilités ont continué à s'aggraver. La forte déconnexion entre les performances des marchés et la fragilité du contexte économique résulte en partie des revalorisations des cours de Bourse et du virage important des politiques des banques centrales. Les politiques monétaires accommodantes ont, sous différentes formes, permis d'assouplir les conditions financières observées au début de 2019.

Pour l'avenir, le mot « normalisation » reste inconnu des dictionnaires des banques centrales, bien que les principales institutions européennes soient de plus en plus mal à l'aise face aux politiques extrêmes. Le système à deux paliers pour les banques de l'UE mis en place par Mario Draghi et la décision de la Riksbank suédoise de sortir des taux négatifs soulignent la prise de conscience par les banques centrales des conséquences néfastes des taux négatifs. Cette prise de conscience gagne du terrain, de même que le débat sur la nécessité de politiques budgétaires plus agressives en Europe (infrastructures et investissements verts), mais aussi aux États-Unis. Le scénario d'un assouplissement budgétaire n'est pas entièrement intégré dans les prix, notamment dans les principaux titres obligataires ou les actions cycliques/value. Ce scénario pourrait réserver l'une des principales surprises pour l'année prochaine et s'accompagnerait d'un redressement des rendements obligataires de référence et d'une rotation vers les secteurs value. Une autre surprise pourrait venir des États-Unis. Nous pensons que le président Donald Trump suivra une logique du « quoi qu'il en coûte » pour garder l'économie sur de bons rails, mais les marchés ne semblent pas avoir d'opinion claire sur le résultat qu'ils préfèrent - une réélection de Donald Trump ou une victoire des démocrates. Pour ces derniers, alors que les perspectives d'Elizabeth Warren semblent reculer au profit de Bernie Sanders, certains enjeux fondamentaux sont en jeu (démantèlement des géants de la technologie, politique énergétique, santé, réglementation, politique étrangère). Un rééquilibrage pourrait donc avoir lieu parmi d'autres secteurs/valeurs. Les investisseurs qui semblent convaincus que Donald Trump remportera les élections haut la main pourraient être amenés à revoir leur position générant de ce fait de la volatilité. La troisième source de surprise pourrait venir des marchés émergents, avec d'éventuelles divergences régionales. La Chine (et les pays dépendants) pourrait bénéficier d'un apaisement de la guerre commerciale. La zone CEMEA² pourrait tirer profit de sa dépendance à l'égard de la demande européenne, tandis que l'Amérique latine pourrait souffrir des turbulences politiques et des flux d'investisseurs.

En somme, 2020 sera dominée par la politique et les surprises avec une Europe qui s'oriente vers un assouplissement de ses contraintes budgétaires, une campagne électorale américaine et des situations idiosyncrasiques d'instabilité politique dans les marchés émergents. Au lieu de chercher à prédire l'imprévisible, les investisseurs devront se concentrer sur la construction de portefeuilles résilients en tenant compte de cinq thèmes :

- **Saisir le rebond cyclique** en première partie d'année, en étant prudent sur la durée et un possible retournement des rendements obligataires et en privilégiant les actions value cycliques, notamment en Europe.

¹ 50 % MSCI World en EUR 50 % Global Aggregate Bond Hedge EUR.

² Central Europe, Middle East and Africa

- **Exploiter les opportunités dans les émergents**, compte tenu d'une possible dépréciation du dollar américain l'an prochain, qui favoriserait l'investissement dans les marchés émergents, en particulier pour ce qui est de la dette en devises locales.
- **Surveiller les déclencheurs de scénarios alternatifs et se couvrir contre les événements extrêmes**. Une reprise ou une aggravation du conflit commercial déclencherait une récession, interrompant la dynamique haussière des actions et mettant le marché du crédit sous pression. Selon un scénario optimiste, une relance budgétaire radicale axée sur l'économie verte et la lutte contre les inégalités sociales pourrait placer les marchés sur une trajectoire durable, tout en exerçant une pression sur les rendements obligataires.
- Ces scénarios promettant des retombées très diverses sur le marché, il importe de **maintenir des réserves de liquidité appropriées** en prévision de la concrétisation de l'un ou l'autre d'entre eux.
- Enfin, **l'investissement ESG va prendre davantage d'importance pour cibler des performances ajustées du risque** et renforcer son impact sur les modèles économiques et sociaux affectés négativement par les risques à long terme, tels que les **inégalités et le changement climatique**.

Sentiment de risque global

Risk off



Risk on



Dans l'ensemble, nous sommes neutres en ce qui concerne le risque, mais nous nous tenons prêts à tirer parti de tout mouvement haussier.

Changements par rapport au mois dernier

→ Duration américaine réduite à un positionnement plus neutre

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative de l'évaluation globale du risque établie lors du dernier comité d'investissement mondial.

MACRO

Le risque de Brexit dur s'éloigne,
mais l'incertitude demeure

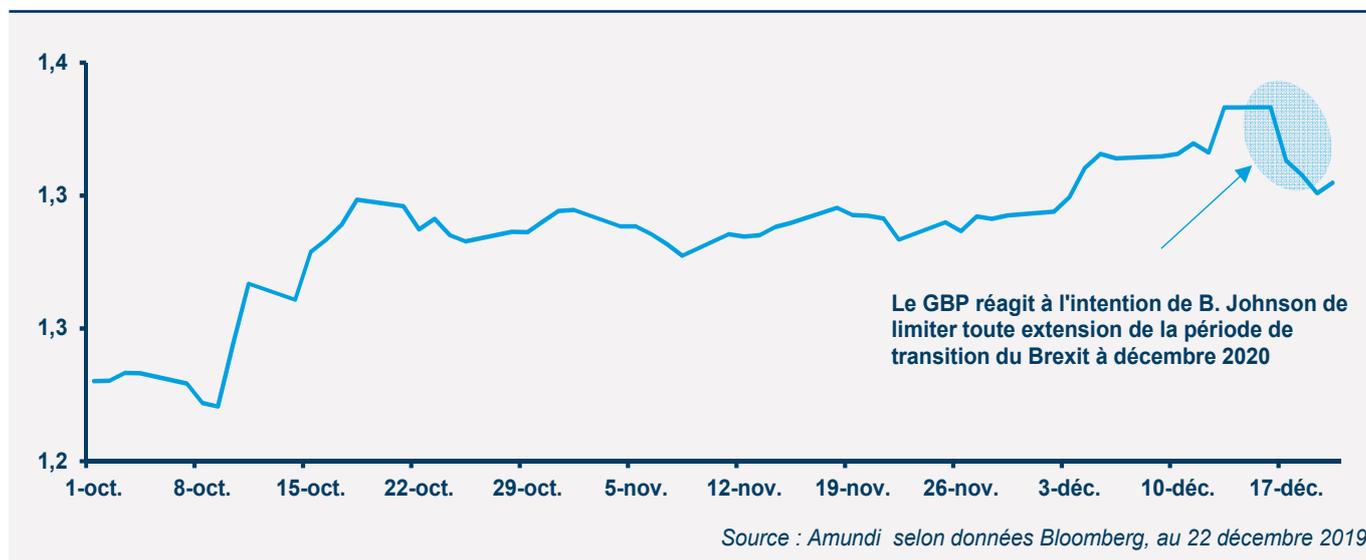
DIDIER BOROWSKI, Responsable Global Views
MONICA DEFEND, Directrice de la Recherche

Concrétisation d'un Brexit ordonné en janvier 2020. Après la large victoire des conservateurs aux élections du 12 décembre, la conclusion officielle d'un accord de Brexit d'ici fin janvier 2020 semble pratiquement chose acquise. Le Royaume-Uni s'engagera alors dans une période de transition au cours de laquelle (i) il conservera temporairement son accès au marché unique de l'UE, (ii) et tentera de négocier un nouveau cadre commercial permanent avec l'UE. Cette période de transition se prolongera jusqu'en décembre 2020, bien qu'elle puisse être prolongée jusqu'en décembre 2022 si l'UE et le Royaume-Uni conviennent d'une telle prolongation avant le 1^{er} juillet 2020.

Renforcement des craintes de retour du risque de « no-deal » en décembre 2020. Le nouveau gouvernement britannique ayant confirmé qu'il ne chercherait pas à obtenir de prolongation de la période de transition au-delà de décembre 2020, a renforcé les craintes de choc commercial lié à un nouveau « Brexit dur » si le Royaume-Uni et l'UE ne parvenaient pas à conclure d'accord commercial avant cette date. Cette menace n'est pas vraiment une nouveauté puisque l'intention de ne pas prolonger la période de transition avait été clairement formulée dans le programme électoral du parti conservateur. En outre, certains observateurs ont d'ores et déjà fait observer qu'un délai de onze mois semblait nettement insuffisant pour la négociation d'un accord commercial exhaustif. **Toutefois, le discours très ferme du gouvernement britannique (notamment son annonce que l'interdiction d'une prolongation de la période de transition pourrait être inscrite dans la loi) a créé la surprise.** Le gouvernement a également souligné qu'il souhaitait rétablir l'autonomie réglementaire du pays par rapport à l'UE. Or une telle position semble plus compatible avec un « simple » accord de libre-échange qu'avec un partenariat commercial renforcé.

“La déclaration du gouvernement indiquant qu'il ne chercherait pas à obtenir de prolongation de la période de transition pourrait permettre d'aborder les négociations avec un ton ferme qui pourra être assoupli par la suite.”

