

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**RESTER AGILE DANS UN CONTEXTE
TRÈS INCERTAIN**

LE THÈME DU MOIS

**LES BANQUES CENTRALES CONFIRMENT
LEUR VIRAGE VERS PLUS D'ACCOMMODATION**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Rester agile dans un contexte très incertain

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Au cours des dernières semaines, les marchés ont fluctué au gré de nouvelles positives sur le plan géopolitique (négociations commerciales sino-américaines, Italie et recul du risque de Brexit sans accord) et de mauvaises nouvelles concernant les données économiques (récession allemande, production manufacturière américaine et ralentissement chinois). Il en a résulté un rebond des marchés actions et une hausse des rendements des obligations *core*. Nous entrons désormais dans une nouvelle phase d'attentisme durant laquelle les marchés réévalueront les craintes de récession et les pressions de la dynamique commerciale sur les bilans des entreprises. Alors que l'an passé, les principaux déterminants des marchés étaient les prévisions d'inflation et les taux d'intérêt, désormais, **ce sont surtout les anticipations de récession et l'action politique (monétaire et budgétaire) qui entraîneront les marchés. Or, sur ces deux points, nous pensons que les marchés en attendent trop.** Notre scénario central ne prévoit pas de récession économique au cours des 12 prochains mois, car la consommation intérieure reste vigoureuse (malgré une production manufacturière atone). Toutefois, **les bénéfiques des entreprises pourraient encore souffrir**, ce qui fragilise l'environnement des marchés actions.

De plus, **les marchés nous paraissent trop optimistes quant à leurs attentes en termes de mesures politiques.** Si, pour l'heure, les mesures d'assouplissement décidées par la BCE semblent avoir dépassé les attentes du marché, il n'en reste pas moins que la politique monétaire doit s'accompagner de mesures budgétaires (les premières ne suffisant pas à elles seules à contrebalancer une croissance et une inflation en berne). Or, en matière de relance budgétaire, malgré quelques ajustements, nous n'attendons pas de changement en profondeur des règles budgétaires de l'UE. **Les attentes en termes d'action politique, qui sont proportionnelles au risque de déception, sont élevées**, ce qui génère de la volatilité sur la plupart des marchés. Cela étant, **deux scénarios alternatifs** existent et sont susceptibles de se concrétiser à l'avenir. Le plus négatif serait celui d'un **ralentissement plus prononcé que prévu** causé par la guerre commerciale en cours. Ceci aurait une incidence sur les dépenses d'investissement ou pourrait même entraîner des licenciements avec des répercussions sur une consommation « robuste ». Ce serait particulièrement vrai aux États-Unis, où la législation du travail est plus souple (à court terme toutefois, les entreprises hésiteront à réduire leur personnel celui-ci étant coûteux à remplacer). Ensuite, la crainte des risques de récession pourrait elle-même mener à une récession, ce qui serait directement négatif pour les actifs à risque. Il existe toutefois un troisième scénario selon lequel **les banques centrales mettent en œuvre des politiques radicales accompagnées de mesures budgétaires.** Dans cette hypothèse les actifs risqués se verraient soutenus. Sur la base de ces scénarios et compte tenu du fait que nous considérons le premier et le second comme les plus probables à l'heure actuelle (fragilités, avec des valorisations élevées dans de nombreux secteurs du marché et risques de déception), nous pensons qu'il convient de **faire preuve de prudence et d'agilité.**

Ci-dessous nos quatre principales convictions :

1. **Les taux d'intérêt resteront bas, alimentant la quête de rendement**, la croissance économique devrait rester relativement molle.
2. **Le commerce et la politique resteront au centre de l'attention** avec un recul de la mondialisation en perspective. Par conséquent, **l'importance de la consommation intérieure** et des services connexes dans les différents pays du monde émergent et du monde développé se verraient accrues.
3. **Dans le domaine des actions, l'attention se concentrera à nouveau sur les fondamentaux** et les bénéfices des entreprises.
4. **La liquidité reste primordiale** et il convient de tenir compte des arbitrages nécessaires entre le risque, le rendement et la liquidité. **En conclusion**, notre principal message aux investisseurs est d'essayer de préserver le capital dans cette période très incertaine et de faire preuve d'agilité dans la recherche d'opportunités dans un contexte de volatilité. À l'avenir il conviendra d'évaluer les probabilités d'évolution des différents scénarios. Pour l'heure, notre scénario central selon lequel les marchés attendent trop du *policy mix* est le plus

probable. Les craintes de récession sont excessives tandis que l'efficacité marginale des mesures monétaires diminue. De plus, nous pensons qu'il existe des barrières politiques et économiques qui empêcheraient un revirement des politiques budgétaires en Europe/Allemagne.

Au-delà du court terme, le débat actuel conduira à une combinaison de politiques de soutien à la croissance et d'une logique du « *quoi qu'il en coûte* ». Par conséquent nous **verrons davantage d'efforts pour combler l'écart entre l'espace budgétaire et l'espace monétaire**. Nous pourrions donc assister à une sorte de « *politisation* » des politiques monétaires et de « *monétisation* » de l'approche budgétaire avec des cadres qui diffèrent selon les pays et les institutions. Cela pourrait déterminer l'environnement du marché dans un contexte de récession ou de mesures préventives visant à éviter une récession. Il sera donc nécessaire d'évaluer l'incidence à court terme (rendements encore plus faibles dans l'ensemble des classes d'actifs) qui pourrait résulter de l'évolution des anticipations du marché (y compris l'inflation).

Sentiment de risque global

Risk off

=

Risk on



Allocation défensive au risque. Les marchés tablent sur des politiques très accommodantes de la part des banques centrales. En cas de déception, la volatilité augmentera.

Changements par rapport au mois dernier

- Actions : réduction tactique de la sous-p pondération, accent sur la qualité et les valorisations
- Obligations US : plus positif sur le crédit IG
- Crédit EUR : plus positif sur les financières

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

MACRO

Se concentrer sur les fondamentaux des entreprises,
plus que sur le PIB

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

La croissance devrait rester faible à court terme dans un contexte de ralentissement de la production manufacturière mondiale, ce qui s'est d'ores et déjà manifesté par des révisions en baisse de l'activité des entreprises, comme l'a récemment souligné la saison de publication des résultats. La consommation, en revanche, a bien résisté jusqu'ici.

Dans ce contexte, les **quatre thèmes les plus débattus** par notre équipe de recherche en vue d'évaluer les orientations à venir de l'économie et du marché sont :

- **Guerre commerciale** : malgré certaines avancées sur les accords commerciaux entre les États-Unis et la Chine en amont des pourparlers de septembre, les perspectives commerciales restent préoccupantes et représentent le principal facteur de risque.
- **Banques centrales** : les marchés continuent de faire pression sur les banques centrales pour qu'elles injectent de plus en plus de liquidités afin de juguler la volatilité et ont des attentes très élevées en matière de soutien structurel du cycle économique par des mesures budgétaires. La BCE a mis en place un ensemble significatif de mesures d'assouplissement radicales pour soutenir l'inflation, tandis que la Fed mettra au point sa stratégie de taux au fil des prochaines réunions. Or, comme c'est la géo/politique plutôt que les statistiques économiques, qui détermine l'évolution des marchés, cela nous semble être une approche raisonnable.
- **Conditions financières** : l'activité des banques centrales aura en fin de compte une incidence sur les devises, ce qui déterminera les conditions financières. C'est là un facteur clé à surveiller, car il détermine les cycles des bénéfices des entreprises. Les taux d'intérêt et les devises (les « effets de change » pour les transactions internationales) ont un impact sur les bénéfices des entreprises. Actuellement, les conditions financières sont la principale source de risque d'une récession des bénéfices (à laquelle nos analyses attachent une probabilité de 30 %). La détérioration du commerce mondial (due à la guerre tarifaire) se reflète dans les secteurs de la production manufacturière et du commerce de gros. Étant donné que les secteurs du commerce de gros et de la production manufacturière représentent les deux tiers des échanges, nous arrivons peut-être à un tournant. Si l'incertitude persiste, elle continuera à paralyser les investissements des entreprises (le cycle mondial des investissements est déjà à l'arrêt) et finira par entraver les créations voire même la préservation de l'emploi. À ce stade, l'effet de contagion aux consommateurs serait rapide. Sur une note positive, les ventes au détail sur le marché intérieur sont de bon augure, car elles sont principalement alimentées par la consommation nationale et résistent aux chocs extérieurs.
- **Croissance chinoise** : les données chinoises qui viennent d'être publiées confirment nos prévisions d'une décélération de la croissance du PIB qui avec 6 % en glissement annuel (g.a.) au second semestre 2019 se situe au bas de la fourchette et passera en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Le tableau n'est pas aussi sombre qu'il n'y paraît à première vue. En effet, le secteur du logement, les ventes au détail hors automobile et les investissements en infrastructures ont bien résisté malgré leur faiblesse, enregistrant peut-être même une légère progression (grâce au soutien apporté par les émissions d'obligations spéciales). Les autorités devraient désormais intensifier leurs mesures de relance afin de faire face à la décélération évoquée plus haut. Des mesures de relance additionnelles devraient être mises en œuvre sous la forme d'un assouplissement de la politique monétaire, d'un achat initial des obligations spéciales des administrations locales, d'un soutien au

“ Dans un contexte de faible visibilité sur la qualité de la croissance, se concentrer sur les données du PIB pourrait s'avérer trompeur. Des données de PIB faibles n'excluent pas une contraction des bénéfices.”

secteur automobile (assouplissement ou suppression des restrictions d'achat) et de fonds budgétaires spéciaux. Si la Chine se montrait plus conciliante face aux États-Unis sur le plan commercial, cela pourrait contribuer, à court terme, à atténuer les contraintes provenant de l'extérieur, en évitant, notamment, l'introduction de nouvelles surtaxes ou l'augmentation des droits existants (qui devrait prendre effet le 15 octobre et le 15 décembre respectivement). Ce dernier objectif est difficile à atteindre, mais les prochaines négociations commerciales pourraient apporter un soulagement temporaire

Le point de vue des stratégestes

Coup de projecteur sur les facteurs politiques et les devises

- 1) **Au Royaume-Uni et en Italie, la politique domine le paysage de l'investissement** : la parité GBP/USD est sortie de la fourchette dans laquelle elle évoluait depuis le référendum sur le Brexit pour atteindre 1,2033 après l'annonce de la suspension du Parlement britannique ; elle est néanmoins restée soutenue grâce à l'adoption par les députés d'un projet de loi obligeant Boris Johnson à demander un nouveau report du Brexit à l'UE en l'absence d'accord. Le taux britannique à 10 ans a également atteint un plus bas historique de 0,40 %. Toutefois, même en cas de report de la date de sortie, le niveau d'incertitude quant à l'issue du Brexit reste très élevé. Les taux britanniques et la livre sterling resteront donc sous pression. Ailleurs, le *spread* entre les BTP et le Bund est tombé brusquement en dessous de 150 pb après que le gouvernement italien a trouvé une nouvelle majorité permettant d'écarter les forces eurosceptiques. Cette évolution politique, les orientations prospectives de la BCE sur la durée de l'assouplissement quantitatif et la quête continue de rendement renforcent notre opinion positive sur la dette italienne.
- 2) **Marchés des changes volatils** : bien que le taux de change effectif* du dollar américain ait perdu du terrain en septembre, les progrès des négociations commerciales sino-américaines, les dépenses budgétaires de la Chine et la réduction du ratio de réserves obligatoires des banques chinoises devraient empêcher une nouvelle détérioration du sentiment de risque. La parité EUR/USD a franchi le seuil de 1,10 en août tandis que la croissance mondiale peinait à rebondir. Jusqu'à présent, un différentiel de taux moins important avec les États-Unis dans les derniers mois, une valorisation bon marché et un positionnement faible ont eu du mal à pousser la devise plus haut. Faute d'une stabilisation du commerce et des indicateurs économiques mondiaux, l'optimisme à l'égard de la monnaie devrait rester modéré.