Spot GBP/USD



Nous nous attendons à des négociations tendues, mais pas à une sortie brutale, sans accord, à l'issue de la période de transition en décembre 2020 (et des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE tombant sous le régime de l'OMC). Manifestement, le virage rapide et explicite du Premier ministre britannique vers les partisans d'un Brexit dur de son parti, au lendemain de sa large victoire électorale, était inattendu.

Cela étant, nous considérons que ce positionnement relève plutôt de la manœuvre post-électorale visant à amorcer les négociations avec une attitude ferme qui pourra éventuellement être assouplie par la suite. Même si l'interdiction d'une prolongation de la période de transition était inscrite dans la loi, **nous estimons que le pragmatisme prévaudra**.

Les scénarios alternatifs à un *no-deal* en décembre 2020 devraient, selon nous, rester d'actualité. Ainsi, la finalisation d'un accord de libre-échange d'ici décembre 2020 (accord provisoire peut-être) ne serait-ce que pour les biens, pourrait être envisagée, malgré le délai très court et l'absence de précédent historique (la négociation d'accord commercial la plus courte pour l'UE étant a priori celle avec la Corée du Sud, qui a duré 2,5 ans) puisque le Royaume-Uni et l'UE abordent cette négociation avec une réglementation de leurs marchés intérieurs déjà étroitement alignée. **En outre, même si l'interdiction d'une prolongation était inscrite dans la loi, le gouvernement britannique pourrait toujours faire marche arrière** et modifier à nouveau la loi pour permettre une prolongation de la période de transition. Il est toutefois bien possible que le stress lié à ce nouveau risque de « no-deal » augmente encore dans les mois à venir avant de disparaître.

En définitive, les actions britanniques continuent de nous sembler attractives (en particulier les actions d'entreprises tournées vers le marché intérieur et les valeurs cycliques), car le pire a déjà été partiellement intégré dans les cours par les investisseurs étrangers, qui ont fortement sous-pondéré ce marché ces trois dernières années. **Pour autant, la livre sterling est susceptible de connaître des hauts et des bas imprévisibles, au gré du déroulement des négociations.**

GESTION DIVERSIFIÉE

La diminution du risque politique soutient tactiquement les actifs à risque

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Après le léger ralentissement mondial observé en 2019, les conditions de croissance à l'échelle mondiale devraient se stabiliser en 2020. Si la qualité et la structure de la croissance (faible croissance des dépenses d'investissement aux États-Unis) vont probablement entraîner davantage de vulnérabilité économique, nous ne prévoyons pas de récession dans les douze prochains mois. Dans les marchés développés, l'impulsion budgétaire sera limitée et peu coordonnée, tandis que les marchés émergents font preuve d'une relative résilience avec une légère accélération attendue en 2020. Les perspectives d'inflation mondiale restent favorables et les risques haussiers temporaires, principalement liés aux droits de douane, devraient être maîtrisés. Toutefois, divers scénarios alternatifs pourraient se réaliser, car il existe de nombreuses zones d'incertitude, notamment sur le plan politique. Ceci souligne **l'importance d'une approche flexible en 2020**, similaire à celle qui a prévalu en 2019, quand nous avons dû adapter notre positionnement. En effet, après avoir abordé 2019 avec une approche défensive afin de limiter les risques baissiers et protéger les portefeuilles des investisseurs, **nous terminons l'année avec un regard tactique plus optimiste sur les actifs à risque.**

Des idées à conviction forte

Notre appréciation stratégique des actions n'a pas évolué et, par conséquent, nous restons défensifs. En revanche, d'un point de vue tactique, un accord commercial de phase 1 et une évolution potentiellement favorable du *policy mix* pourraient donner un coup de fouet au marché. Nous sommes donc désormais moins négatifs sur les actions européennes et américaines, bien que dans l'ensemble nous maintenions une attitude prudente dans les deux régions. Au Royaume-Uni, la majorité des conservateurs au Parlement, la stabilité politique et la diminution des incertitudes relatives au Brexit devraient profiter au marché intérieur, ce qui nous incite à nous

montrer plus positifs à l'égard du FTSE250. Cette évolution devrait également soutenir la paire GBP/USD, ce qui profitera aux grandes capitalisations britanniques.

En ce qui concerne les obligations, **nous avons désormais un point de vue neutre sur la duration américaine**, car les rendements devraient rester dans une fourchette étroite au cours des deux prochains trimestres. Nous privilégions donc ici une approche plus tactique, car une correction du marché pourrait être propice à une prolongation de la duration. Le **contexte actuel de fin de cycle est favorable au crédit**. Nous restons optimistes quant à l'IG (mais préférons l'IG européen, dont l'endettement est plus faible, à l'IG américain) au vu de la bonne santé de ses fondamentaux et de ses facteurs techniques. Pour ce qui est du HY, nous privilégions également l'euro à l'américain. Compte tenu de l'intensification de la **quête de rendement** en Europe, nous restons optimistes sur les taux italiens à 30 ans par rapport aux taux allemands de même échéance, car la courbe italienne est l'une des rares à encore offrir des rendements attractifs. Nous restons néanmoins vigilants au regard du récent regain de risque politique (les élections régionales de janvier en Italie seront un test déterminant pour la coalition gouvernementale).

Dans les marchés émergents, le contexte reste favorable à la dette émergente (libellée en devises fortes) en raison du *carry* attractif, des rendements relatifs élevés, de l'inflation maîtrisée et des banques centrales émergentes accommodantes. Il est toutefois important de couvrir les risques de duration et de change. Notre point de vue sur les actions est neutre dans l'ensemble, mais nous préférons les situations axées sur la consommation intérieure et nous pensons que les investisseurs devraient miser sur les opportunités de valeur relative dans les marchés émergents (Chine vs marchés émergents et Corée vs marchés émergents). Nous gardons une exposition prudente sur les devises.

En ce qui concerne les devises des marchés développés, nous sommes désormais plus constructifs sur l'euro par rapport au dollar, avec des prévisions de gains asymétriques en faveur de l'euro. La croissance et les différentiels de taux d'intérêt, attendus en baisse en 2020, seront moins favorables au dollar américain. La paire EUR/USD semble sous-évaluée par rapport aux fondamentaux de moyen terme (productivité, ouverture commerciale). Les facteurs techniques et le sentiment sont également positifs pour l'euro (le positionnement de marché est court, mais l'intérêt pour l'euro est en hausse).

“Les prises de position directionnelles sur la duration nous semblent moins adaptées et nous continuons de croire que le crédit est l'actif à risque incontournable dans la phase actuelle du cycle.”

Risques et couverture

Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ne se contenteront pas d'un répit de courte durée et pourraient s'intensifier à nouveau. Les politiques des banques centrales représentent un autre domaine d'incertitude. Par conséquent, nous suggérons aux investisseurs de mettre en place des **couvertures adaptées** susceptibles de limiter les risques de pertes en cas d'imprévu.

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions					■			
Crédit							■	
Duration	↘				■			
Pétrole					■			
Or						■		
Monétaire Euro				■				
Monétaire USD						■		

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.

USD = dollar américain, IG = Investment grade, HY = High yield.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Opportunités dans l'univers élargi du crédit

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

YERLAN SYZDYKOV, Responsable mondial des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Il sera sans doute difficile de reproduire les performances de 2019, cependant la situation demeure essentiellement positive pour les investisseurs en titres obligataires internationaux, les principales banques centrales étant prêtes à interrompre le cycle de baisse des taux, tandis que la taille de leurs bilans repart à la hausse. Par conséquent, **les facteurs techniques favorables et la quête continue de rendement continuent de dynamiser les marchés du crédit**. Nous envisageons, dans ce domaine, un large éventail d'opportunités, au-delà de la sphère traditionnelle de l'IG. La duration n'est pas la préoccupation principale à l'heure actuelle. Les rendements des obligations de référence ont probablement déjà dépassé leur point bas dans cette phase, mais leur orientation n'est pas encore déterminée et nous nous attendons à ce qu'elles se négocient dans une fourchette large. Dans l'ensemble, nous aurons surveillé attentivement la liquidité, qui pouvait s'avérer faible lors de la fin de l'exercice.