* Mesure de la valeur du dollar par rapport aux autres devises mondiales.

GESTION DIVERSIFIÉE

Prudence toujours, mais renforcement tactique des actions

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Compte tenu de notre scénario d'un environnement de fin de cycle avec des banques centrales ultra-accommodantes et des risques commerciaux, nous préconisons **un positionnement défensif et agile** en termes d'allocation des risques. Notre choix d'avant l'été de privilégier la duration américaine pour **réduire le risque du portefeuille** a été bien récompensé par les marchés. Nous restons prudents sur les actions, **malgré un renforcement tactique**, et constructifs sur le crédit, principalement sur l'IG européen. Des positionnements directionnels forts pourraient comporter un risque excessif et nous considérons qu'il est plus judicieux de mettre l'accent sur les opportunités de valeur relative.

Des idées à conviction forte

Nous nous en tenons à **deux convictions principales** dans un contexte économique qui demeure faible (bien qu'une récession mondiale ne soit toujours pas en vue) avec des banques centrales accommodantes. Tout d'abord, nous maintenons une **allocation au risque globalement prudente**, car les valorisations ne sont pas bon marché et les zones d'incertitude persistent. Deuxièmement, nous **pensons qu'il convient de faire preuve d'agilité face aux opportunités de marché** en prenant soin de réajuster les expositions. Concernant le premier point, nous maintenons une vision sélective et prudente des actions, compte tenu des pressions sur la croissance des bénéficiaires, et ce, même en l'absence de récession. Il est aussi recommandé de continuer à envisager des stratégies de couverture. Nous avons, en revanche, également fait preuve d'agilité en **réexaminant notre positionnement avant d'effectuer un renforcement tactique sur les actions** (notamment américaines) en prévision d'un éventuel rebond. Une des stratégies permettant une allocation flexible au risque action consiste à recourir aux options sur actions. En matière de **crédit**, nous privilégions l'IG européen face à l'IG américain, ce dernier nous paraissant trop endetté et trop cher par rapport à ses fondamentaux. Côté **obligations**, nous préférons les taux américains à 5 ans aux taux allemands de même échéance, car nous pensons qu'il reste peu de marge à la baisse pour les rendements allemands étant donné que l'Eonia à 5 ans intègre déjà des baisses de taux additionnelles. Nous sommes redevenus plus positifs à l'égard des bons du Trésor américain dont les taux à 10 ans sont récemment repassés au-dessus de 1,80 %. Pour ce qui est des BTP italiens, nous avons reporté notre préférence pour les taux à 10 ans sur ceux à 30 ans, étant donné que l'essentiel des bonnes nouvelles découlant de la formation du nouveau gouvernement a déjà été intégré dans le premier. Toutefois, étant donné que ce point de vue augmente le risque de duration, nous recommandons d'envisager une couverture partielle de l'exposition supplémentaire. Une exposition aux *spreads* de la **dette émergente** nous semble attractive en raison du potentiel de portage, des taux américains bas, de la faible inflation et d'une Fed et de banques centrales émergentes accommodantes (tout en se couvrant contre le risque de duration).

Nous conservons notre **vision positive de la dette émergente en devise forte**. Cependant, les investisseurs en euros devraient envisager de couvrir au moins partiellement leur exposition au dollar américain compte tenu de la forte hausse de la devise ces derniers temps. Sur les **devises**, nous maintenons notre préférence pour un panier de devises émergentes à fort potentiel de portage contre le rand sud-africain et le won sud-coréen, et dans les marchés développés, nous préférons toujours la couronne norvégienne à l'euro (en raison des bonnes perspectives économiques de la Norvège).

“ Dans l'actuelle phase de ralentissement et d'incertitude, il est important de rester agile. Il est conseillé d'envisager un recalibrage des positions en actions en faveur d'une sous-pondération moins marquée. ”

Risques et couverture

Si les événements géopolitiques (États-Unis-Chine, Brexit) sont difficiles à anticiper, nous devons néanmoins les évaluer afin d'en gérer les risques et de rechercher les opportunités. Nous conseillons de rester agile et conscient des risques, puisque nous nous trouvons dans une phase de marché moins directionnelle. Le risque de liquidité pourrait également refaire surface dans le cas où les banques centrales décevraient. Pour faire face à ces risques, il convient de maintenir des portefeuilles bien diversifiés. Deuxièmement, il est important de couvrir activement les risques (en recourant à l'or, au yen et aux bons du Trésor américain) pour éviter les ventes forcées en période de turbulences. Troisièmement, « des tests de résistance » permettraient d'évaluer les effets potentiels sur les portefeuilles de mouvements défavorables des marchés. Enfin, des liquidités ou des obligations d'État très liquides (duration américaine) pourraient servir de tampon de liquidité en cas de pic de volatilité.

USD = Dollar américain

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

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

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Sélectivité et liquidité en ligne de mire

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Au cours des dernières semaines, la probabilité d'une guerre commerciale plus virulente, d'un Brexit sans accord ou d'une recrudescence de la crise politique italienne a diminué. Dans ce contexte de risque plus favorable, les banques centrales prennent le devant de la scène. Alors que la BCE a mis en place un programme complet d'assouplissement monétaire comprenant une baisse de taux de 10 pb, un programme d'achat d'actifs, ainsi qu'un système de palier (« timing ») pour les banques, les marchés continuent de s'attendre à des mesures d'assouplissement monétaire d'envergure de la part des banques centrales, autant d'attentes qui pourraient s'avérer irréalistes. Il en ressort la **nécessité d'une approche flexible** de la gestion de la duration et une vision encore positive du crédit, avec une attention particulière à la sélection et à la gestion de la liquidité.

Obligations des marchés développés

En ce qui concerne les obligations internationales, nous restons neutres sur la duration, mais il convient de continuer à rechercher des opportunités de courbe, ainsi qu'en termes d'allocation géographique, avec, par exemple, un positionnement long sur les États-Unis et court sur l'Allemagne. Pour ce qui est de la dette

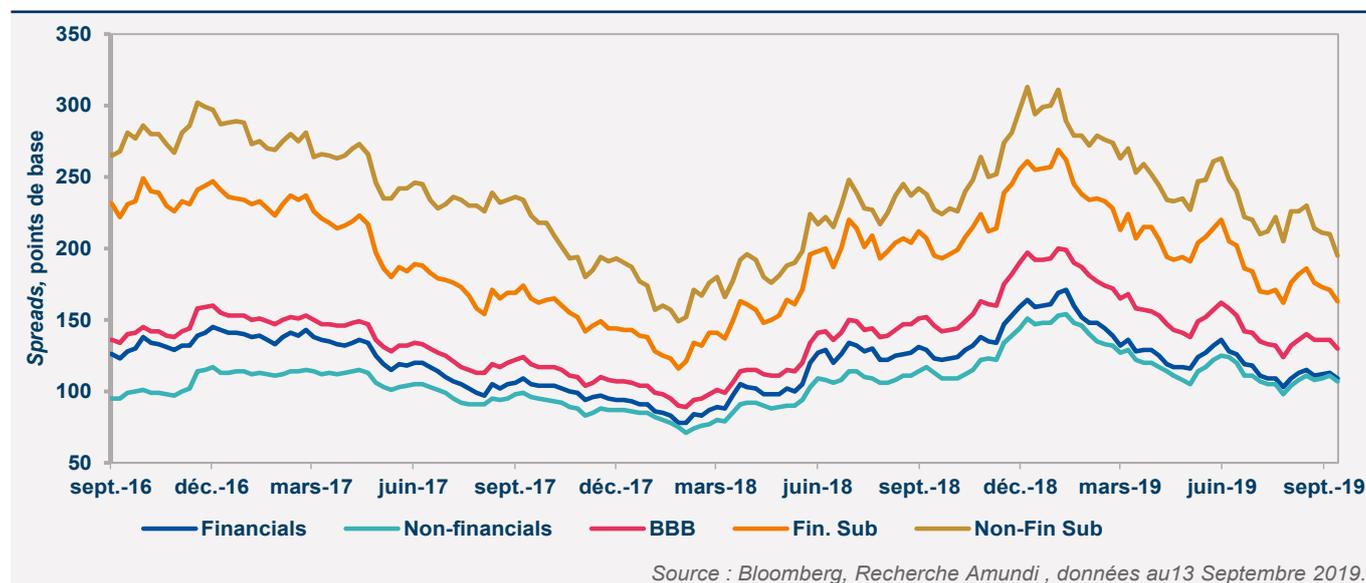
souveraine, nous restons positifs sur les principaux pays périphériques européens (Espagne et Italie où nous pensons qu'il est temps d'envisager des prises de bénéfices), ces pays étant soutenus par l'assouplissement monétaire de la BCE et l'Italie s'étant dotée d'une nouvelle coalition désireuse de trouver un accord avec la Commission européenne sur le budget 2020. Côté inflation, le point mort de l'euro s'est redressé à la suite des dernières mesures d'assouplissement de la BCE et nous envisageons la possibilité d'un redressement supplémentaire. Nous voyons également le point mort américain d'un bon œil. En matière de crédit, nous privilégions le crédit IG européen où nous sommes devenus plus positifs sur le secteur financier, notamment la dette subordonnée et la dette senior des financières (Europe). Les investisseurs de crédit en euros peuvent également rechercher des opportunités sur le marché primaire. L'action récente de la BCE plaide en faveur du crédit IG. Du point de vue d'un investisseur américain, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a reculé à moins de 1,50 %, sous l'effet de l'aversion au risque et de la soif mondiale de rendement, avant de rebondir, mais nous voyons encore le potentiel pour un nouveau rebond. Les anticipations de baisses significatives des taux de la Fed nous paraissent trop élevées. Nous pensons donc que les investisseurs devraient ajuster tactiquement leur exposition à la durée lorsque les attentes du marché deviennent extrêmes. La courbe des bons du Trésor devrait se raidir, compte tenu de l'évolution spectaculaire des taux d'intérêt à long terme des rendements des bons du Trésor américain. Dans le crédit américain, nous préférons le portage de meilleure qualité et les actifs moins risqués. Nous privilégions le crédit titrisé par rapport au crédit d'entreprises en raison de la solidité attendue des secteurs de la consommation et des services. À cet égard, les ABS, les titres adossés à l'immobilier commercial ou résidentiel (CMBS et RMBS) ainsi que les pools de MBS d'agences gouvernementales semblent attractifs. Le marché de la dette d'entreprises américaines de qualité IG reste robuste. Les récentes émissions de grandes quantités d'obligations d'entreprises, tant sur le segment IG que HY, ont rencontré une demande mondiale encore plus forte, ce qui indique que l'attrait des actifs américains reste élevé.

« Grâce au soutien des banques centrales, le crédit IG continue d'offrir des opportunités, mais la sélection et la gestion de la liquidité sont d'autant plus importantes. »

Obligations des marchés émergents

Nous pensons qu'il convient d'être **plus prudent** en réduisant la durée et en augmentant les niveaux de trésorerie pour faire face à une éventuelle baisse de la liquidité. Nos principales convictions restent le Brésil, l'Égypte, l'Indonésie, la Serbie et l'Ukraine (grâce à l'amélioration des perspectives et des rendements intéressants), mais nous sommes prudents sur la Chine (ralentissement de la croissance). En matière de crédit, nous recherchons les opportunités de manière sélective tant sur le segment IG que HY.

Spreads de crédit euro



Devises

Nous restons positifs sur l'**USD et le JPY**, étant donné que le premier offre une grande liquidité, de la sécurité et un bon rendement, tandis que le second est la principale monnaie refuge contre le risque. Nous sommes négatifs à l'égard de la livre sterling (Brexit). Les perspectives pour le renminbi chinois et le won sud-coréen sont également faibles, compte tenu du ralentissement mondial et des frictions commerciales.

Le point mort d'inflation correspond à l'écart entre le rendement nominal d'une obligation classique et celui d'une obligation indexée sur l'inflation, assortie d'une maturité similaire.