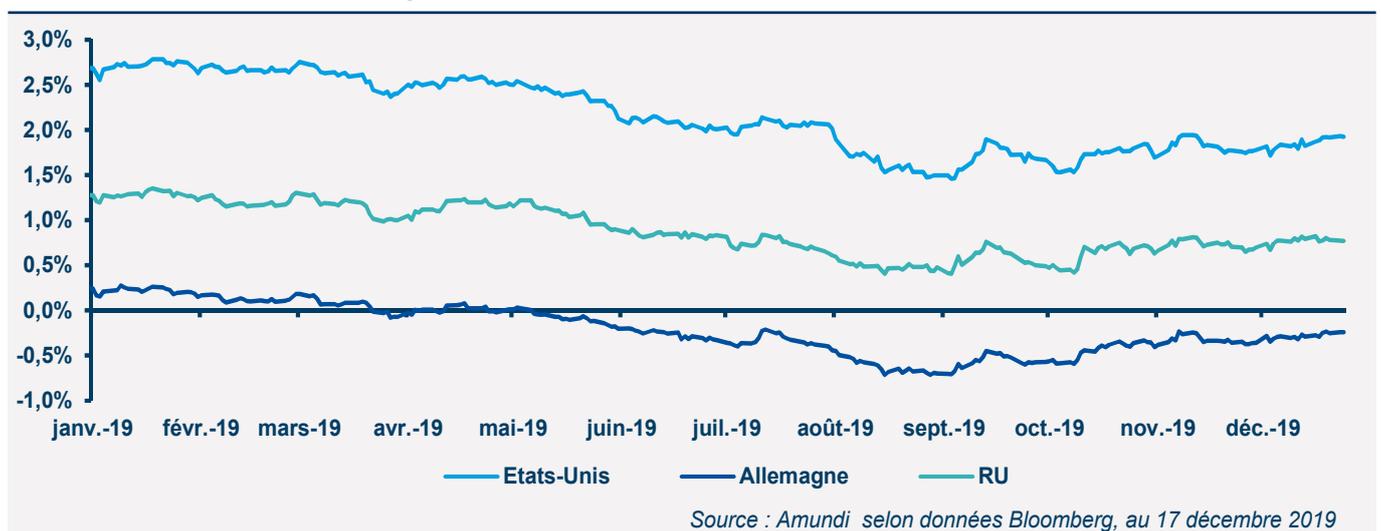
“La Fed et la BCE devraient marquer une pause dans le cycle de baisse des taux, appuyant ainsi les arguments en faveur d'un retournement des taux de référence.”

Obligations des marchés développés

En ce qui concerne le marché obligataire mondial, nous avons une opinion positive des États-Unis par rapport à l'euro et au Japon, malgré un **point de vue globalement neutre sur la duration**. Nous restons constructifs sur les obligations périphériques et nous avons récemment réévalué le potentiel de l'Italie (plus positif) et de l'Espagne (moins constructif) pour tenir compte de l'évolution de la situation dans ces deux pays. Les investisseurs pourraient également jouer les opportunités de courbe, avec notamment une pentification de la courbe au Royaume-Uni et au Canada et un aplatissement en Australie. En matière de crédit, nous restons en grande partie constructifs, en particulier en Europe, que ce soit sur l'IG ou le HY. Dans le premier, **nous trouvons des opportunités intéressantes parmi les obligations subordonnées du secteur financier**.

Aux États-Unis, la Fed a placé la barre très haut en ce qui concerne la prise de nouvelles mesures politiques et maintiendra probablement ses taux « en suspens », à moins que l'inflation ne dépasse de façon persistante son

Rendement à 10 ans des emprunts d'Etat



objectif de 2 % (peu probable) ou que les perspectives de croissance se détériorent de manière significative (pas notre scénario central). À mesure que les effets négatifs de la guerre commerciale s'estompent, nous prévoyons une stabilisation de la croissance américaine à court terme autour de son potentiel à près de 2 %, sous réserve que l'environnement commercial mondial ne se détériore pas.

Un contexte macroéconomique **marqué par une stabilisation de la croissance et une Fed patiente, mais bienveillante devrait être positif pour les actifs risqués**. En particulier, les **titres structurés**, notamment les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles (RMBS), qu'ils soient émis par des agences gouvernementales ou des émetteurs privés, sont attractifs par rapport à l'IG. En effet, les fondamentaux du marché de l'immobilier résidentiel sont toujours positifs, les taux hypothécaires bas stimulant les ventes de logements neufs, les prix et l'accessibilité. Pour les **obligations d'entreprises**, malgré notre optimisme motivé par la stabilisation de la croissance et le soutien de la Fed, nous restons attentifs au niveau d'endettement de l'IG. Le HY est attractif sur une base sélective, compte tenu des conditions techniques du segment des prêts bancaires de qualité inférieure.

Obligations des marchés émergents

Nous sommes constructifs sur la dette émergente et estimons que la classe d'actifs continuera d'offrir du potentiel dans l'année à venir. D'un point de vue *top-down*, en matière de dette extérieure (souveraine et d'entreprise), nous privilégions le Brésil, le Bahreïn, l'Indonésie, la Serbie et l'Afrique du Sud, mais restons très sélectifs en Afrique subsaharienne. En ce qui concerne les taux émergents, nous sommes positifs sur l'Égypte, l'Indonésie, la Russie, la Serbie et l'Ukraine. Côté devises, nous restons prudents dans l'ensemble, bien que nous soyons devenus moins pessimistes. Les devises asiatiques à haut rendement (Inde, Indonésie et Philippines) semblent attractives, mais nous sommes prudents vis-à-vis des pays sensibles à la croissance ou au commerce comme la Corée, Taiwan et Singapour.

Devises

Concernant la livre sterling, les incertitudes électorales sont écartées, mais le rebond a été vigoureux et il y a eu de la marge pour prendre des bénéfices. La livre gardera toutefois des appuis à court terme, car les investisseurs doivent tenir compte de la nouvelle situation, mais le marché se concentrera bientôt sur les négociations difficiles et l'échéance de fin 2020.

EM FX = devises émergentes, YTD = cumul annuel, IG = investment grade, HY = haut rendement, GBP = livre sterling, RMBS = titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels.

ACTIONS

Rebond du PMI au profit des titres value et cycliques

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Les marchés actions clôturent l'année en force, le S&P500 établissant de nouveaux sommets et le Stoxx 600 européen dépassant son précédent record de 2015. Les actions japonaises ont également rebondi grâce à leurs valorisations attractives. Pour l'avenir, si les prévisions de bénéfices du consensus pour 2020 sont peut-être encore un peu trop optimistes, la croissance des bénéfices au premier semestre 2020 semble bénéficier d'un soutien important aux États-Unis. Même en Europe, les révisions des bénéfices se stabilisent. Selon nous, les perspectives macroéconomiques de croissance faible sans récession, le **PMI** (indice des directeurs d'achat) **qui dépasse le creux de la vague et les banques centrales accommodantes sont autant d'éléments favorables à une poursuite de la tendance haussière**. Les risques persistent, essentiellement en lien avec la guerre

commerciale, bien que les risques politiques en Europe aient diminué après les élections au Royaume-Uni. Par conséquent, nous pensons que, d'un point de vue global, les zones les plus attractives se situent dans les actions hors États-Unis (principalement européennes) et dans les actions *value* américaines.

Actions des marchés développés

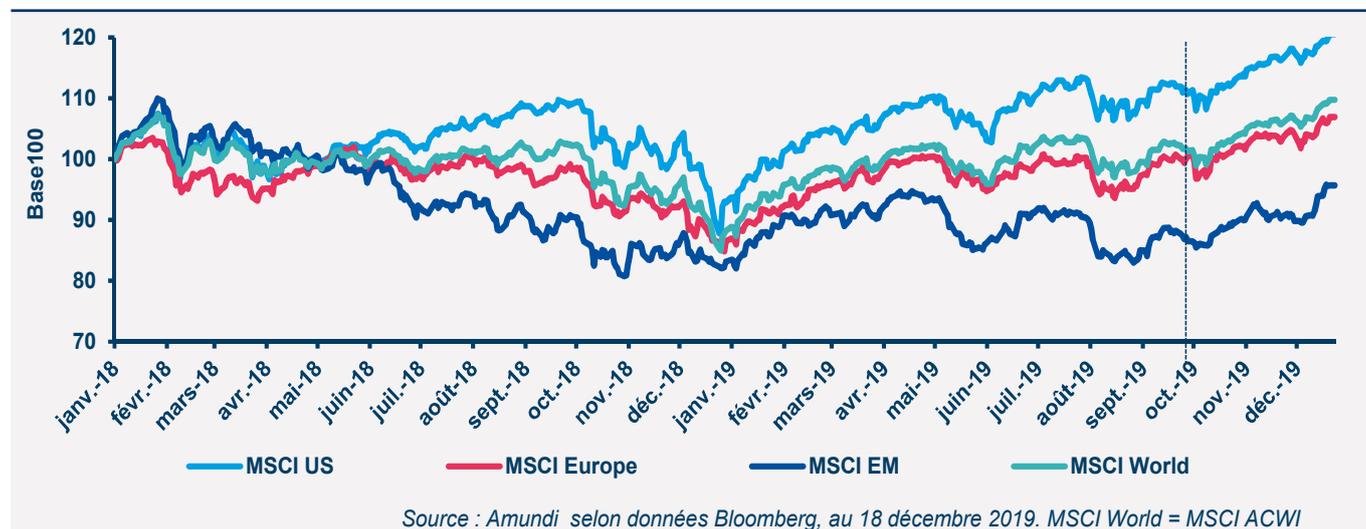
Les indices récents de sortie de crise du secteur manufacturier en Europe, les faibles taux de chômage et la résilience de la demande **plaident en faveur d'une relative attractivité des actions européennes (du point de vue des valorisations également)**. En outre, le résultat des élections britanniques a réduit le risque de Brexit à court terme et favorisé un regain d'appétit des investisseurs pour la région. **La rotation vers les titres *value*, amorcée au début du quatrième trimestre, pourrait se poursuivre en 2020**, compte tenu de l'extrême distorsion entre les valorisations des actions *value* et *growth*. Les indices PMI qui dépassent le creux de la vague devraient, selon nous, soutenir la poursuite de cette tendance. En se positionnant sur les marchés européens, il convient de privilégier les composantes les plus cycliques, tout en conservant une approche sélective. Au niveau sectoriel, nous préférons l'énergie et l'industrie parmi les cycliques et la santé parmi les secteurs défensifs. Les petites et moyennes capitalisations européennes pourraient également bénéficier de l'amélioration des perspectives du secteur manufacturier et d'un éventuel accord sur le Brexit.

Aux États-Unis, la croissance des bénéficiaires nous semble indispensable pour soutenir une poursuite de la tendance haussière du marché dans son ensemble. Une croissance plus forte des chiffres d'affaires, une inflation maîtrisée des salaires et une éventuelle reprise de l'activité économique suggèrent un retournement positif de la trajectoire des marges bénéficiaires.

Pour le premier semestre 2020, nous voyons un certain potentiel de performance attractive des actions, mais celui-ci dépend de la poursuite des progrès sur le front des échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine et sur la question du Brexit. Dans un tel contexte, **les titres *value* et cycliques restent attractifs**. Dans ce domaine, nous mettons l'accent sur la qualité, en recherchant des zones de résilience en cas d'escalade d'une guerre commerciale. Au niveau sectoriel, nous sommes devenus plus constructifs quant à la santé (baisse de la probabilité d'élection d'Elizabeth Warren) et nous restons favorables aux grandes capitalisations du secteur financier pour ce qui est des valeurs cycliques de haute qualité. Nous restons prudents sur les valeurs de substitution aux obligations telles que les biens de consommation non cycliques et les services aux collectivités en raison de leurs valorisations élevées, ainsi que sur les secteurs de l'industrie et des technologies de l'information. Dans l'ensemble, la dispersion des cours boursiers favorise une approche active.

« Un rebond du PMI est en cours depuis le T4 2019, à un moment de surévaluation extrême du facteur croissance par rapport au « *value* » à l'échelle mondiale, ce qui renforce le potentiel de cette rotation. »

Réaccélération des actions internationales



Actions émergentes

Nous maintenons notre opinion constructive sur les actions émergentes, mais demeurons très sélectifs. Un élargissement de la prime de croissance par rapport aux marchés développés en faveur des marchés émergents est probable, ce qui soutiendra quelque peu les actions émergentes. En outre, les valorisations des actions émergentes paraissent relativement attractives (l'indice MSCI EM se négocie avec une décote de 32 % par rapport au S&P500) et nous pensons que les mesures de relance en cours devraient soutenir l'économie. Par conséquent, nous nous concentrons sur les pays « autonomes » (consommation intérieure) tels que la Russie et l'Indonésie.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		Les valorisations américaines paraissent raisonnables, mais les bénéfiques doivent progresser pour continuer à soutenir la tendance haussière. Nous nous concentrons sur les titres <i>value</i> et cycliques. Une sélection de titres active est indispensable, dans un contexte de forte dispersion des performances.
	Europe	=/+		Les PMI qui dépassent leur point bas, la diminution des risques extrêmes liés au Brexit et la stabilité politique du Royaume-Uni soutiennent un retour des flux vers les actions européennes. Le profond déséquilibre entre les marchés <i>value</i> et <i>growth</i> pourrait également favoriser les marchés <i>value</i> et l'Europe en particulier. Les segments cycliques offrent, selon nous, des opportunités convaincantes.
	Japon	=		Les actions japonaises ont rebondi, mais leurs valorisations restent encore attractives. Ce marché est cyclique et pourrait bénéficier d'un rebond cyclique. Les bilans des entreprises sont sous-entétés et les rachats sont en hausse. Toutefois, ce marché reste plus exposé à la dynamique du yen et sensible à l'évolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Nous préférons donc conserver un positionnement neutre.
	Marchés émergents	=		Les actions émergentes sont attractives en termes de valeur relative et nous pensons que des taux d'intérêt bas et une dose d'assouplissement budgétaire pourraient soutenir la croissance. Nous privilégions les entreprises appuyées sur la consommation intérieure. Toutefois, nous sommes très sélectifs en raison des préoccupations relatives au ralentissement des bénéfiques et à l'instabilité politique (cas idiosyncrasiques en Amérique latine, Turquie).
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=	▼	Nous sommes neutres en termes de durée, dans la mesure où nous sommes convaincus que la Fed ne subit aucune pression pour dévier de sa posture attentiste et qu'il y a peu de signes de hausse des anticipations d'inflation. La fourchette de négociation des rendements obligataires devrait être large en 2020.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous sommes positifs grâce à la stabilisation de la croissance et au soutien de la Fed, mais restons attentifs à l'endettement important des entreprises américaines qui est tolérable lorsque les taux d'intérêt sont bas. Nous surveillons le risque de tensions en cas de hausse des taux en tenant compte du fait que les <i>spreads</i> s'approchent de leurs niveaux les plus resserrés sur plusieurs années. Il est capital, à ce stade du cycle du crédit, de se concentrer sur les fondamentaux des entreprises.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du HY se contractent et nous sommes attentifs aux niveaux d'endettement sur ce segment. Certaines opportunités attractives existent sur une base sélective.
	Govies Europe	-/=		Nous restons prudents quant à la durée, étant donné que la BCE s'apprête à interrompre son cycle de réduction des taux et que les taux négatifs suscitent de plus en plus de nervosité. Ceci pourrait entraîner une reprise des rendements obligataires. Nous restons toutefois positifs sur les obligations périphériques (notamment italiennes), le programme de QE ayant redémarré.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous sommes positifs sur le segment IG de la zone euro qui devrait bénéficier du programme de QE et le segment de la « dette subordonnée financière » qui paraît attractif. Cette classe d'actifs reste essentielle pour les investisseurs, car l'IG de la zone euro devrait continuer à générer de la performance pour les portefeuilles obligataires européens en 2020.
	Euro Obligations d'entreprise HY	+		Les facteurs techniques soutiennent la classe d'actifs, mais nous restons sélectifs, en particulier dans les secteurs de l'industrie comme l'énergie et l'automobile. L'activité tend à la baisse dans le HY à l'approche de la fin de l'année, mais devrait revenir à la normale en janvier grâce aux conditions favorables offertes par un marché primaire actif.

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
Émergents Dettes en devise forte	+		Nous sommes constructifs sur la dette émergente en devises fortes où nous percevons encore du potentiel en raison de l'importance du carry. La croissance des marchés émergents devrait légèrement s'accélérer, mais il convient d'être vigilant face à certaines situations idiosyncrasiques liées au risque politique dans certaines régions.
	=		Les rendements réels de la dette libellée en devises locales resteront attractifs, car nous nous attendons à davantage d'assouplissement de la part des banques centrales émergentes, étant donné que l'inflation est maîtrisée. Nous privilégions les pays à haut rendement, puisqu'ils disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour baisser les taux. En revanche, nous ne nous attendons pas à ce que les devises émergentes s'apprécient et restons donc prudents. Nous préférons toutefois les devises asiatiques à celles des autres régions.
Matières premières			Les matières premières restent relativement bon marché, grâce à l'assouplissement des conditions financières et à une croissance économique correcte. La gestion active de leur bilan par les banques centrales est un autre facteur qui devrait jouer un rôle important dans le probable soutien du cours des métaux précieux comme l'or. Nous restons donc constructifs sur ce métal en 2020. En ce qui concerne le pétrole, la production américaine et la stratégie de l'OPEP seront les principaux déterminants des prix en 2020. L'OPEP devrait rester vigilante quant aux réductions de production et très active pour atténuer les chocs externes. Nous maintenons notre fourchette cible de 55 à 65 \$/baril pour le WTI et de 60 à 70 \$/baril pour le Brent, bien que nous soyons conscients des risques baissiers dus au ralentissement de la demande mondiale de pétrole et à la morosité de la croissance chinoise. Nous sommes constructifs sur les métaux de base, car nous pensons que le secteur manufacturier pourrait se stabiliser compte tenu de la légère reprise du commerce mondial et des données économiques un peu meilleures.
			L'EUR/USD devrait tendre légèrement à la baisse, sur douze mois, à 1,13, en raison de la réduction de l'avantage de taux entre les États-Unis et l'Europe. Une appréciation de l'EUR/USD est probable, mais elle dépend de la croissance économique en Europe. Le GBP/USD a déjà atteint notre cible à douze mois de 1,31, mais certaines inquiétudes persistent Boris Johnson ayant l'intention de faire passer une loi interdisant au Royaume-Uni de demander une prolongation de la période de transition (avec ou sans accord). Concernant l'USD/JPY, notre objectif à douze mois reste inchangé à 104. Les devises émergentes semblent correctement valorisées et nous ne percevons pas de potentiel haussier sur l'ensemble de la zone pour les douze prochains mois. L'USD/CNY devrait se négocier entre 7,10 et 7,20 en 2020

AUTRES

LÉGENDE



Source: Amundi, au jeudi 18 décembre 2019, 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

L'Europe à la croisée des chemins en matière de politiques publiques

DIDIER BOROWSKI, Responsable Global Views

Finalisé le 07/01/2020

L'essentiel

Le nouveau leadership européen (à la tête de la Commission européenne et de la BCE), combiné à **des taux d'intérêt réels historiquement faibles**, constitue une **opportunité pour repenser** les priorités de façon à relever les nombreux défis en présence (économique, financier, environnemental et sécuritaire). **Sur le plan économique, renforcer l'Europe et améliorer sa compétitivité, c'est relever tous ces défis simultanément.**

À l'échelle de la politique économique, il faut inévitablement repenser l'articulation entre le monétaire et le budgétaire. Mais ce n'est pas suffisant. Le *policy mix* expansionniste doit s'accompagner d'une amélioration de l'architecture financière. C'est un prérequis pour pouvoir faire face aux inévitables chocs macrofinanciers que le futur nous réserve. Nous identifions en particulier deux piliers sur lesquels les autorités européennes devraient pouvoir agir significativement en 2020-21 : l'union des marchés des capitaux et les règles budgétaires. Dans ces conditions, les voix de Christine Lagarde et d'Ursula von Der Leyen (respectivement présidentes de la BCE et de la Commission) sont très attendues.