ACTIONS

Recherche d'opportunités de haute qualité / value

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

La croissance économique mondiale pourrait ralentir, toutefois, selon nous, une récession est peu probable compte tenu de la vigueur de la consommation intérieure (services) aux États-Unis, en Europe et dans les pays émergents et de la souplesse des banques centrales mondiales. Bien que le S&P 500 ait plongé au mois d'août, les marchés ont désormais renoué avec les sommets d'avant l'été. À l'avenir, ce sont les prévisions de bénéfices des entreprises qui détermineront si les marchés doivent repartir à la hausse ou se replier. Toutefois, les bénéfices font toujours l'objet de révisions à la baisse de sorte que la **sélectivité demeure essentielle pour identifier les entreprises présentant des bilans solides.**

Actions des marchés développés

En Europe, les fondamentaux des entreprises restent robustes, même si la visibilité des résultats futurs s'est détériorée. Les valorisations semblent correctes et attractives dans certains secteurs et nous pensons qu'une

Début de rotation vers les thèmes « value »



volatilité accrue et des perturbations du marché (*growth/value*, cycliques/défensives) pourraient faire émerger des opportunités. Au niveau sectoriel, **les entreprises de qualité/value s'accompagnent d'écarts de valorisation** notamment dans les secteurs de l'industrie et de la consommation discrétionnaire. Nous sommes positifs, tout en restant sélectifs dans les secteurs de la santé et des télécommunications, car ceux-ci offrent un niveau de sécurité raisonnable à un portefeuille d'actions. Toutefois, nous sommes négatifs à l'égard de secteurs comme les services aux collectivités et les biens de consommation de base, qui sont généralement considérés comme des substituts aux obligations, mais dont les valorisations sont trop élevées. Nous percevons certaines opportunités dans les **secteurs intérieurs au Royaume-Uni**, qui nécessitent toutefois une évaluation au cas par cas.

Aux États-Unis, les secteurs de la consommation restent vigoureux, même si la récente flambée des cours du pétrole est préoccupante. Les entreprises peuvent également être affectées par la hausse des cours du pétrole et la question qui se pose désormais concerne la durée de cette hausse (malgré les inquiétudes, l'offre pourrait être rétablie, de plus la production américaine a augmenté de façon spectaculaire). D'un point de vue stylistique, **nous sommes prudents à l'égard des valeurs de type *growth* en raison de leurs valorisations élevées**, notamment dans les secteurs des technologies médicales, des logiciels et de la consommation discrétionnaire.

En revanche, nous devenons **plus positifs tout en restant sélectifs sur les valeurs de haute qualité des secteurs cycliques**, car leurs valorisations sont attractives. La **surperformance des valeurs défensive par rapport aux cycliques touche peut-être à sa fin** selon nous, et il se pourrait que le niveau de risque sur les valeurs cycliques parte à la hausse. Nous considérons que les valorisations des substituts obligataires sont élevées et nous restons négatifs à leur égard. Nous continuons néanmoins d'apprécier les opportunités de bonne qualité du secteur immobilier. Dans le domaine des situations de valeur spéciale, nous sommes positifs à l'égard des **entreprises qui offrent une combinaison de caractéristiques *value* et *growth***, et pour lesquels nous estimons qu'une amélioration des facteurs fondamentaux pourrait mener à une revalorisation des cours. Sur un plan sectoriel général, nous sommes **constructifs sur les secteurs de la finance, de la consommation discrétionnaire et de l'immobilier**. En revanche nous sommes peu enthousiastes à l'égard des valeurs industrielles, des services aux collectivités et des technologies de l'information.

Actions émergentes

Bien que nous soyons toujours **constructifs à moyen terme sur les actions émergentes, nous préférons rester plus prudents à court terme**, car les pics des cours du pétrole (attaque de drones en Arabie Saoudite) et les tensions commerciales ont inévitablement affecté négativement la classe d'actifs notamment sur le plan de l'industrie manufacturière, des exportations ou des prévisions de bénéfices. C'est pourquoi, pour les prochains mois, nous privilégions les pays moins dépendants des facteurs extérieurs (Brésil, Indonésie, Russie, Inde, etc.) et regardons la Chine d'un œil moins favorable. En ce qui concerne l'allocation sectorielle, nous privilégions le secteur du matériel technologique en Corée et à Taïwan (bien positionnés pour bénéficier d'une éventuelle reprise de la croissance économique mondiale).

“ Dans un contexte de visibilité réduite sur les bénéfices des entreprises, il est important de se concentrer sur des entreprises de qualité des secteurs cycliques et qui offrent des valorisations attractives.”

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=	▲	Les préoccupations relatives aux résultats des entreprises et l'escalade des tensions commerciales pourraient être négatives pour le secteur manufacturier. La consommation, en revanche, reste robuste. Notre opinion sur les actions américaines est neutre à l'heure actuelle et, parmi celles-ci, nous sommes prudents quant aux valeurs de style <i>growth</i> .
	Europe	=/+		Les valorisations des actions sont relativement attractives, mais le marché reste très exposé à l'escalade de la guerre commerciale et à l'incertitude liée au Brexit. Toutefois, les fondamentaux des entreprises demeurent solides, même si la visibilité des bénéfices s'est détériorée. La volatilité accrue et les perturbations du marché pourraient générer des opportunités. Les récentes mesures accommodantes de la BCE devraient avoir un impact favorable.
	Japon	-/=		Nous restons prudents vis-à-vis des actions japonaises. Les valorisations sont attractives, de même que les rendements en dividendes. Les normes de gouvernance d'entreprise s'améliorent également. Toutefois, la sensibilité des résultats des entreprises à la production manufacturière mondiale et à une hausse du marché des changes constitue un frein qui sous-tend notre vision prudente.
	Marchés émergents	-/=		Les prévisions du consensus en matière de croissance des bénéfices se stabilisent, mais la sélectivité est importante. La demande intérieure vigoureuse, un atterrissage en douceur en Chine et des politiques monétaires et budgétaires favorables devraient apporter du soutien. Toutefois, l'escalade de la guerre commerciale, les risques idiosyncrasiques, la dépréciation du RMB et l'orientation de la politique de la Fed par rapport aux attentes du marché constituent des risques clés. La résilience de la croissance intérieure est un facteur clé à considérer.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Comme attendu, la Fed a annoncé une réduction de ses taux de 25 pb lors de la réunion de septembre du Federal Open Market Committee. Deux baisses supplémentaires sont attendues en décembre et au premier semestre de l'année prochaine. Ceci vient appuyer notre scénario de pentification haussière. Dans un contexte de réajustement du rendement des bons du Trésor sous l'effet de la prise en compte par le marché d'éventuelles baisses des taux de la Fed, il est essentiel de gérer la durée de manière active.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+	▲	Les banques centrales accommodantes soutiennent le marché du crédit dans l'ensemble. Nous estimons que le crédit des entreprises reste stable et qu'il pourrait présenter des opportunités. La demande de crédit américain est élevée et les nouvelles émissions ont été bien absorbées par le marché. Toutefois, compte tenu des incertitudes macroéconomiques persistantes, nous préférons maintenir une attitude prudente à l'égard du risque de crédit, en favorisant les stratégies de portage de meilleure qualité et en mettant davantage l'accent sur l'évaluation des liquidités.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Bien que les <i>spreads</i> du HY américain soient plus serrés que la moyenne à long terme, ceux-ci dépassent encore le coût des défauts. Toutefois, l'augmentation des risques idiosyncrasiques est manifeste et nous continuons de nous concentrer sur la sélection et la gestion de la liquidité.
	Govies Europe	-/=		Malgré les récentes mesures prises par la BCE, les marchés continuent à intégrer d'importantes baisses du taux des dépôts dans les 12 prochains mois. Ceci devrait empêcher toute hausse des rendements core. Nous restons constructifs sur les principaux pays périphériques européens (Espagne et Italie) dopés par l'action de la BCE, la nouvelle coalition politique en Italie et la quête continue de rendement.

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Euro Obligations d'entreprise IG	++	Nous sommes positifs à l'égard de la dette IG européenne et en particulier la dette subordonnée et la dette senior des financières européennes. Les bons fondamentaux des entreprises, l'amélioration des facteurs techniques, l'appétit pour le rendement et le soutien de la BCE continueront de déterminer le marché. Toutefois, les conditions de liquidité sur le marché secondaire demeurent un domaine clé à surveiller.
	Euro Obligations d'entreprise HY	+	Le soutien de la BCE est propice pour ce marché et nous préférons les opportunités <i>high yield</i> à des fins de portage. Toutefois, nous continuons de mettre l'accent sur la sélection, les risques idiosyncrasiques et la liquidité.
	Émergents Dette en devise forte	+	Le climat d'incertitude entourant les perspectives de croissance mondiale, la guerre commerciale et la croissance chinoise a entraîné une détérioration du sentiment et des risques. La récente flambée des cours du pétrole après l'attaque de drones en Arabie Saoudite a également eu des retombées négatives. Toutefois, nous pensons que cet environnement de faible croissance et de taux bas pourrait encore être positif pour la dette émergente. Dans un avenir proche, les anticipations des marchés devraient essentiellement se voir dictées par les taux d'intérêt et l'action des BC plutôt que par la croissance, qui devrait se montrer tout juste décente.
	Émergents Dette en devise locale	=	Nous continuons à privilégier les taux tout en restant prudents sur les devises. Notre principal argument est que les risques qui pèsent sur la croissance mondiale demeurent à la baisse, exerçant une pression sur les monnaies émergentes, tandis que l'absence de pressions inflationnistes laissera la porte grande ouverte à de nouvelles baisses des taux directeurs des banques centrales.
AUTRES	Matières premières		L'escalade des différends commerciaux et le ralentissement de la croissance économique constituent les principaux freins à la demande de matières premières. Nous pensons que la récente attaque de drones sur les installations de Saudi Aramco ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les cours à long terme. L'OPEP devrait gérer l'offre avec souplesse de manière à stabiliser les cours du pétrole même en cas de chocs, nous maintenons donc notre fourchette de 55 à 65 \$/baril pour le WTI. Pour ce qui est de l'or, nous maintenons notre objectif à 12 mois autour de 1 550 \$/once en raison de l'assouplissement des conditions financières, de la faiblesse du dollar et de la fin des politiques de réduction de bilan de la Fed. Concernant les métaux de base, nous prévoyons un rendement total de 4 à 5 % sur 12 mois.
	Devises		L'EUR/USD est toujours déterminé par le niveau de la croissance mondiale, or, étant donné que notre scénario macroéconomique prévoit une poursuite du ralentissement modéré actuel des économies des marchés développés, la paire devrait rester proche de ses niveaux actuels. Toutefois, si la demande mondiale et la situation commerciale s'amélioraient, la devise pourrait s'apprécier. Pour l'instant, nous ramenons donc notre objectif à 12 mois de 1,14 à 1,13. Le yen devrait rester stable, car les perspectives de croissance mondiale sont toujours préoccupantes et le volume des échanges mondiaux devrait encore s'affaiblir. Objectif à 12 mois pour la paire USD/JPY abaissé à 104. La paire GBP/USD devrait rester sous pression, la probabilité d'un Brexit sans accord ayant sensiblement augmenté.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 19 septembre 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.

LE THÈME DU MOIS

Les banques centrales confirment leur virage vers plus d'accommodation

VALENTINE AINOUS, CFA, Stratégiste Fixed Income & Crédit
SERGIO BERTONCINI, Responsable de la Recherche Taux et Change

Finalisé le 27/09/2019

L'essentiel

Lors de leurs réunions de septembre, la BCE comme la Fed ont toutes deux confirmé leur virage accommodant. La BCE a mis en œuvre un ensemble complet de mesures de politique monétaire (pré-annoncées au cours des mois précédents), combinant des instruments conventionnels et non conventionnels avec l'introduction de nouvelles mesures visant à réduire les effets secondaires des taux négatifs. Le FOMC a effectué sa deuxième baisse de taux, maintenant son biais accommodant, tout en s'abstenant de donner plus d'indices en termes de *forward guidance* dans un contexte d'économie domestique toujours favorable et de points de vue mitigés se dégageant des *dots* (graphique à points de la Fed). Pour la première fois, la Fed a fait allusion à la reprise d'une croissance organique de son bilan avec comme objectif de calibrer les réserves en cohérence avec les nouveaux niveaux de taux, en vue de maintenir des niveaux de liquidité abondants et non de stimuler l'économie. Nous nous intéressons, dans cette étude, aux toutes dernières évolutions et aux perspectives en matière de politique monétaire.