À l'échelle internationale, l'Europe est une région qui peine à s'imposer, notamment face aux deux géants que sont les États-Unis et la Chine. À tous les niveaux, l'Union européenne (UE) doit donc impérativement se renforcer : politique/diplomatique, sécurité/défense, architecture financière, développement des hautes technologies, financement de la transition énergétique etc.

Le nouveau leadership européen (à la tête de la Commission européenne et de la BCE), combiné à **des taux d'intérêt réels historiquement faibles**, constitue une **opportunité pour repenser** les priorités de façon à relever les défis en présence :

- **Un défi économique :** la combinaison d'une faible croissance potentielle et de dettes publiques et privées élevées assombrit les perspectives de moyen et long-terme. Certes cela ne concerne pas seulement l'Europe. Mais des réformes structurelles y sont toujours nécessaires. Par ailleurs, l'une des priorités constituera à drainer l'épargne (très abondante) vers des projets d'investissement porteurs d'avenir.
- **Un défi financier :** l'Europe des capitaux demeure encore trop fragmentée ; d'une part, l'Europe est trop bancarisée et, d'autre part, les investissements transfrontaliers au sein de la zone sont nettement insuffisants (l'épargne circule mal entre le nord et le sud), ce qui limite la résilience de la zone euro (ZE) en cas de choc asymétrique. Par ailleurs, les banques sont encore trop sensibles à leur propres titres souverains détenus dans leur bilan (« *doom loop* »).
- **Un défi environnemental :** la « demande sociale » en la matière est très élevée comme en témoigne la percée des Verts aux dernières élections européennes. Il y a un sentiment d'urgence qu'il faut adresser. La Commission est prête à s'engager. La BCE se dit prête à l'y aider. Tous les leviers devront être mobilisés pour relever ce défi (investissements, fiscalité, réglementation).
- **Un défi sécuritaire :** les foyers de tensions sont multiples. Rien de nouveau si ce n'est que cette situation va perdurer, *a fortiori* si Donald Trump est réélu président en novembre 2020. L'Europe devra se doter d'une défense crédible – ce qui passe par des investissements accrus en matière de technologie et de sécurité – et à l'accroissement de l'incertitude qui résulte des tensions entre ces deux blocs.

Sur le plan économique, renforcer l'Europe et améliorer sa compétitivité, c'est relever tous ces défis simultanément.

Comme le remarquait déjà Kennedy il y a près de 60 ans, c'est en effet quand il fait beau qu'il faut s'occuper de refaire la toiture¹. Or les nuages s'accumulent. L'incertitude sur le devenir de l'Europe pèse sur la confiance. Rétablir la confiance est une condition *sine qua non* de l'investissement. La « maison Europe » pourra faire face à une averse (i.e. à une récession modérée), mais est encore trop démunie (niveaux de fragmentation économique, financière et réglementaire trop élevés, politiques budgétaires non coordonnées, politique monétaire qui touche à ses limites) pour faire face à une tempête (récession et/ou crise financière sévère). Sans compter – même si c'est un autre débat – qu'elle est encore impuissante sur le plan militaire (notamment en comparaison des États-Unis et de la Chine).

À l'échelle de la politique économique, il faut inévitablement repenser l'articulation entre le monétaire et le budgétaire. Mais ce n'est pas suffisant.

Le fardeau de la stabilisation macroéconomique ne peut reposer sur la seule banque centrale. Les taux d'intérêt négatifs et les achats de titres par la BCE fragilisent le système financier, avec un impact économique de plus en plus douteux.

La politique budgétaire peut contribuer à stimuler l'investissement car la contrainte de la dette est naturellement allégée par la baisse des taux d'intérêt, ce qui augmente les marges de manœuvre. **Mais la dette publique est déjà trop importante dans de nombreux pays.** C'est donc à juste titre que l'attention se focalise sur les États de la ZE qui ont les moyens d'agir (l'Allemagne au premier chef). **Toutefois la politique budgétaire ne constitue pas l'alpha et l'oméga de la capacité de stabilisation en Europe.** Et ce n'est certainement pas par la seule politique budgétaire que les autorités européennes pourront améliorer la compétitivité européenne.

Il ne s'agit pas uniquement d'accroître la compétitivité externe. Il s'agit surtout d'améliorer l'attractivité pour les investissements. **La ZE est pénalisée par une architecture financière trop fragile aux yeux de nombreux investisseurs étrangers.** Il s'ensuit une forme de prime de risque politique sur les actifs européens (touchés davantage par la défiance dès que les conditions globales se détériorent).

Le policy mix expansionniste doit s'accompagner d'une amélioration de l'architecture financière. On évoque souvent la nécessité d'un budget fédéral, qui va de pair avec celle de créer un actif sûr (*safe haven*) européen. Ces progrès sont essentiels pour la stabilité à long terme de l'union monétaire. Ceci dit, il faut être réaliste, les États européens ne sont pas encore prêts à franchir cette étape; cela ne pourra être que l'aboutissement d'un processus d'intégration financière plus poussé.

La ZE bénéficie d'un excès d'épargne et d'un déficit d'investissement. Améliorer la circulation de l'épargne au sein de la zone est une priorité. **Les ménages ont une allocation qui ne correspond plus à la nouvelle donne financière.** Les placements sont excessivement investis sur des titres de dette. Pour y remédier, il conviendra de renforcer l'éducation financière des épargnants et de les inciter à diversifier leur épargne vers des actifs risqués, notamment avec des investissements transfrontaliers européens.

La ZE est encore trop bancarisée : il faut faciliter l'accès des PME au marché des capitaux. Et ce d'autant que les banques sont, quant à elles, fragilisées par la faiblesse des taux d'intérêt, et par la détention de leur propre souverain.

En attendant, toutes les réformes visant à améliorer la résilience de la ZE, contribueront à améliorer son attractivité et sa compétitivité. Les besoins et défis de l'Europe sont clairement identifiés. Il y a une prise de conscience des autorités sur la nécessité d'agir, mais encore un manque d'accord sur les moyens à mettre en œuvre, notamment entre l'Europe du Nord et celle du Sud. Une étroite concertation s'impose pour trouver un compromis. Il faut en outre trouver des voix qui incarnent l'Europe et son destin sur la scène internationale. Les voix de Christine Lagarde et d'Ursula von Der Leyen (respectivement présidentes de la BCE et de la Commission) sont très attendues. Nous identifions deux piliers sur lesquels les autorités européennes devraient pouvoir agir significativement en 2020-21 : l'union des marchés des capitaux et les règles budgétaires.

L'union du marché des capitaux (UMC) est un prérequis

Les travaux empiriques montrent que le partage des risques (*risk sharing*) – bien davantage que l'intégration fiscale et budgétaire – est ce qui permet à l'économie américaine d'absorber les chocs, notamment quand ces derniers sont asymétriques. En particulier, on note que la résilience de l'économie américaine vient du fait que les entreprises se financent davantage sur les marchés; l'économie américaine se trouve ainsi moins sensible à un choc bancaire.

- L'existence d'un système financier plus intégré augmente la résilience du système face aux chocs. **Plus les risques seront répartis sur le plan géographique, plus grande sera la stabilité de l'union.** L'idée est simple :

¹ "The time to repair the roof is when the sun is shining" (J-F. Kennedy, Discours sur l'Etat de l'Union, 11 janvier 1962)".

- Si un pays entre en récession, mais que les ménages et les entreprises de ce pays reçoivent des dividendes et des revenus d'intérêt d'autres pays qui ne sont pas en récession, ces revenus contribueront à stabiliser le pays en récession.
- Il en va de même lorsque le secteur bancaire d'un pays est touché par une crise et doit limiter la distribution de crédits au secteur privé. L'accès au financement sera beaucoup plus facile si les ménages et les entreprises ont accès aux banques et aux investisseurs des pays qui ne sont pas en crise ;
- Le partage des risques n'est actuellement pas assuré par le biais des marchés des capitaux. Pour ce faire, il faut favoriser la détention croisée d'actifs des autres pays de la ZE.
- Les règles fiscales sont encore trop complexes pour procéder à des opérations transfrontalières, et les procédures nationales d'insolvabilité sont trop hétérogènes.

Les avantages de l'UMC sont encore très mal compris du grand public et l'action en ce domaine bénéficie donc de peu de soutien dans l'opinion. Mais cela ne devrait pas empêcher les autorités d'agir.