Les marchés obligataires ont dressé un tableau très sombre de la situation économique mondiale en août, et nous avons assisté à une baisse coordonnée et marquée des rendements réels dans le monde entier. Les taux obligataires allemands ont atteint des plus bas historiques sur l'ensemble de la courbe. Autre signal inquiétant, la courbe des taux aux États-Unis s'est inversée. Cette baisse des rendements obligataires reflète le scepticisme des investisseurs à l'égard de la croissance mondiale. En effet, les anticipations d'inflation sont très faibles et les investisseurs s'attendent à ce que les banques centrales soient plus accommodantes dans les mois à venir. Le cycle touche-t-il enfin à son terme? Nous ne le pensons pas. Toutefois, nous sommes entrés dans une nouvelle phase, au cours de laquelle nous assisterons à un ralentissement de la croissance mondiale conjugué avec une faible inflation et des politiques monétaires ultra-accommodantes. Les dernières réunions des banques centrales ont confirmé ce virage vers plus d'accommodation : retour sur les dernières décisions, messages et orientations, en commençant par la Fed.

1. Le FOMC a annoncé une deuxième baisse de taux et adopte une approche « réunion par réunion »

Comme attendu, le FOMC a procédé en septembre à une deuxième baisse des taux de 25 pb dans le sillage de la première mesure annoncée en juillet : la Fed a également abaissé son taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER) afin d'ancrer le taux des fonds fédéraux à l'intérieur de la fourchette cible, une tâche qui, semble-t-il, s'est récemment avérée plus complexe pour la banque centrale.

Cette action de la Fed sur les taux d'intérêt faisait déjà l'objet d'un fort consensus et avait largement été anticipée par les contrats à terme sur les Fed funds de sorte qu'elle n'a pas constitué une véritable force motrice pour le marché. Les acteurs du marché ont préféré se concentrer davantage sur les orientations prospectives (*forward guidance*) et leur fondement. À cet égard, toutefois, les marchés n'ont recueilli que peu d'indices de la part de Jerome Powell, qui s'est gardé de donner des indications sur les prochaines évolutions de taux ou même de mentionner l'ajustement de mi-cycle invoqué lors de la première baisse annoncée en juillet.

Nous supposons que la « réticence » de Jerome Powell à fournir des indices en matière d'orientations prospectives provient d'une réelle incertitude quant à l'importance du cycle d'assouplissement et pourrait être liée à deux facteurs majeurs, qui, d'ailleurs, semblent étroitement liés. Le premier facteur concerne les fondamentaux, à

savoir la progression encore relativement positive de l'économie américaine et le second concerne les désaccords croissants entre membres du FOMC au sujet des décisions actuelles et futures en matière de taux. Ce second élément découle probablement, jusqu'à un certain point, du premier.

Si l'on s'attarde davantage sur ces deux facteurs, la **bonne performance de l'économie américaine**, tirée par une solide contribution de la consommation et du marché du travail, malgré la tendance plus faible des investissements et de la balance commerciale, n'est pas de nature à justifier une détente supplémentaire à court terme. Jerome Powell souligne d'ailleurs que les faiblesses se situent au niveau mondial (notamment en Europe et en Chine) tandis que « *l'économie américaine a continué à bien performer* ».

L'examen des nouvelles prévisions économiques fournies par la banque centrale montre également qu'elles n'ont guère changé par rapport à celles publiées en juin, et ce, tant à court terme qu'à long terme. Fait quelque peu surprenant, les projections de croissance ont été légèrement révisées à la hausse, de +0,1 % pour 2019 (2,2 %), confirmées pour 2020 (2,0 %) et revues à la hausse à nouveau pour 2021 (1,9 %). Une stabilisation du taux de chômage est désormais attendue à 3,7 % en 2019 et 2020, pour passer à 3,8 % puis à 3,9 % en 2021 et 2022. Enfin, les prévisions d'inflation sous-jacente des dépenses de consommation des particuliers restent inchangées à 1,8 % en 2019, 1,9 % en 2020 et 2,0 % en 2021. Ce tableau encourageant compte tenu du niveau d'avancement du cycle ne permet guère d'envisager une orientation très conciliante sur la base des facteurs nationaux.

En ce qui concerne le **consensus plus faible au sein de la banque centrale**, deux points méritent d'être mentionnés :

1. Lors de la dernière réunion du FOMC la baisse de taux a été votée par 7 voix contre 3, deux membres en désaccord préférant laisser les taux inchangés tandis qu'un troisième souhaitait une baisse plus importante de 50 pb. Les faits révèlent donc que le nombre de désaccords, malgré des positions différentes, a augmenté par rapport aux réunions précédentes (ils étaient deux en juillet).
2. Le graphique à points (« *dot plot* ») montre que pour le reste de l'année 2019 les opinions semblent encore plus contrastées. En effet, cinq membres estiment que les taux ont déjà trop baissé, cinq sont d'accord pour maintenir des taux stables et sept souhaiteraient une baisse supplémentaire des taux.

À la lumière de ce tableau, Jerome Powell a souligné que la Fed agira de manière flexible se positionnant « réunion après réunion » en fonction des statistiques économiques et de l'évolution des facteurs géopolitiques qui déterminent la confiance mondiale. À ce stade, une telle approche semble la plus viable pour la banque centrale américaine qui se trouve dans une position tout à fait différente de celle de la BCE qui vient de fournir un ensemble de mesures et de publier sa *forward guidance*.

Dans l'ensemble, en ce qui concerne les taux, le **biais conciliant** a été maintenu dans la déclaration de la Fed avec la formulation habituelle selon laquelle la porte reste ouverte à d'autres actions en cas de besoin : « *Si l'économie se dégrade, une séquence plus importante de baisses de taux serait appropriée. Ce n'est pas ce à quoi nous nous attendons, mais nous adopterons une telle approche si nécessaire. En d'autres termes, nous continuerons à surveiller ces développements de près et agirons en conséquence de manière à assurer que l'expansion se maintienne.* » Ce message a permis de maintenir les attentes du marché qui anticipe désormais deux baisses supplémentaires de 25 pb au cours des 12 prochains mois, celles-ci étant, pour l'essentiel, plutôt attendues au cours des six prochains mois.

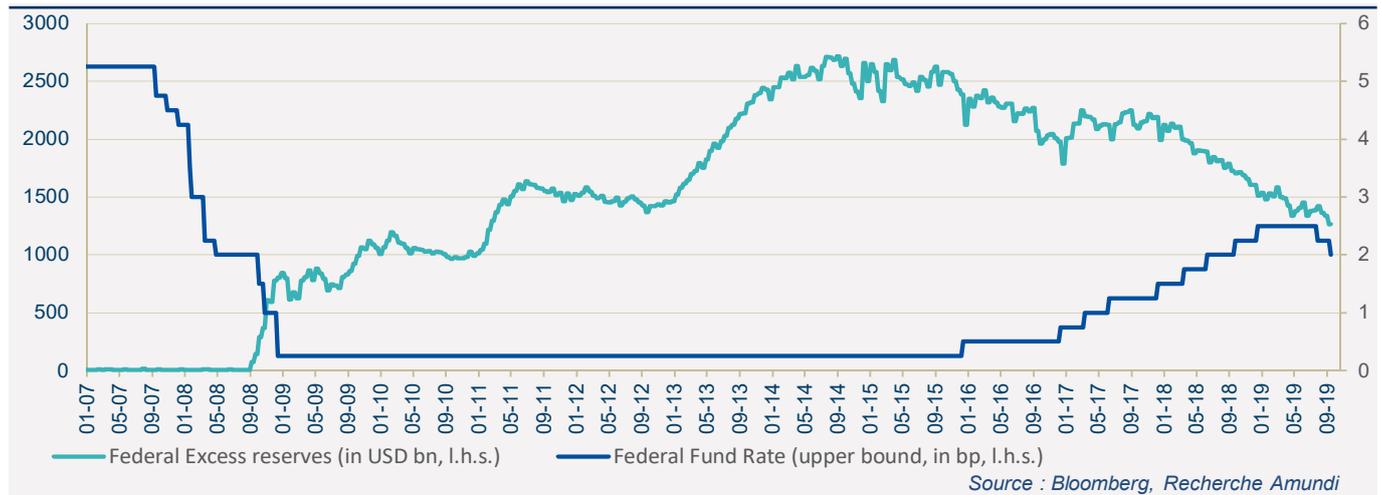
La Fed réévaluera prochainement le retour à une croissance organique de son bilan, afin d'atteindre des niveaux de liquidité plus élevés

Si la baisse des taux avait déjà été entièrement prise en compte et qu'aucune nouvelle importante n'est venue du côté de la *forward guidance*, le message moins consensuel du FOMC aura sans doute été celui concernant son bilan. En effet, le président de la banque centrale a fait allusion à une possible expansion du bilan de la Fed, qui renouerait avec une croissance organique après la récente décision d'anticiper l'arrêt du resserrement quantitatif en juillet plutôt qu'en septembre. Faisant suite aux déclarations de Jerome Powell, d'autres membres de la Fed, comme le vice-président Richard Clarida, ont partagé son point de vue, se montrant favorables à une réévaluation de la taille du bilan.

Nous supposons que cette ouverture en faveur d'un retournement rapide à la hausse après la fin du processus de normalisation a de fortes chances de se concrétiser en raison des hausses récentes des taux de mises en pension et des tensions persistantes sur le marché monétaire, indiquant potentiellement que les réserves excédentaires devraient être plus importantes qu'elles ne le sont actuellement. Au premier trimestre, la Fed avait déjà pré-annoncé une fin anticipée du resserrement quantitatif en septembre alors qu'il était précédemment programmé pour la fin d'année (cf. le Cross Asset de mars à ce sujet). Comme nous le savons, l'une des issues de la réunion du FOMC de juillet a été de mettre fin au resserrement quantitatif plus rapidement que prévu, en commençant deux mois plus tôt. Ainsi, depuis le mois d'août, la Fed a réinvesti intégralement les rachats provenant de son portefeuille d'assouplissement quantitatif. Cette mesure a permis de stabiliser les réserves excédentaires à leur niveau actuel de près de 1300 milliards de dollars.

Au cours des premiers mois de l'année, les membres de la Fed considéraient qu'une fourchette comprise entre 1 000 et 1 300 milliards de dollars de réserves excédentaires représentait un niveau compatible avec l'objectif de maintenir les taux directeurs dans la fourchette cible sans volatilité indésirable des taux courts. Après la fin du resserrement quantitatif, les volumes de réserves excédentaires ont finalement « atterri » au sommet de cette fourchette, pourtant il semble que ce niveau de liquidité ne soit pas suffisant pour éviter les tensions sur les marchés monétaires. Nous supposons que c'est là principalement le résultat de la réorientation de la politique monétaire avec les deux baisses apportées lors des dernières réunions du FOMC. La gestion du bilan va donc probablement reprendre une place centrale, bien qu'avec un objectif différent. En effet, l'objectif sera de calibrer les réserves en cohérence avec le niveau des taux en vue de maintenir des niveaux de liquidité abondants et non de stimuler l'économie.

1/ Stabilisation des réserves excédentaires autour de 1,3 tn avec deux baisses de taux des fonds fédéraux

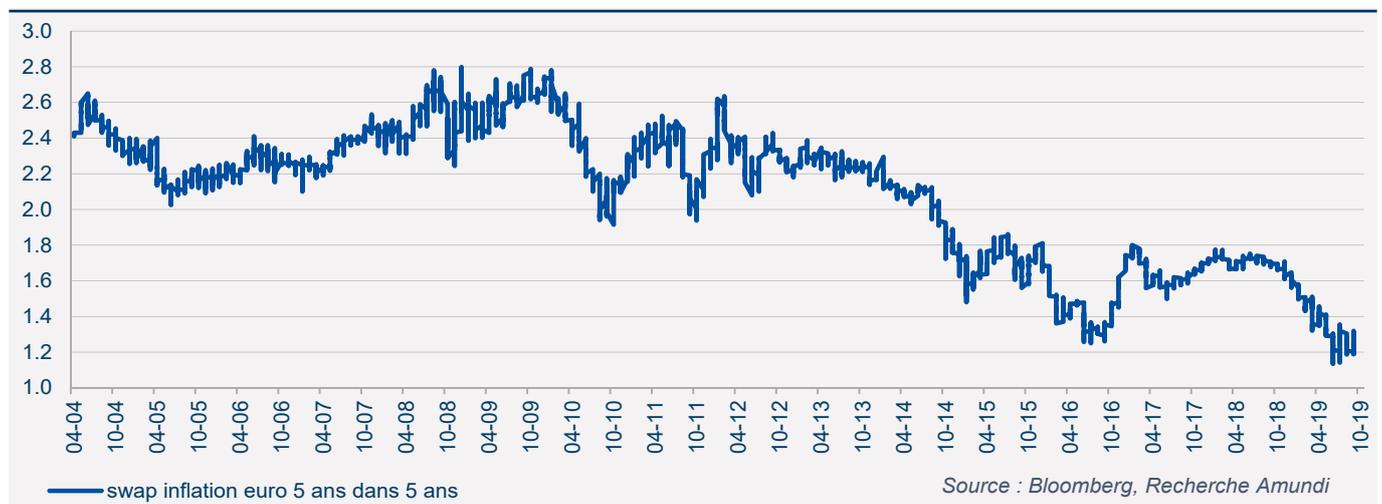


2. La BCE propose un ensemble complet de mesures

Dans le contexte d'un ralentissement plus prolongé que prévu en zone euro, la BCE a proposé un ensemble complet de mesures, comprenant (1) une baisse de 10 pb du taux de dépôt à -0,5 %, (2) l'introduction d'un système par paliers¹ pour préserver la rentabilité des banques, (3) la réouverture du programme d'assouplissement quantitatif. Quatre principaux enseignements :

- Mario Draghi a reconnu que l'économie de la zone euro avait subi un « ralentissement plus prolongé » qu'anticipé il y a quelques mois seulement. Mario Draghi constate des risques de récession faibles, bien que croissants. De plus, l'inflation reste une préoccupation importante pour le président de la BCE, qui précise que les indicateurs des anticipations d'inflation se situent à des niveaux bas, sans décrocher pour autant.

2/ Les anticipations d'inflation dans la zone euro restent faibles



¹ https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communique_presse_bce_2019_09_13_système_deux_paliers_remuneration_excedents.pdf

- **Après avoir promis de faire « tout ce qui est en son pouvoir », Mario Draghi s'est engagé à le faire aussi longtemps que nécessaire.** La *forward guidance* est désormais liée au taux d'inflation sous-jacent. La taille du programme de QE se situe au bas de la fourchette des anticipations : 20 milliards d'euros par mois. Toutefois, est-ce vraiment si important ? À nos yeux, l'élément clé est que le soutien de la BCE soit appelé à durer. Les achats nets d'actifs ne prendront fin que « peu avant que nous (la BCE) ne commençons à relever les taux directeurs de la BCE ». En outre, « la BCE compte continuer à réinvestir intégralement les paiements en principal provenant des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre du programme d'achat d'actifs, et ce, pendant une période prolongée après la date à laquelle nous commencerons à relever les taux directeurs de la BCE ».
- Étant donné que les taux négatifs promettent de perdurer, la BCE se concentre de plus en plus sur les effets secondaires négatifs de sa politique.

L'une des conséquences des programmes d'achat d'actifs a été l'augmentation des réserves excédentaires de liquidités détenues par les banques dans les principaux pays sur le bilan de la BCE. Les niveaux de liquidité avoisinent désormais les 1 800 milliards d'euros et représentent un coût significatif pour les banques des pays du cœur de la zone. Ce coût s'avère particulièrement élevé pour les banques allemandes (24 % des profits en 2017).

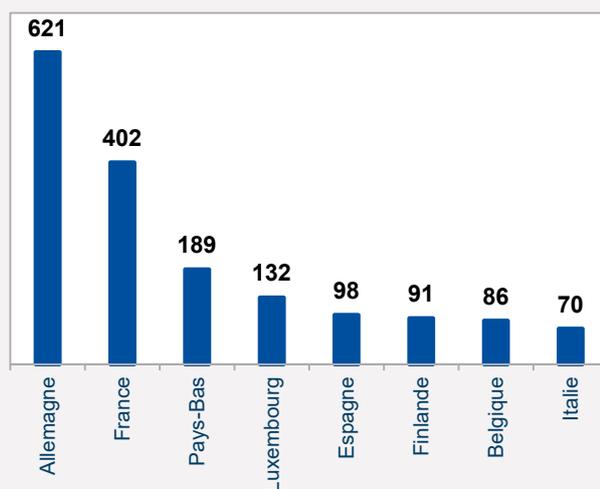
3/ La détention d'un tel excès de liquidités est coûteuse pour les banques commerciales

Les liquidités excédentaires dans la zone euro ont fortement augmenté suite au programme d'achats d'actifs de 2.600 Mds € de la BCE mené jusqu'à fin 2018



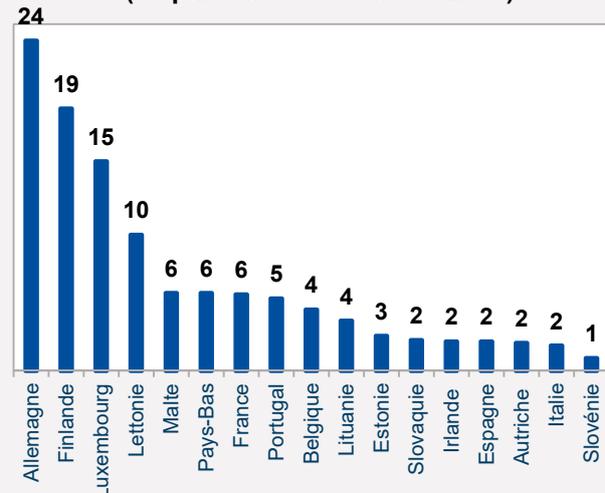
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Repartition des liquidités excédentaires par pays (en Mds €)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Coût annuel implicite du taux de dépôt négatif de la BCE pour les banques européennes (en part des bénéfices en 2017)



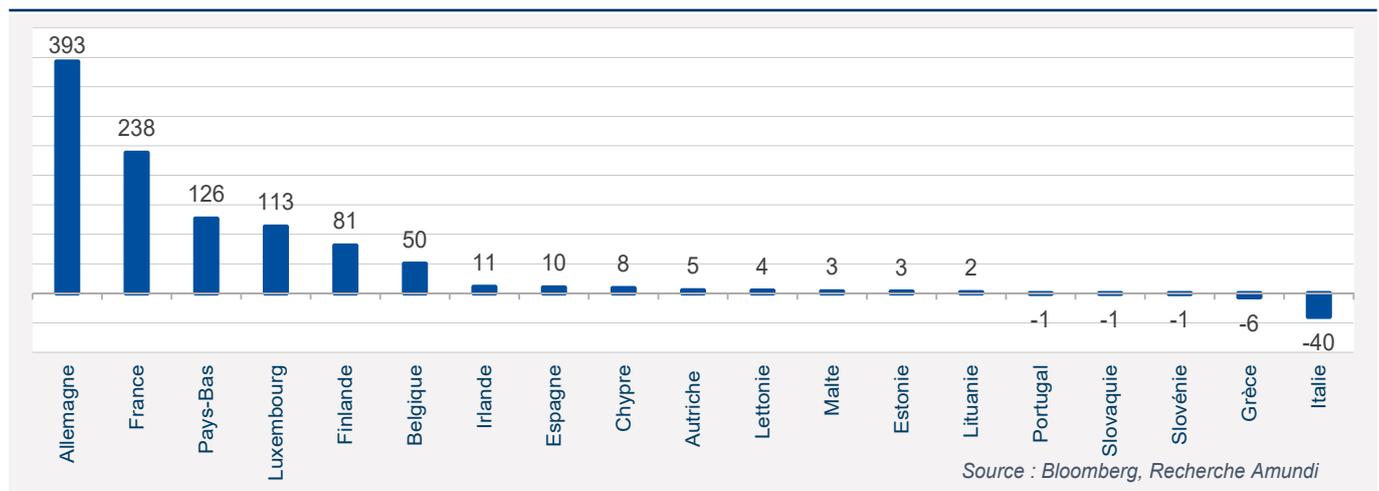
Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Soucieuse de préserver la rentabilité des banques, la BCE a mis en place un système à deux niveaux pour la rémunération des réserves de liquidités. Une partie des liquidités excédentaires détenues par les banques sera désormais exemptée du taux de dépôt négatif (six fois le minimum des réserves obligatoires). Au total, 1 000 milliards d'euros de réserves excédentaires de liquidités se verront taxés à -0,5 % et 800 milliards d'euros seront exonérés. Grâce à ces nouvelles mesures, le coût de détention des réserves excédentaires sera réduit de 30 %.

Il convient de noter que les TLTRO (opérations de refinancement à plus long terme ciblées) et le système de paliers sont très favorables pour les banques périphériques. L'exonération totale est plus élevée/très proche du montant actuel des réserves excédentaires pour l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce. Nous estimons que les banques italiennes sont ainsi en mesure de déposer gratuitement auprès de la BCE 40 milliards d'euros supplémentaires en réserves excédentaires.

- **Les pays du cœur de l'Europe opposés à la reprise immédiate du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.** Selon Jens Weidmann, directeur de la Banque centrale allemande « *un ensemble de mesures d'une telle portée n'était pas nécessaire* ». La Banque centrale des Pays-Bas a même publié un communiqué sur son site internet à l'issue de la réunion pour s'opposer publiquement à ce qui avait été annoncé. Benoit Coeuré était opposé à cette mesure. Par ailleurs, la démission de Sabine Lautenschläger du Conseil d'administration de la BCE souligne également le clivage grandissant au sein de la BCE.

4/ Le système de paliers (« timing ») pour les réserves excédentaires des banques devrait permettre d'exempter de 800 Mds € (réserves obligatoires x6)



À un niveau très fondamental, la question qui se pose désormais est de savoir pendant combien de temps une politique monétaire accommodante peut soutenir la croissance. La politique des banquiers centraux est la seule carte à avoir été jouée au cours des dix dernières années. Les politiques monétaires accommodantes ont fait un excellent travail en termes de stabilité financière, mais n'ont pas réussi à ramener l'inflation à 2 %. En outre, des années de politique monétaire accommodante ont entraîné une augmentation considérable de la dette sans pour autant empêcher un ralentissement de la croissance potentielle dans les économies développées. Nous pensons que la politique monétaire est proche de ses limites et que des mesures budgétaires sont désormais nécessaires afin de donner une nouvelle impulsion à la croissance.