Repenser les règles budgétaires

Il s'agit d'un point très sensible pour la nouvelle Commission européenne. Car les États Européens n'ont jamais observé les règles du pacte de stabilité et de croissance. Les pays du cœur de la zone euro ont d'ailleurs été les premiers à donner le mauvais exemple. Plus de vingt ans après la naissance de l'euro, il existe désormais un quasi-consensus sur la nécessité de fonder de nouvelles règles plus crédibles, pour les raisons suivantes :

1. Les règles sont devenues trop complexes, ce qui a *de facto* nui à leur efficacité ;
2. Le cadre est devenu plus opaque au fil du temps : de nombreux indicateurs au cœur de l'approche ne sont pas directement observables (*output gap*, solde budgétaire structurel) et font l'objet de débats sans fin chez les économistes.
3. Le partage des rôles entre la Commission (initialement chargée l'analyse juridique et économique) et le Conseil (organe politique) est devenu moins net au fil du temps. La Commission joue désormais un rôle clé en ce qui concerne l'imposition de sanctions, ce qui n'est probablement pas souhaitable.
4. Les sanctions n'ont pas fonctionné. Or un cadre budgétaire sans aucun mécanisme de correction n'est pas crédible.

Le cadre actuel résulte d'un empilement de réformes qui ont au fil des ans augmenté la complexité des règles. Il est frappant de constater que les règles sont devenues davantage pro-cycliques. Les premiers éléments de flexibilité et de corrections conjoncturelles ont été introduits avant la France crise financière, lorsque l'économie de la zone euro était en bonne santé, mais le cadre a été renforcé durant la crise. Puis des nouveaux éléments de flexibilité ont été ajoutés depuis la crise des dettes souveraines avec à la clé un assouplissement des objectifs budgétaires. Ceci résulte de la pro-cyclicité sous-jacente des politiques budgétaires dans la ZE et souligne la difficulté d'appliquer un cadre fiscal supranational. Le Pacte de stabilité et de croissance est le résultat d'un compromis politique entre les États membres. **Dans le nouveau contexte macrofinancier, il appartiendra à la Commission de travailler sur un nouveau compromis qui améliore la gouvernance de l'union monétaire, sans remettre en cause l'existence de règles.** L'adhésion démocratique à ces règles viendra de leur caractère stabilisateur en cas de crise.

Conclusion

En définitive, l'Europe, et plus particulièrement la zone euro nous semble parée pour faire face à une « petite » récession, via une combinaison de politique monétaire et politiques budgétaires accommodantes. Toutefois, pour éviter un dérapage budgétaire durable, il est essentiel d'ancrer la crédibilité des actions budgétaires par règles claires et contra-cycliques. Ce qui signifie que dans les périodes d'expansion, les dépenses devront être davantage contraintes.

En revanche, pour contrer une « grande crise » ou une récession très sévère, l'architecture financière de la zone est encore insuffisamment consolidée. C'est à cette tâche que les autorités européennes doivent désormais s'atteler ; non pas tant parce qu'une crise s'annonce que parce que la résilience d'une région est un élément fondateur de la confiance.

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
10 janvier 2020

20 %
Escalade
de la guerre
commerciale

Analyse

L'annonce de la signature de l'accord de phase 1 et certains des détails anticipés sont conformes à notre scénario de référence, mais offrent des perspectives un peu plus constructives (suppression partielle des surtaxes douanières). Toutefois, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) n'ont pas encore été traitées. Il faut garder à l'esprit que les États-Unis entrent en période préélectorale et que l'opposition à la Chine n'est pas propre aux seuls républicains. Ainsi, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait continuer à s'aggraver. La probabilité d'arriver à un accord commercial complet est très faible. Les rebondissements du conflit continuent de miner la confiance des entreprises, la production manufacturière n'a pas encore atteint le creux de la vague et les résultats continuent de se détériorer.

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 défaillance imposeraient 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 défaillances 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. Certaines données récentes montrent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique chinois est fragile et le crédit semble excessif. La dette des entreprises non financières a bondi depuis la crise financière de 2008.

- 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 résilients malgré l'incertitude qui continue à peser sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se maintient cet automne. D'après les enquêtes et les données industrielles, le secteur manufacturier mondial n'est pas encore au bout de ses peines, bien que l'accord de phase 1 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 s'est effondré au cours des 18 mois passés, en raison des discours protectionnistes. 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 conclusion du tant attendu accord de phase 1 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. On notera toutefois que l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont fortement touchées par la faiblesse de la demande intra-UE en général ainsi que par la baisse de la demande extra-UE de biens intermédiaires et d'équipement (Italie et Allemagne). Les États-Unis poursuivent résolument leurs efforts de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % en 2007 à 18 % des importations totales en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Taïwan est l'une des économies d'Asie qui bénéficie le plus du détournement vers d'autres sources des importations américaines de produits chinois et elle a été la seule économie des pays émergents, parmi celles couvertes, à voir sa croissance s'améliorer en 2019. En outre, il ne faut pas sous-estimer la capacité de résistance de la demande intérieure à l'échelle mondiale. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus important. 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 culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,1 % en g.a. au troisième trimestre 2019. Les investissements en immobilisations affichent une tendance fortement baissière depuis le second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté (3,2 % en g.t. annualisé, revu à la hausse par rapport à l'estimation initiale de 2,9 %). La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à décourager les investissements, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. En effet, la confiance des entreprises et des consommateurs s'est détériorée et ce n'est que récemment qu'elle s'est quelque peu stabilisée. Désormais, certains signes qui indiquent que le marché du travail ralentit commencent à se manifester, confirmant l'hypothèse selon laquelle la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Nous constatons cependant que, depuis quelques semaines, le sentiment concernant l'évolution de la « guerre commerciale » et la signature d'un « accord de phase 1 » est devenu plus positif. Or, une levée des incertitudes en matière de politique commerciale pourrait soutenir le secteur manufacturier et la confiance des entreprises, offrant ainsi de meilleures perspectives pour les investissements des entreprises (et donc un certain risque haussier pour

nos perspectives). Pourtant, dans l'ensemble, la balance des risques nous semble pencher à la baisse et, même si une trêve commerciale était conclue, les tensions géopolitiques persisteront et, à l'approche des élections présidentielles, l'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci. 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). La Réserve fédérale devrait s'en tenir à son attitude accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions politiques », tout en gardant l'œil sur les conditions financières (tirées principalement par la force du dollar pondéré des échanges).

- **Zone euro:** l'économie de la zone euro reste sous pression, dans la mesure où l'incertitude continue de caractériser l'économie mondiale malgré l'amélioration récente du climat commercial entre les États-Unis et la Chine. La zone euro a connu une détérioration de la demande extérieure tandis que le secteur manufacturier a été durement touché, ce qui a fait craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, les moteurs de la croissance intérieure ayant dans l'ensemble fait preuve de résilience, les anticipations concernant les fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives. Néanmoins, les espoirs d'amélioration du climat des affaires, en particulier du côté de l'industrie manufacturière, ne se sont pas encore pleinement concrétisés. Les PMI flash de décembre pour la zone euro ont, une fois de plus, affiché une détérioration, tandis que dans l'ensemble, le secteur des services reste en expansion et semble rester à l'abri du ralentissement. Nous tablons toujours sur une stabilisation de la croissance économique de la zone euro à l'horizon de 2020 et 2021, tandis que le secteur manufacturier pourrait bien dépasser son point bas, soutenu par des perspectives commerciales mondiales plus constructives. Le marché du travail est sain dans l'ensemble, avec un taux de chômage qui reste faible et une modeste croissance des salaires. La consommation des ménages devrait être le principal moteur de la croissance en zone euro et devrait jouer un rôle déterminant dans le processus de reprise. 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.
- **Royaume-Uni:** le Parti conservateur a obtenu une large majorité parlementaire à l'issue des élections du 12 décembre. Ce résultat a permis la ratification de l'accord sur le Brexit conclu en octobre entre le Royaume-Uni et l'UE. Le Brexit devrait donc avoir lieu fin janvier 2020. Il sera suivi d'une période de transition durant laquelle le Royaume-Uni conserva l'essentiel de son accès au marché européen, ce qui évitera un choc commercial à court terme. C'est durant cette période de transition que Britanniques et Européens devront négocier le futur cadre permanent de leurs échanges commerciaux (a priori un traité de libre-échange). Cependant, il n'y a, pour l'heure, que peu de visibilité sur ce qui arrivera fin décembre 2020, à l'expiration prévue de la période de transition. S'il est possible de la prolonger (jusqu'à fin 2021 ou 2022), la décision doit en principe en être prise avant le 1^{er} juillet 2020 et le Royaume-Uni a d'ores et déjà légiféré sur le fait qu'il ne réclamerait pas cette prolongation. Dans la mesure où il semble difficile de négocier un accord commercial complet d'ici décembre 2020, il y a donc le risque que le Royaume-Uni perde à cette date son accès au marché européen, et que son commerce avec l'UE soit alors régi par le seul régime de l'OMC, engendrant d'importantes perturbations pour de nombreux secteurs. Nous pensons toutefois qu'une solution permettant d'éviter un tel scénario sera trouvée.
- **Chine:** les données de novembre font état d'une amélioration de la faible dynamique économique enregistrée dans les mois précédents. Nous restons convaincus que le PIB est resté stable, au bas de la fourchette de 6 % en g.a. au second semestre 2019 (le PIB du quatrième trimestre devrait confirmer le niveau enregistré au troisième trimestre à 6 % en g.a.) et qu'il devrait passer sous la barre des 6 % en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur difficulté à maintenir une croissance supérieure à 6 % en g.a.. 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 (au premier trimestre 2020). Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance pour faire face à la faiblesse des conditions économiques, en particulier du côté de la politique monétaire (avec des baisses des taux bancaires de base et des facilités de crédit à moyen terme en novembre). La croissance du crédit, portée par les prêts en RMB et les obligations ordinaires et spéciales émises par les administrations locales, a de nouveau très légèrement reculé. Enfin, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis se contracte sous l'effet d'une hausse marginale des importations (convenue dans l'accord de première phase) et d'exportations plus faibles.

- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste modérée aux États-Unis et très faible (quoiqu'en légère progression) en zone euro, malgré la bonne tenue des marchés de l'emploi de part et d'autre de l'Atlantique. Bien que les causes de cette faible inflation ne soient pas parfaitement comprises, de nombreuses explications ont été avancées. L'une tient au problème de qualité d'une grande partie des emplois créés dans le cycle actuel (emplois faiblement rémunérés ou à temps partiel), les titulaires de ces postes n'étant pas en position de force pour obtenir des augmentations salariales. Une autre explication peut être fournie par le caractère désinflationniste de changements structurels dans les marchés de biens et de services (nouvelles technologies dans le commerce, en particulier, et, de manière plus générale, « ubérisation » de l'économie). De plus, après des années de très faible hausse des prix, les anticipations d'inflation sont faibles, ce qui a un effet auto-réalisateur. 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 maintenons que l'inflation devrait augmenter (pour autant que le cycle de croissance ne soit pas terminé) sous l'effet des hausses de salaires. Une telle remontée sera toutefois très progressive et l'objectif de la BCE (« inférieur, mais proche de 2 % ») semble hors de portée pour l'instant.
- **Cours du pétrole :** les cours du pétrole ont flambé après les frappes irakiennes et au lendemain des actions militaires / représailles le cours du pétrole pourrait grimper davantage, de manière temporaire, car la possibilité de nouveaux incidents ne peut être écartée. Pourtant, à moins d'une escalade militaire complète donnant lieu à une interruption de la production pétrolière d'Irak, il est peu probable que les prix du pétrole s'élèvent de manière durable, car l'élasticité des prix du pétrole à un choc temporaire d'offre est plus faible que par le passé, d'autres producteurs pouvant désormais absorber les chocs. La production pétrolière américaine, notamment, est plus flexible que par le passé et s'est avérée très résistante, ce qui limite la vulnérabilité du pétrole aux perturbations liées à l'approvisionnement.
- **Banques centrales : retour de l'attentisme dans les économies avancées.**
 - **FED :** lors de la réunion de décembre du FOMC, la Fed a décidé de maintenir ses taux en suspens après son « ajustement de milieu de cycle ». Le graphique à points (« dot plot ») de la banque centrale représentant les prévisions de taux d'intérêt suggère que les taux d'intérêt resteront inchangés en 2020. Les prévisions médianes tablent désormais sur une seule hausse de taux en 2021 et 2022. **La faiblesse des perspectives d'inflation impose toujours une attitude plus accommodante que restrictive à 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 :** lors de sa première réunion de politique monétaire, Christine Lagarde a réussi à faire passer un message équilibré. Tout en reconnaissant la récente amélioration des données économiques de la zone euro, elle a réaffirmé l'engagement de la banque centrale quant à l'orientation actuelle de sa politique. Christine Lagarde a ouvert la conférence de presse en évoquant la revue stratégique, déjà commencée, que le Conseil des gouverneurs mènera cette année, qui sera très complète et dont la portée exacte sera bientôt précisée. Les prévisions actualisées des services de l'Eurosystème n'ont été modifiées qu'à la marge et, si les risques sont toujours orientés à la baisse, ils sont désormais « moins prononcés ». Le QE2 vient de reprendre et aucune nouvelle mesure importante ne devrait être mise en œuvre à court terme, compte tenu notamment de la revue stratégique en cours. **À moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, nous nous attendons à ce que la BCE maintienne ses taux inchangés au cours des 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 :** comme largement attendu, la banque centrale a maintenu sa politique inchangée lors de sa réunion de décembre. Les orientations prospectives de la banque sont inchangées par rapport à la réunion précédente. 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 réduction 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 réaligement 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 la partie la plus longue de la courbe de décliner afin de garantir la pente de la courbe.

- **BoE**: lors de sa réunion de décembre, les responsables de la banque centrale ont voté à 7 contre 2 le maintien inchangé des taux à 0,75 %. Les procès-verbaux indiquent toujours que la politique monétaire pourrait réagir dans un sens ou dans l'autre à l'évolution des perspectives économiques afin d'assurer un retour durable de l'inflation à son objectif de 2 %. Les orientations prospectives sont restées inchangées par rapport à la réunion précédente. « *Si ces risques ne se confirment pas et si l'économie se redresse globalement conformément aux projections du CPM, un léger resserrement de la politique monétaire, à un rythme progressif et dans une mesure limitée, pourrait être nécessaire pour maintenir l'inflation à son objectif.* » **Nous restons convaincus que le positionnement le plus probable est le maintien inchangé des taux dans les 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 26/12/2019

États-Unis

La croissance américaine se maintient, portée par la politique monétaire

- 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 se sont détériorées ces derniers mois, mais elles ont récemment montré des signes de reprise.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés mais, dans l'ensemble, ils restent compatibles avec une croissance convenable de la consommation dans un futur proche. Avec le tassement de la progression totale des revenus, la consommation devrait ralentir, tout en restant le principal moteur de la croissance. Côté investissements, les projets de dépenses ralentissent.
- L'inflation reste faible (2,1 % pour l'inflation globale, 2,3 % pour l'inflation sous-jacente) et le PCE sous-jacent, à 1,6 % en g.a., reste proche bien qu'en deçà de l'objectif de la Réserve fédérale.
- La Fed a indiqué qu'elle jugeait son orientation politique adaptée et bien calibrée pour soutenir une croissance modérée et une bonne résistance du marché du travail et qu'une nouvelle réduction nécessiterait une « réévaluation substantielle des perspectives économiques ». Cependant, comme la croissance devrait selon nous continuer à décevoir, nous anticipons un nouvel abaissement au premier semestre 2020.

Facteurs de risque

- Même si un accord commercial imminent pourrait lever une partie de l'incertitude, le sentiment n'est pas le seul facteur : les actions commerciales passées ont eu un impact important sur l'économie et devraient être progressivement plus visibles
- L'incertitude politique devrait s'intensifier autour du programme du candidat démocrate
- Les risques géopolitiques et les surtaxes douanières pourraient constituer un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

Point bas

- Au troisième trimestre, la croissance du PIB (+0,2 % en glissement trimestriel) a été légèrement supérieure aux attentes, avec un taux de croissance en glissement annuel à 1,2 % et le risque d'une légère révision à la hausse de nos perspectives de croissance pour 2019 (actuellement 1,1 %) ; après une performance très solide de la formation brute de capital fixe au deuxième trimestre, les investissements ont ralenti au troisième trimestre tandis que la consommation des ménages s'est améliorée au-delà des attentes. À l'horizon 2020, la consommation des ménages devrait selon nous rester le principal moteur de la croissance, tandis que les investissements ralentissent ; les mesures d'incitation fiscale en faveur de nouveaux investissements (par exemple, les investissements « verts ») pourraient toutefois faire peser des risques haussiers sur nos prévisions.
- En décembre, les indices PMI flash de la zone euro étaient plus mitigés, soulignant la faiblesse continue du secteur manufacturier et la résilience/expansion des services.
- L'inflation est restée modérée et bien en-dessous de l'objectif (1 % en glissement annuel en novembre). La nouvelle direction de la BCE a annoncé le lancement d'une revue stratégique, un long processus qui devrait se terminer dans un an.

Facteurs de risque

- La menace des droits de douane américains sur le secteur automobile européen pourrait refaire surface une fois l'accord entre les États-Unis et la Chine conclu
- Les tensions politiques internes pourraient déstabiliser certains gouvernements
- Absence de mise en œuvre et de conception de plans stratégiques/réformes, en raison de la fragmentation politique
- Risques de nouveaux « revers » liés au Brexit

Finalisé le 26/12/2019

Royaume-Uni

Vers un Brexit ordonné fin janvier 2020

- La large victoire du Parti conservateur à l'issue des élections de décembre a ouvert la voie à un Brexit ordonné fin janvier 2020.
- Il y a toutefois une forte incertitude concernant la capacité du Royaume-Uni et de l'UE à signer un accord de libre-échange d'ici fin 2020 (fin prévue de la période de transition, que le Royaume-Uni ne souhaite pas prolonger).
- La progression du PIB du T3 a été revue en hausse (+0,4 % au lieu de +0,3 %). Toutefois, plusieurs chiffres récents (ventes au détail, indicateurs PMI) ont déçu.