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique
Équipe Recherche Macroéconomique

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

Finalisé le 30/09/2019

Risque # 1

30 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Les événements se sont accélérés durant la première semaine de septembre. Après avoir pris le contrôle de l'ordre du jour, le Parlement a adopté une motion chargeant le Premier ministre de demander à l'UE, le 19 octobre, une prolongation (jusqu'au 31 janvier 2020) du délai de mise en œuvre du Brexit, si un accord avec l'UE n'était pas conclu d'ici là ou en l'absence d'approbation par le Parlement d'un Brexit sans accord. Après avoir exclu 21 députés conservateurs qui avaient voté en faveur des motions susmentionnées (et perdant ainsi sa majorité parlementaire), Boris Johnson a proposé des élections anticipées pour le 15 octobre. Toutefois, sa démarche est restée infructueuse, les partis d'opposition ayant voté contre ou s'étant abstenus (une majorité des 2/3 est requise). De plus, la Cour suprême a statué que la décision de Boris Johnson de suspendre le Parlement jusqu'au 14 octobre était illégale, ce qui a permis aux députés de se réunir à nouveau. Même s'il n'est pas possible d'écarter complètement la possibilité que Boris Johnson trouve une faille constitutionnelle lui permettant d'imposer des élections avant le 31 octobre, une prolongation suivie d'élections anticipées ou (moins probable) un second référendum semble désormais être le scénario le plus probable. Les sondages actuels indiquent que les conservateurs pourraient obtenir une majorité absolue lors d'élections anticipées, mais la dynamique politique pourrait changer très rapidement en fonction de ce qui se passera d'ici le 31 octobre. Une alliance avec le Brexit Party serait peu appréciée par de nombreux électeurs conservateurs modérés. Toutefois, de leur côté, les partis d'opposition auront du mal à faire campagne sur un programme commun, si ce n'est sur la question d'un second référendum, qui elle-même divise les électeurs travaillistes. Par ailleurs, Jeremy Corbyn est un personnage autour duquel les électeurs modérés peinent à se rassembler. Le risque de sortie sans accord en 2020 reste bien présent.

Impact de marché | Le risque de no-deal le 31 octobre a diminué, mais l'incertitude demeure à l'horizon de 2020. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques doit être suffisante – avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués – pour attirer les investisseurs étrangers. Mais est-elle suffisante à l'heure actuelle? Rien n'est moins sûr! Si le résultat se révèle défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche, si un accord était trouvé ou si l'article 50 était abrogé, nous verrions le contraire. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 2

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | Après la publication des chiffres de la croissance du PIB au premier trimestre (+0,4 % en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro), qui ont apporté un soulagement, mais qui étaient dus, en partie, à des facteurs positifs temporaires (fortes importations de précaution au Royaume-Uni et climat doux qui a soutenu le secteur de la construction), la croissance s'est à nouveau ralentie au second trimestre (+0,2 %) et s'annonce également faible au troisième trimestre. En Allemagne, notamment, les risques de récession technique ne sont pas négligeables. Les enquêtes sur le secteur manufacturier continuent à faire état de faiblesses dont l'ampleur est telle qu'elles pourraient contaminer d'autres secteurs de l'économie ayant fait preuve de résilience jusqu'ici. De nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (auxquelles le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers les chaînes de valeur mondiales), des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision en ce sens pourrait être prise en novembre) ou encore le Brexit. Au niveau politique, l'incertitude persiste également, dans une certaine mesure (stabilité du nouveau gouvernement italien, risque de Brexit sans accord). Si le déploiement de mesures budgétaires (au niveau des pays, voire de l'UE) peut contribuer à stabiliser la demande intérieure de l'économie de la zone euro face aux incertitudes extérieures, l'appétit pour un effort coordonné semble néanmoins limité. Dans ce contexte, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques, fortement baissiers, restent prépondérants.

Par ailleurs, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé de soutien à la consommation des ménages, par conséquent, les services – qui sont plus sensibles à la demande intérieure qu'au commerce mondial – ont fait preuve de résistance.

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

Risque # 3

20 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine ralentit progressivement. De récentes données révisées montrent que le pic de croissance a déjà été atteint au deuxième trimestre 2018 et que l'économie américaine a ralenti depuis lors, convergeant progressivement vers la tendance. Les dernières données disponibles commencent à confirmer l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait également progressivement en train de ralentir avec un fléchissement des dépenses d'investissement et un passage à la vitesse inférieure sur le marché du travail. Nous anticipons donc une croissance modeste des investissements et une contraction des dépenses des consommateurs américains (le revenu total du travail marquant légèrement le pas tandis que les niveaux de confiance se dégradent). L'incertitude continue sur le plan commercial, la menace de hausses des surtaxes douanières et la persistance de problèmes géopolitiques constituent les principaux risques pour nos prévisions, qui sont orientées à la baisse. D'après les dernières mises à jour, les données macroéconomiques et financières que nous surveillons pointent vers une probabilité accrue de récession, sur un horizon de 12 mois. La probabilité actuellement faible d'une récession à court terme (moins de 5 %) augmente avec le temps pour atteindre plus de 20 %.

Impact de marché | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les signaux économiques s'alignent pour suggérer un fléchissement de la demande intérieure. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'essayer de faciliter un atterrissage macroéconomique en douceur en essayant de contrebalancer les forces qui pourraient freiner la croissance américaine. Nous anticipons donc une période de souplesse prolongée qui s'accompagnera peut-être d'un recours à l'expansion du bilan, afin de maintenir les taux dans la fourchette cible, grâce à un niveau plus élevé de liquidité dans le système. Les marchés s'attendent à deux baisses et demie au cours des 12 prochains mois.

Risque # 4

15 %
probabilité

États-Unis & Chine _ Reprise des négociations

Analyse | À notre connaissance, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) sont toujours sur la table et la confrontation sino-américaine est revenue au premier plan en début septembre avec, de part et d'autre, une augmentation des surtaxes douanières. Cependant, les pourparlers ont repris au niveau des délégations inférieures et devraient se poursuivre au début du mois d'octobre à un niveau supérieur. Les deux parties ont abordé ces pourparlers de manière plus constructive : la Chine a consenti quelques exceptions à son régime de droits de douane (incluant certains secteurs sensibles pour les États-Unis) et les États-Unis ont reporté l'augmentation des surtaxes actuelles de 25 % à 30 % au 15 octobre, ce qui témoigne d'une certaine bonne volonté dans un contexte de reprise des négociations et de « semaine d'or » chinoise (semaine de congés liée à la fête nationale chinoise). Il convient toutefois de garder à l'esprit que les États-Unis entrent dans une période préélectorale et que l'opposition à la Chine va bien au-delà des seuls républicains. En effet, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait s'aggraver dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. Le discours protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas près de disparaître. La probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

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

Risque # 5

15 %
probabilité**Crise géopolitique grave au Moyen-Orient**

Analyse | Bien qu'il y ait toujours des risques géopolitiques centrés sur le Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur ces derniers mois après que Donald Trump 1/ ait annulé les dérogations qui avaient permis à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2/ qu'il ait décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaque d'une importante installation pétrolière saoudienne) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. À ce stade, il n'est pas certain que le départ de John Bolton, le très belliqueux conseiller de Donald Trump à la sécurité nationale, conduira à un assouplissement de la position américaine. En effet, Donald Trump semblait lui-même déjà nettement plus pragmatique. Côté iranien, le risque d'un affrontement militaire avec les États-Unis est exacerbé par les divisions internes et la possibilité que le Corps des Gardiens de la révolution islamique puisse mener des opérations sans l'approbation totale des dirigeants du pays.

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

Risque # 6

10 %
probabilité**Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP**

Analyse | Le nouveau gouvernement est désormais confronté à sa première tâche difficile, à savoir la définition d'un budget 2020 complexe, visant à éviter une hausse de la TVA et à maintenir les finances publiques sous contrôle tout en évitant une consolidation budgétaire. Son objectif, en réalité, serait même d'inclure quelques mesures budgétaires expansionnistes (notamment un soutien financier et une protection accrue pour les travailleurs, des impôts sur le travail et le revenu moins élevés, moins d'administration et une nouvelle vague de plans d'investissement). De toute évidence, un tel objectif semble particulièrement difficile à atteindre. Malgré la forte réduction, à court terme, des risques liés à une crise de la dette ou à une confrontation politique de longue durée avec les autorités européennes, les questions structurelles, qui constituent une préoccupation à moyen terme (charge de la dette publique et espace budgétaire limité), restent sans réponse. Dans les faits, le gouvernement s'est engagé à respecter les règles de l'UE pour le budget 2020, en profitant éventuellement de la plus grande flexibilité qu'elle pourrait se voir accorder par la Commission européenne.

Impact de marché | Les marchés financiers italiens se sont réjouis de la disparition des incertitudes supplémentaires qui auraient été inévitables en cas d'élections anticipées. Par conséquent, les *spreads* entre le BTP et le Bund se sont fortement resserrés, renouant avec leurs niveaux de la mi-mai 2018. De plus, l'aplatissement de la courbe italienne a confirmé que le relâchement des incertitudes politiques soutient l'attractivité des obligations italiennes à plus long terme, qui forment l'une des dernières oasis dans l'actuel désert européen du rendement. Les marchés attendent probablement la publication du budget 2020 qui donnera peut-être lieu à une nouvelle compression des rendements. Si une petite prime de risque politique devait subsister compte tenu de la fragilité latente de la coalition, il existe toutefois encore de la marge pour une baisse des taux d'intérêt, notamment sur le segment à long terme de la courbe.

Risque # 7

10 %
probabilité**Crise politique majeure en Europe**

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

d'urgence) exigeant une volonté politique forte. En outre, d'autres changements compliquent la vie politique européenne : les forces « pro-institutions » autres que les partis politiques traditionnels progressent également (notamment les Verts et les libéraux économiques), tandis que les événements récents en France soulignent la possibilité de voir émerger des mouvements de protestation qui ne sont dirigés ni par des partis politiques ni par les syndicats. Sur une note plus positive, il convient de constater que les velléités de retrait de l'euro reculent et ne figurent plus à l'ordre du jour des grands partis de protestation en France et en Italie.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'un nouveau cycle de crises systémiques en Europe soit possible. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, mais sans quitter la zone euro. Cependant, nous ne pouvons exclure un certain degré de tension sur les marchés et la difficulté pour les investisseurs extérieurs à comprendre les institutions européennes signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique.

Risque # 8

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du monde émergent

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

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

Risque # 9

10 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Des données récentes révèlent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est manifeste et la dette des entreprises non financières s'est fortement accrue depuis la crise financière de 2008. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017 (bien qu'il soit légèrement reparti à la hausse ces derniers temps). Nous continuerons à surveiller de près les évolutions de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Si la menace d'atterrissage brutal s'intensifie, les autorités chinoises disposent de suffisamment de munitions pour compenser les chocs, avec notamment de nouvelles dépréciations, une expansion du crédit sur le marché immobilier, une politique budgétaire plus expansionniste et plus d'accommodation monétaire.

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

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Équipe Recherche Macroéconomique

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



SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 60 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se prolonge, à quelques exceptions près, cet automne. Les enquêtes et données industrielles continuent de montrer que le secteur manufacturier mondial est en récession. Toutefois, la demande intérieure résiste grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Commerce mondial encore sous pression :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois. Les discours et mesures protectionnistes se sont encore intensifiés dernièrement, les États-Unis imposant de nouvelles surtaxes douanières à partir du 1^{er} septembre auxquelles la Chine a immédiatement riposté. Le niveau d'incertitude lié à un éventuel accord commercial est encore plus élevé, bien que les pourparlers aient repris. À l'approche du nouveau cycle de négociations, les deux parties concernées ont fait preuve d'une attitude plus constructive, la Chine annonçant des exceptions d'une durée d'un an sur certains produits concernés par les surtaxes depuis 2018 (secteur sensible inclus) et Washington reportant la mise en œuvre de surtaxes prévues le 1^{er} octobre au 15 octobre. Un accord intérimaire semble plus probable. Le commerce devrait néanmoins rester sous pression pour le moment et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial. Cela étant, il ne faut pas sous-estimer la résilience de la demande intérieure. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure. De plus, le secteur des services est de moins en moins corrélé à l'industrie, ce qui peut être attribué à l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus important. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018, a commencé à ralentir au second semestre 2018 et poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au T2 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,3 % en g.a. au T2 2019, selon des données révisées récemment. Les investissements en immobilisations ont affiché une tendance fortement baissière à partir du second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté. La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à décourager les investissements, annulant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est en effet détériorée dernièrement en raison des craintes d'un ralentissement plus marqué de la demande intérieure. Pour l'heure, bien que les probabilités de récession aient augmenté, nous ne pensons pas qu'une récession en 2019 ou 2020 soit probable. Pourtant, certains signes que le marché du travail ralentit et qu'il est peut-être en train de se retourner commencent à émerger, avec notamment un rythme plus lent de croissance des effectifs et des intentions de nouvelle embauche, ce qui confirmerait l'idée que la demande intérieure va continuer à ralentir à l'approche de 2020. Toutefois, les risques restent orientés à la baisse et en cas de persistance des tensions commerciales et géopolitiques, les doutes sur l'extension du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (moins de soutien de la politique budgétaire, demande intérieure sous pression et contagion de l'industrie manufacturière au secteur des services). En outre, il est important de garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale

et un resserrement des conditions financières pourraient entraîner une contraction des bénéfiques. Dans un tel contexte, la Fed devrait continuer à se montrer accommodante tout en faisant preuve de pragmatisme et de prudence dans l'usage de ses « munitions de politique monétaire », néanmoins, les tendances récentes des différends commerciaux et les risques pour les conditions financières (principalement liés à la vigueur du dollar) rendent assez probable une baisse supplémentaire des taux avant fin 2019.

- **Zone euro :** l'économie de la zone euro a progressé de 1,2 % en g.a. (0,2 % par rapport au trimestre précédent), ce qui traduit un essoufflement sur fond de faiblesse persistante de la production manufacturière et d'incertitude élevée sur le plan commercial et politique, en raison notamment des risques permanents d'escalade tarifaire, de faiblesse des données du commerce mondial et de turbulences politiques (Italie, Royaume-Uni). La tendance baissière de l'économie de la zone euro est le résultat de différents scénarios de croissance, qui varient d'un pays à l'autre. L'Allemagne et l'Italie se sont encore affaiblies au deuxième trimestre et les indicateurs pointent vers une faiblesse qui persisterait encore au troisième trimestre. Aucune reprise d'envergure ne se profile à l'horizon pour l'instant et les risques de récession technique menacent toujours. D'autres économies, comme l'Espagne, la France et le Portugal, font globalement preuve de résilience, malgré une croissance modeste. Certaines économies plus petites maintiennent également de bons fondamentaux. Le taux de chômage reste sur une trajectoire descendante bien qu'il ait cessé de baisser dans quelques États membres (notamment en Allemagne et aux Pays-Bas) où il reste toutefois inférieur aux moyennes à long terme et proche des plus bas historiques. Les risques restent orientés à la baisse. Les incertitudes devraient persister dans les prochains mois, avec un risque d'escalade des conflits commerciaux toujours présent et un Brexit qui n'est toujours pas résolu et qui laisse encore planer la menace d'un « no-deal » déstabilisant. L'actualité semble suggérer que certains États membres disposant d'une marge de manœuvre budgétaire pourraient se montrer disposés à engager une politique d'expansion budgétaire (par exemple, l'Allemagne et les Pays-Bas), mais à ce stade, l'idée d'un effort budgétaire plus coordonné au niveau de l'UE semble encore loin de faire l'objet d'un consensus. Lors de sa réunion de septembre, la BCE a présenté un ensemble complet de mesures, grâce auquel elle a réussi à ne pas décevoir les attentes des marchés. En effet, si d'un côté, les 10 pb de baisse du taux de dépôt et les 20 milliards par mois d'assouplissement quantitatif étaient inférieurs aux attentes des marchés, l'amélioration des modalités de TLTRO III et le passage de la durée prévue pour l'assouplissement quantitatif d'une date fixe à un objectif de situation (c'est-à-dire en fonction des projections d'inflation) ont constitué des surprises accommodantes. Une baisse supplémentaire de 10 pb du taux de dépôt au cours des 12 prochains mois est possible, mais s'inscrirait dans un contexte de marge de manœuvre très limitée en termes de réductions supplémentaires et de nécessité de compenser les effets négatifs supplémentaires pour le système bancaire. Prochaine réunion le 24 octobre.
- **Royaume-Uni :** un nouveau report du délai de mise en œuvre du Brexit semble être devenu le scénario le plus probable. En effet, le Parlement a lié les mains du Premier ministre Boris Johnson en 1) adoptant une motion lui intimant de demander à l'UE un report de la date de mise en œuvre du Brexit avant le 19 octobre (si aucun accord n'est ratifié avant) 2) rejetant sa demande d'élections anticipées avant le 31 octobre. Des élections anticipées sont probables (sans pour autant être inévitables) après l'acceptation d'une éventuelle prolongation. Leur issue est très incertaine. Si les conservateurs remportent une majorité absolue, la probabilité d'un Brexit sans accord augmenterait. Toutefois : 1) il ne peut être exclu que l'UE choisisse de faire des concessions afin de permettre la conclusion d'un accord et 2) un « no-deal » pourrait s'accompagner de mesures d'atténuation (par exemple, une période transitoire limitée ou des accords sectoriels à négocier avec l'OMC). En revanche, si les conservateurs n'obtiennent pas de majorité, de nombreuses possibilités seraient envisageables, comme un nouveau référendum, une nouvelle négociation menant à un Brexit plus souple (de type « Norvège+ ») voire une abrogation unilatérale de l'article 50. Cependant, à moins que les travaillistes n'obtiennent une majorité absolue, il leur sera difficile de former une coalition gouvernementale de partis anti-Brexit, car ils s'opposent sur la plupart des autres questions. Enfin, le risque qu'un Parlement sans majorité ne fasse que prolonger l'incertitude ne peut être totalement exclu.
- **Chine :** les statistiques économiques du mois d'août (publiées en septembre) ont confirmé et en quelque sorte accentué la perception du ralentissement économique observé en juillet. À ce stade, nous confirmons nos prévisions d'une décélération de la croissance du PIB vers le bas de la fourchette, à 6 % en g.a. au second semestre 2019 et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur détermination à maintenir une croissance supérieure à 6 %.

Les dernières données n'ont toutefois pas toutes participé à noircir le tableau. Le secteur du logement, les ventes au détail hors automobile et les investissements en infrastructures ont bien résisté malgré leur faiblesse, enregistrant peut-être même une légère progression (grâce au soutien apporté par les émissions d'obligations spéciales). Nous nous attendons désormais à ce que les autorités intensifient leurs mesures de relance afin de faire face à la décélération évoquée plus haut. Ces mesures pourraient être mises en œuvre sous la forme d'un assouplissement de la politique monétaire (ratio des réserves obligatoires et taux bancaires de base), d'une préalimination des obligations spéciales des administrations locales, d'un soutien au secteur automobile (assouplissement ou suppression des restrictions d'achat) et de fonds budgétaires spéciaux. Davantage de concessions aux États-Unis sur le plan commercial devraient aider à réduire la pression à court terme provenant de l'extérieur.

- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées (malgré une récente accélération aux États-Unis). Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années a une composante structurelle, liée à des facteurs relevant de l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro), il est toutefois frappant de constater que l'accélération de la croissance du PIB en 2018 ne s'est pas accompagnée d'une accélération de l'inflation. En zone euro, dans un contexte de croissance en ralentissement, nous pensons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir de fixation des prix (marges sous pression). Au final, compte tenu de la faible inflation et de l'augmentation des risques baissiers, la plupart des banques centrales ont fait volte-face en matière de communication, depuis le début de l'année. Dans un scénario défavorable et récessif (qui n'est pas notre scénario central), la pression à la hausse sur les salaires ne durerait de toute façon pas longtemps.
- **Prix du pétrole:** bien qu'un raid contre les principales installations pétrolières saoudiennes le 14 septembre ait provoqué une très forte flambée des cours du pétrole, celle-ci a, pour l'essentiel, été de courte durée, les rapports indiquant que le pays pourrait rapidement rétablir la majeure partie de l'offre manquante. Au-delà de cette volatilité à court terme, les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine continuent d'exercer une pression baissière sur les cours (en effet, le pétrole a reculé en août du fait d'une révision à la baisse de la demande accompagnée d'un bond inattendu de la production de l'OPEP). En revanche, les efforts de coordination des pays de l'OPEP+ (accords de réduction de la production de juillet) permettront de continuer à maîtriser l'offre. Par conséquent, tout bien considéré, nous renouvelons nos objectifs de 60 à 70 \$/baril pour le Brent et de 55 à 65 \$/baril pour le WTI.
- **Banques centrales progressivement plus accommodantes en septembre avec davantage de souplesse à l'horizon:** comme attendu, la Réserve fédérale a abaissé de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux pour la situer à 1,75 % – 2,00 % lors de sa réunion de septembre. Ce geste est intervenu en réponse au ralentissement de la croissance mondiale, aux incertitudes persistantes entourant la politique commerciale et à la faiblesse des tensions inflationnistes. Nous anticipons davantage de souplesse à l'avenir, mais prévoyons moins de baisses de taux (50 pb) que le marché. Lors de sa très attendue réunion, la BCE a annoncé un ensemble de mesures d'assouplissement : baisse de 10 pb du taux de dépôt, programme d'assouplissement quantitatif à durée indéterminée, système de réserves par paliers et modalités de TLTRO améliorées. Comme pour la Fed, nous prévoyons encore une baisse du taux de dépôt de la BCE. En ce qui concerne les marchés émergents, nous avons assisté à des mesures similaires d'assouplissement progressif : la Banque centrale de Turquie a réduit son taux directeur de 325 pb, la Banque centrale du Brésil de 50 pb et les Banques centrales de Russie et d'Indonésie de 25 pb, pour n'en citer que quelques-unes.



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

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

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

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

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

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



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

Nous augmentons la probabilité du scénario de risque haussier (au détriment du scénario central, dont la probabilité a été ramenée à 60 %).

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

Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 29/09/2019

États-Unis

Ralentissement progressif de la croissance américaine sur fond de guerre commerciale et d'incertitudes géopolitiques

- Les moteurs de la demande intérieure continuent de ralentir, tandis que les dépenses d'investissement sont plus fortement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires font état d'un trou d'air tant pour la production manufacturière que les services.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés, mais dans l'ensemble annoncent une détérioration. Certains signaux laissent entrevoir un tassement des revenus du travail, un ralentissement de la croissance de la masse salariale, des prévisions d'embauche en baisse et un fléchissement de la croissance des salaires et traitements. Coté investissement la tendance des projets de dépenses pointe vers le bas. L'inflation est faible (1,7 % dans l'ensemble, 2,4 % pour l'inflation sous-jacente), mais reste proche de l'objectif de la Réserve fédérale.
- La Fed a annoncé une deuxième réduction de 25 pb lors de la réunion de septembre du FOMC et s'est déclarée prête à agir à nouveau si besoin. La Fed a fait preuve de pragmatisme et de prudence dans l'usage de ses « munitions de politique monétaire », néanmoins, les tendances récentes des différends commerciaux et les risques pour les conditions financières (principalement liés à la vigueur du dollar) rendent une baisse supplémentaire des taux avant fin 2019 assez probable.

Facteurs de risque

- Les risques de surtaxes douanières pourraient peser sur les performances économiques, de manière directe (prix et commandes) comme indirecte (confiance). Plus la liste des produits visés par les surtaxes est longue, plus l'impact sur la demande intérieure des États-Unis est important
- Le regain d'incertitude politique pourrait freiner les nouveaux projets d'investissement de façon plus importante que prévu
- 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

L'affaiblissement de l'activité industrielle pèse sur la conjoncture.

- Les indicateurs du climat des affaires se sont, en majorité, de nouveau dégradés en septembre. La situation est particulièrement mauvaise dans l'industrie (en particulier en Allemagne), à la fois en raison de difficultés spécifiques (secteur automobile) et de causes externes (guerre commerciale et risque de Brexit sans accord).
- Si, pour l'heure, la contagion des difficultés industrielles au secteur des services et au marché de l'emploi reste limitée, il s'agit d'un risque en augmentation.

Facteurs de risque

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

Royaume-Uni

Remontée du risque de Brexit sans accord

- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont légèrement améliorés au début du T3. Le marché du travail, toujours bien orienté, permet une hausse conséquente des salaires. Cependant, l'incertitude politique continue de peser sur l'investissement.
- L'incertitude concernant le dénouement du Brexit est très élevée. En effet, le Premier ministre B. Johnson affiche sa détermination à ce que le Brexit ait lieu le 31 octobre, même sans accord. Cependant, le Parlement a voté une loi pour le contraindre de requérir, auprès de l'UE, une extension du délai du Brexit le 19 octobre, si aucun accord de sortie n'a pu être ratifié à cette date.

Facteurs de risque

- « No Deal Brexit »

Finalisé le 29/09/2019

Japon

Les menaces externes affectent peu à peu le secteur privé

- Les chiffres d'affaires des entreprises sont devenus anémiques et les bénéficiaires ont fortement chuté, bien que les exportations montrent des signes de stabilisation. Les commandes privées de machines manquent de vigueur, reflétant l'hésitation des entreprises à augmenter leurs capacités ou à renouveler leurs installations et équipements dans un contexte d'incertitudes croissantes sur le commerce mondial.
- Jusqu'à présent, la résilience du secteur des services a permis de maintenir le niveau des dépenses d'investissement, l'enquête du ministère des Finances faisant état d'une augmentation considérable de 8,3 % des projets d'investissement cette année. Toutefois, le moral des entreprises non manufacturières est tombé à son niveau le plus bas en trois ans, ce qui reste toutefois mieux que celui des producteurs manufacturiers qui a atteint son plus bas en six ans et demi. Les emplois vacants ont reculé pour le troisième mois d'affilée reflétant une croissance économique intérieure en ralentissement.
- Dans ces circonstances, la consommation pourrait s'avérer être une source additionnelle de difficultés pour l'économie. Les dépenses réelles des ménages ont reculé en raison de revenus plus faibles et de la crainte d'une hausse des taxes à la consommation.

Chine

- À l'approche du nouveau cycle de négociations, la Chine a annoncé des exonérations pour certains produits soumis à des surtaxes douanières en 2018. Ces exonérations seront valables un an et concerneront certains secteurs sensibles pour les États-Unis (notamment l'agriculture). De plus, la Chine a annoncé et implémenté l'achat de davantage de produits agricoles en provenance des États-Unis.
- Les données macroéconomiques chinoises continuent de faire état d'un ralentissement assez généralisé, touchant notamment le secteur manufacturier, les biens de consommation et les investissements en immobilisations.
- Le policy mix continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. Le taux bancaire de base a de nouveau diminué de 5 pb le 20 août.
- Dans une allocution récente, le gouverneur de la Banque populaire de Chine (PBOC), Yi Gang, a déclaré que, contrairement aux autres banques centrales, la PBOC ne sabrerait pas ses taux directeurs et n'aurait pas recours à de l'assouplissement quantitatif, celle-ci souhaitant poursuivre une politique monétaire conventionnelle.

Asie (ex JP & CH)

- La conjoncture économique dans la région continue sa dégradation, sous l'effet d'une nouvelle baisse de la demande extérieure et de la faiblesse de la demande intérieure. Les perspectives en matière d'exportations sont sombres, en raison d'une nouvelle escalade des tensions commerciales. Le nouveau cycle de négociations entre la Chine et les États-Unis pourrait s'accompagner d'un soulagement si un accord intérimaire était conclu.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles. L'inflation s'est légèrement accélérée en août, mais est passée de 0,6 % à 0 % en g.a. en Corée du Sud et de 2,4 % à 1,7 % en g.a. aux Philippines.
- En septembre, la Banque centrale d'Indonésie a renoué avec une politique d'assouplissement en baissant ses taux de 25 pb, tandis que la Banque de Thaïlande est restée en attente. Nous nous attendons à plus d'assouplissement dans la région.

Facteurs de risque

- Comme attendu, l'ensemble des mesures économiques ne permet pas d'atténuer suffisamment le poids de la hausse des taxes à la consommation
- Les entreprises accélèrent les suspensions, voire l'annulation, de leurs investissements à mesure que l'économie mondiale s'affaiblit

Facteurs de risque

- Probable accord intérimaire entre la Chine et les États-Unis après les pourparlers d'octobre
- L'économie chinoise ralentit plus que prévu
- Policy mix encore légèrement favorable

Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Accord commercial primordial
- Inflation encore très faible. Légère accélération en août
- Banques centrales de la région accommodantes

Finalisé le 29/09/2019

- En septembre, le gouvernement indien a surpris les marchés en réduisant le taux d'imposition des sociétés de 35 % à 25 % pour les entreprises déjà en activité et à 17 % pour celles créées après le 1^{er} novembre 2019 dans le but de relancer les investissements nationaux et d'attirer les investissements étrangers.
- Plusieurs pays tentent de stimuler leur économie en recourant à l'effet de levier budgétaire, les Philippines, la Thaïlande et l'Inde ayant notamment annoncé récemment diverses mesures de relance. En revanche, comme annoncé dans son projet budgétaire pour 2020, l'Indonésie poursuit son processus vertueux d'assainissement budgétaire.

- Réduction importante par l'Inde du taux d'imposition des sociétés pour les entreprises existantes et nouvelles
- L'expansion budgétaire a commencé à s'intégrer à la politique monétaire dans le *policy mix* pour soutenir le cycle économique

Amérique Latine

- Les perspectives de croissance se sont considérablement détériorées dans l'ensemble des pays de la région. Toutefois, la dynamique macroéconomique s'est très légèrement améliorée au Chili et au Brésil. Le Mexique est en récession tandis que les perspectives de croissance du Brésil semblent mieux résister.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine a convergé vers la valeur centrale de sa cible, s'établissant dernièrement à 3,2 % en g.a., contre 3,8 % précédemment. Restée stable à environ 54 % en g.a. en août, l'inflation en Argentine reste supérieure à 50 % et n'est pas près de converger.
- La Banque centrale du Brésil a de nouveau réduit son taux directeur de 50 pb tout en laissant la porte ouverte à davantage d'assouplissement.
- Les délibérations sur la réforme des retraites ont été reportées à la mi-octobre, tandis que le ministre de l'Économie s'efforce de dégager un consensus sur la réforme fiscale à commencer par l'introduction d'un nouveau système de TVA au niveau fédéral. Le versement de la prochaine tranche d'assistance financière du FMI pour l'Argentine de 5,4 milliards de dollars est reporté jusqu'à ce que les intentions du nouveau gouvernement soient plus claires.

Facteurs de risque

- Les conditions économiques ont encore faibli ; le Mexique est en récession
- L'inflation reste modérée dans l'ensemble. En Argentine l'inflation est restée au-dessus de 50 % en août
- La BCB a de nouveau baissé son taux directeur (Selic) de 50 pb
- Report du versement de la tranche de 5,4 milliards de dollars d'aide financière du FMI à l'Argentine

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: la croissance du PIB réel de 2,2 % en 2018 devrait ralentir à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer à moyen terme en raison d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024.

- 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.
- Conformément aux attentes, la BC russe a réduit son taux directeur de 25 pb en août. Nous anticipons une nouvelle réduction de 25 pb dans les mois à venir étant donné le recul de l'inflation.

Afrique du Sud: sortie de récession sans miracle

- Le PIB du T2 a surpris par sa résilience, due essentiellement à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous confirmons notre prévision de PIB à 0,8 % en g.a. pour 2019 assorti d'un risque baissier.
- La détérioration de la dynamique budgétaire, l'inflation rampante et la faiblesse du rand devraient pousser la BC à maintenir le statu quo.

Turquie: inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Le rapport sur la croissance du T2 2019 n'a montré qu'une amélioration marginale dans la récession que traverse la Turquie. Nous confirmons nos prévisions de PIB à -1,8 % en 2019 et de +1,5 % en 2020.
- La BC turque a considérablement réduit ses taux en septembre, les baissant de 325 pb à 16,5 %. Nous attendons davantage d'accommodation sous peu, vu la très faible conjoncture économique.

Facteurs de risque

- Chute du prix du pétrole, renforcement des sanctions américaines et tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales à l'approche des élections et risque de dérapage budgétaire
- Relâchement trop rapide de la BC, politique budgétaire assouplie, ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (27 septembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,3	1,7	2,4	1,8	2,3
Japon	0,8	1,0	0,5	1,0	0,8	1,0
Zone euro	1,9	1,0	1,0	1,8	1,3	1,5
Allemagne	1,5	0,6	0,7	1,7	1,5	1,7
France	1,7	1,3	1,2	2,1	1,3	1,4
Italie	0,7	0,1	0,4	1,1	0,6	1,0
Espagne	2,4	2,2	1,9	1,7	0,8	1,1
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,1	2,5	1,9	2,0
Brésil	1,1	0,9	1,6	3,7	4,0	4,4
Russie	2,2	1,2	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,4	5,7	6,5	4,0	3,3	4,2
Indonésie	5,2	5,1	5,2	3,2	3,5	3,8
Chine	6,6	6,2	5,8	2,1	2,4	2,5
Turquie	2,9	-1,8	1,5	16,2	15,6	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,4	2,0	1,6	1,8
Pays émergents	4,9	4,2	4,4	4,0	4,0	3,9
Monde	3,8	3,2	3,2	3,2	3,0	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
États-Unis	2,00	1,50	1,75	1,50	1,75
Zone euro	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Japon	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,70	0,50	0,75

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,65	1,20/1,40	1,56	1,30/1,50	1,51
Allemagne	-0,756	-0,90/-0,70	-0,81	-0,90/-0,70	-0,85
Japon	-0,313	-0,30/-0,20	-0,35	-0,30/-0,20	-0,38
Royaume-Uni	0,405	0,20/0,40	0,30	0,20/0,40	0,27

Taux 10 ans					
	27/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,69	1,40/1,60	1,74	1,60/1,80	1,78
Allemagne	-0,59	-0,50/-0,70	-0,55	-0,50/-0,70	-0,51
Japon	-0,24	-0,20/0,00	-0,18	-0,20/0,00	0,14
Royaume-Uni	0,48	0,50/0,70	0,54	0,50/0,70	0,58

Prévisions de change					
	26/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
EUR/USD	1,09	1,10	1,12	1,13	1,14
USD/JPY	108	105	105	104	105
EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,89	0,89
EUR/CHF	1,09	1,08	1,10	1,12	1,11
EUR/NOK	9,92	9,70	9,80	9,42	9,68
EUR/SEK	10,67	10,60	10,65	10,36	10,59
USD/CAD	1,33	1,31	1,32	1,28	1,30
AUD/USD	0,67	0,69	0,68	0,72	0,70
NZD/USD	0,63	0,64	0,64	0,67	0,66
USD/CNY	7,13	7,25	7,20	7,15	7,20

Publications récentes

WORKING PAPERS



Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates

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

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

Marie BRIÈRE – Amundi Research, 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

Pricing Individual Stock Options using both Stock and Market Index Information

Jeroen V.K. ROMBOUTS – ESSEC Business School, Lars STENTOFT – University of Western Ontario, Francesco VIOLANTE – CREST-ENSAE-ParisTech

Environmental Social and Governance Proposals and Shareholder Activism

Jiaying WEI – ESSEC Business School

Economic Modeling of Climate Risks

Théo LE GUENEDAL – Quantitative Research – Amundi

DISCUSSION PAPERS



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

Who Will Lead the World Economy?

US vs. EU vs. China, USD vs. EUR vs. RMB

Philippe ITHURBIDE – Global Head of Research – Amundi

THEMATIC PAPERS



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

Perspectives économiques 2020

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 bénéfices) 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 d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - littlelie - Nuthawut Somsuk

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