Facteurs de risque

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

Japon

Une lueur d'espoir

- Le climat des affaires est tombé à son plus bas niveau en six ans pour les grandes entreprises du secteur manufacturier. Avec l'érosion de leurs bénéfices, les entreprises ont commencé à réduire les salaires.
- Pourtant certaines lueurs d'espoir apparaissent. Malgré la faiblesse des exportations et la fragilité de la demande des consommateurs après la hausse de la TVA, l'indice PMI manufacturier a finalement rebondi en octobre grâce à l'amélioration de la demande de semi-conducteurs. Les entreprises ont accéléré la modernisation de leurs équipements pour stimuler la productivité et faire face aux pénuries de main-d'œuvre.
- Depuis septembre, la BoJ a décidé d'augmenter ses achats nets mensuels de JGB à court terme. Par conséquent, la croissance de la base monétaire s'est légèrement accélérée, celle de la masse monétaire lui emboitant le pas.
- Le gouvernement a annoncé un plan de relance d'envergure, qui devrait stimuler l'économie de 0,7 point de pourcentage au cours des deux prochaines années.

Facteurs de risque

- La stagnation des ventes mondiales de véhicules plombe la structure pyramidale de l'industrie automobile
- La demande des ménages s'effondre en raison d'une croissance salariale plus faible avant la mise en œuvre des mesures de relance

Chine

- En novembre, la plupart des données économiques sous surveillance ont rebondi (hormis l'immobilier) dans le sillage des prévisions de stabilisation à venir. Les conditions économiques restent toutefois assez moroses. L'excédent commercial avec les États-Unis continue de se rétrécir en raison d'une baisse encore importante des exportations et d'une légère augmentation des importations.
- L'inflation globale continue d'augmenter sous l'impulsion de la composante alimentaire, tandis que l'inflation sous-jacente et l'IPP restent modérés.
- Le *policy mix* n'apporte à nouveau qu'un soutien marginal. Après avoir abaissé le taux des prises en pension à 7 jours, la BPdC a réduit le 18 décembre celui à 14 jours de 5 points de base pour injecter des liquidités sur le marché monétaire.
- L'accord de première phase a été approuvé officiellement et devrait être signé en janvier. La Conférence centrale de travail économique a fixé les objectifs pour l'année prochaine (qui ne sont pas encore officiels) : croissance stable, pas d'évolution du *policy mix* et amélioration de la qualité de la croissance.

Facteurs de risque

- Annonce de détails supplémentaires concernant l'accord de première phase : résultat constructif sur les droits de douane
- Légère amélioration des conditions macroéconomiques
- *Policy mix* encore très légèrement favorable

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont restées stables mais plutôt faibles en décembre. Les 20 premiers jours d'exportations en Corée du Sud, qui constituent une sorte d'indicateur avancé pour le secteur extérieur, envoient également un signal de stabilisation à des niveaux faibles. L'effet de base a en partie contribué à atténuer les chiffres négatifs de novembre.
- Contrairement aux attentes, la Banque de réserve indienne est restée en pause en décembre (à 5,15 %), l'inflation s'approchant de la limite supérieure de la fourchette.

Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique faible et stable dans la région. Annonce officielle de l'accord de phase 1
- Inflation encore très modeste et reprise en Chine et en Inde

Finalisé le 26/12/2019

- Les données de l'inflation dans la région sont restées très faibles et les chiffres les plus marquants en novembre proviennent à nouveau d'Inde et de Chine avec respectivement 5,5 % et 4,5 % en glissement annuel, les composantes de produits alimentaires étant supérieures aux attentes, tout comme les prix des carburants en Inde.
- L'Indonésie a annoncé un réajustement, au-dessus de 3 % du PIB, de son objectif de déficit budgétaire. Après une réaction nerveuse du marché à cette annonce, celle-ci a rapidement été démentie par le ministère des Finances.

- **Statu quo inattendu de la RBI**
- **Annonce par l'Indonésie d'une révision de l'objectif en matière de déficit budgétaire**

Amérique Latine

- La dynamique macroéconomique est restée stable dans la région. Les chiffres du marché du travail brésilien et la tendance de l'économie colombienne ont enregistré une légère accélération, tandis que les autres grands pays peinent encore à voir une amélioration de leur cycle économique.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine est repassée légèrement en dessous de 3 % en novembre à 2,97 % en g.a. (le chiffre de la première moitié de décembre confirmant cette tendance prometteuse à 2,6 %). En Argentine, l'inflation est repartie à la hausse dépassant les 50 %, largement alimentée par l'ensemble des composantes.
- Les politiques d'assouplissement se poursuivent au Mexique et au Brésil, Banxico ayant abaissé ses taux de 25 pb à 7,25 % et la BCB de 50 pb à 4,5 %).
- En Colombie, après quelques concessions de la part du président Iván Duque, le congrès a approuvé le projet de réforme budgétaire qui avait été rejeté en octobre. Ces ultimes concessions furent obtenues grâce au faible capital politique du président et aux mouvements de protestation dans la rue.

Facteurs de risque

- **Faible conjoncture économique, mais légère accélération au Brésil et en Colombie**
- **Inflation modérée dans l'ensemble sauf en Argentine**
- **Nouvelle baisse des taux de Banxico et de la BCB**
- **Loi budgétaire révisée finalement adoptée en Colombie**

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 une nouvelle baisse de 25 pb dans les 12 mois à venir.

Afrique du Sud : obstacles importants dans un contexte politique et social difficile

- Le PIB s'est contracté en g. t. au T3 après un rebond au T2, principalement dû à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous tablons sur une croissance du PIB de 0,4 % maximum en g.a. en 2019, avec une légère hausse en 2020.
- Malgré un écart de production négatif et des anticipations de repli de l'inflation (mais au-dessus du point médian), la SARB demeure prudente en ce qui concerne les sorties de capitaux et leur incidence sur le taux de change, d'où les risques à la hausse pour l'inflation. Les réformes budgétaires et le sentiment de risque détermineront si la SARB abaisse ses taux à l'avenir. Nous nous attendons à ce qu'elle maintienne le statu quo en 2020, à moins de l'annonce d'un budget très encourageant en février.

Turquie : inflation en baisse et hausse de la croissance au 3^e trimestre 2019

- La croissance du PIB au troisième trimestre ressort en hausse de +0,9 % en g.a. alors qu'elle avait été négative au cours des deux trimestres précédents. Nous prévoyons une croissance stable ou légèrement négative en 2019 avec un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a de nouveau réduit son taux en décembre, le baissant de 200 pb à 12 %. Nous attendons davantage d'accommodation pour soutenir la faible conjoncture économique.

Facteurs de risque

- **Chute du prix du pétrole, renforcement des sanctions américaines et tensions géopolitiques**
- **Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales et 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 (8 janvier 2020)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	1,7	1,7	1,8	2,3	2,1
Japon	0,9	0,9	0,8	0,7	0,8	0,6
Zone euro	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,4
Allemagne	0,6	0,8	1,2	1,5	1,5	1,5
France	1,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,3
Italie	0,2	0,4	0,6	0,6	1,0	1,3
Espagne	2,0	1,6	1,6	0,9	1,3	1,4
Royaume-Uni	1,3	1,1	1,4	1,8	2,2	2,1
Brésil	1,1	1,7	1,8	3,7	3,9	4,2
Mexique	-0,2	0,4	1,2	3,6	3,4	3,6
Russie	1,2	1,7	2,5	4,0	3,5	4,0
Inde	5,1	5,4	5,8	3,6	5,2	4,6
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,0	3,1	3,8
Chine	6,2	5,8	5,8	3,0	3,7	1,8
Turquie	-1,8	1,5	2,3	15,6	11,6	10,8
Pays développés	1,7	1,4	1,5	1,5	1,8	1,7
Pays émergents	4,1	4,2	4,5	4,2	4,4	3,6
Monde	3,1	3,1	3,3	3,1	3,4	2,8

Source : Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	13/01/2020	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					
	13/01/2020	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					
	13/01/2020	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					
	09/01/2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,11	1,13	1,13	1,14	1,15
USD/JPY	110	107	108	104	107
EUR/GBP	0,85	0,86	0,85	0,86	0,85
EUR/CHF	1,08	1,12	1,11	1,10	1,12
EUR/NOK	9,87	9,79	9,80	9,91	9,70
EUR/SEK	10,54	10,50	10,50	10,44	10,40
USD/CAD	1,31	1,30	1,31	1,26	1,30
AUD/USD	0,69	0,69	0,69	0,70	0,70
NZD/USD	0,66	0,65	0,66	0,67	0,66
USD/CNY	6,93	7,05	7,00	7,10	7,00

Publications récentes

WORKING PAPERS



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



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

Emerging Markets: Vulnerability and contagion risks... Fragile vs. anti-fragile countries

Philippe ITHURBIDE – Global Head of Research with the collaboration of Mickaël BELLAÏCHE – Senior Analyst, Global Research – Amundi

How to differentiate emerging countries? New approaches for classification and typology

Philippe ITHURBIDE – Global Head of Research with the collaboration of Mickaël BELLAÏCHE – Senior Analyst, Global Research – Amundi

THEMATIC PAPERS



Italie: nouveau cadre budgétaire sans grande ambition

Annalisa USARDI, CFA Économiste senior, Recherche macroéconomique – Amundi

La réforme des retraites française (suite)

Valérie LETORT – Stratégie Taux – Amundi

France: les réformes continuent malgré les risques

Tristan PERRIER – Recherche macroéconomique – Amundi

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

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique – Amundi

La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique – Amundi

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.msclub.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 de « investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Andriy Onufriyenkol

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Directrice de la Recherche

Rédacteur en chef adjoint

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche