

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**LE REGAIN DE CONFIANCE FAVORISE UNE
ROTATION VERS LES ACTIONS *VALUE***

LE THÈME DU MOIS

**LES FONDAMENTAUX DES ENTREPRISES
AU CŒUR DES ENJEUX**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Le regain de confiance favorise une rotation vers les actions *value*

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les marchés actions et les rendements obligataires ont rebondi ces dernières semaines, les investisseurs réagissant à la perspective de signature d'un « accord de phase I » entre les États-Unis et la Chine et à l'atténuation des craintes de récession mondiale. Le stock total de dette à taux négatif a continué de se réduire, passant de 17 000 milliards de dollars américains durant l'été à 12 000 milliards aujourd'hui. Si les actions se sont jusqu'ici vues éclipsées par la morosité excessive de l'économie mondiale et des bénéfices, les marchés ont rebondi après la publication par les entreprises américaines et européennes de résultats conformes, voire supérieurs, aux attentes et des statistiques économiques qui ne font état d'aucune détérioration sensible. Le nouveau credo serait donc désormais que « **pas trop mauvais, c'est bien** ».

Sur le plan économique, le tableau est mitigé, **mais une stabilisation est en vue**. Si dans les marchés développés les perspectives du secteur manufacturier restent faibles, l'économie mondiale peut compter sur le soutien d'une croissance résiliente dans les marchés émergents. Le secteur des services s'est montré robuste presque partout et aucune préoccupation majeure n'est perceptible sur le front de la consommation, principal moteur de la croissance américaine. Dans nos éditions précédentes, nous avons souligné que, selon nous, les craintes de récession mondiale étaient exagérées et nous maintenons ce point de vue. D'un point de vue géopolitique, la situation est délicate dans de nombreuses régions, comme en Amérique latine et à Hong Kong, mais **il y a de bonnes nouvelles en Europe**, où le risque de Brexit sans accord a diminué. **Le sentiment des investisseurs redevient enfin plus positif vis-à-vis de l'Europe après quelques années très difficiles.**

Ci-dessous les thèmes d'ensemble à considérer par les investisseurs à l'approche de 2020 :

- **Les investisseurs obligataires devront composer avec des forces antagonistes en matière de direction des taux d'intérêt.** Les banques centrales sont en train de renouer avec l'assouplissement quantitatif, ce qui pourrait limiter le potentiel haussier des rendements obligataires. En revanche, certaines rumeurs en matière de politique fiscale circulent déjà sur le marché et devraient encore se renforcer l'an prochain. Celles-ci pourraient exercer une pression haussière sur les taux qui pourraient commencer à intégrer une « option budgétaire » dans les prix. Compte tenu de ces forces antagonistes, une stabilisation des taux est envisageable, avec d'éventuels décalages de courte durée. Par conséquent, une **gestion active et flexible de la durée** est importante. Pour ce qui est du crédit, un contexte d'assouplissement pourrait engendrer la formation de bulles et pousser les investisseurs vers des actifs illiquides ou de faible qualité dans leur quête de rendement. Il convient donc de rester vigilant vis-à-vis des entreprises très endettées et des segments spéculatifs du marché. Pour ce faire, la solidité des bilans, la sélection *bottom-up* et le risque de liquidité revêtiront une importance primordiale.
- **Une stabilisation des taux d'intérêt pourrait également avoir une incidence sur les cours des actions** à mesure que le soutien découlant de la baisse des rendements s'estompe. Si les bénéfices des entreprises restent statiques, il ne devrait pas y avoir de hausse sensible du cours des actions. En revanche, une **rotation des thèmes sur les marchés actions pourrait offrir des opportunités séduisantes**. En effet, les actions de croissance ou *growth* ont surperformé les actions sous-évaluées ou *value* et l'écart de performance entre les deux styles a atteint des niveaux excessifs. Ainsi, une stabilisation des taux pourrait entraîner une rotation vers les actions *value* et certains secteurs malmenés tels que les banques de l'UE ou l'automobile pourraient également en bénéficier. De façon plus générale, **l'Europe, en tant que marché à prédominance value, profiterait d'une telle rotation.**
- **Enfin, les marchés émergents constitueront une autre source d'opportunités pour les investisseurs.** Les politiques monétaires accommodantes résultant de l'expansion du bilan de la Fed et du gonflement du déficit budgétaire américain annoncent un dollar plus faible, qui serait une aubaine pour la dette et les

devises émergentes en 2020. Une stabilisation des bénéfices des entreprises dans un contexte de rebond de la croissance économique profiterait également à certaines actions émergentes.

L'année touchant à sa fin, la situation paraît meilleure qu'elle ne l'était durant l'été, avec un marché haussier qui se maintient pour les actifs à risque. La probabilité d'une récession tirée par la consommation nous semble toujours faible, pour autant il est important de veiller à préserver les performances générées cette année. Or, les marchés ayant déjà intégré l'essentiel des bonnes nouvelles, le sentiment haussier aura besoin d'éléments nouveaux pour continuer à se renforcer. Il convient, à court terme, de jouer ce regain d'optimisme, **notamment en Europe et dans les pays émergents**, mais aussi de se préparer à une phase plus délicate au cours de laquelle les marchés testeront la solidité de la conjoncture économique mondiale. **Les principaux risques, selon nous, proviendront non pas de la conjoncture économique, mais plutôt d'une détérioration des fondamentaux dans certaines poches du marché du crédit qui pourrait déclencher une correction des marchés.** Il faudra toutefois garder à l'esprit qu'au cours de ce cycle, en raison de leur risque de liquidité plus important, les *spreads* de crédit seront plus sensibles à toute sous-performance par rapport aux objectifs de croissance économique.

Sentiment de risque global

Risk off



Risk on



Prudence toujours, mais une légère amélioration des actifs risqués est attendue.

Changements par rapport au mois dernier

- Se montrer plus constructif sur les actions (passer à neutre sur les actions avec une perspective diversifiée).
- Privilégier une rotation sectorielle vers les actions value à l'échelle mondiale.

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

MACRO

Et si le risque politique traversait l'Atlantique ?

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Directrice de la Recherche

Alors que débutait l'année 2019, tous les regards étaient braqués sur l'Europe, non seulement en raison du risque de *Hard Brexit*, mais aussi en raison de la crise ouverte entre le gouvernement italien et la Commission européenne. Cette situation a radicalement changé depuis l'été.

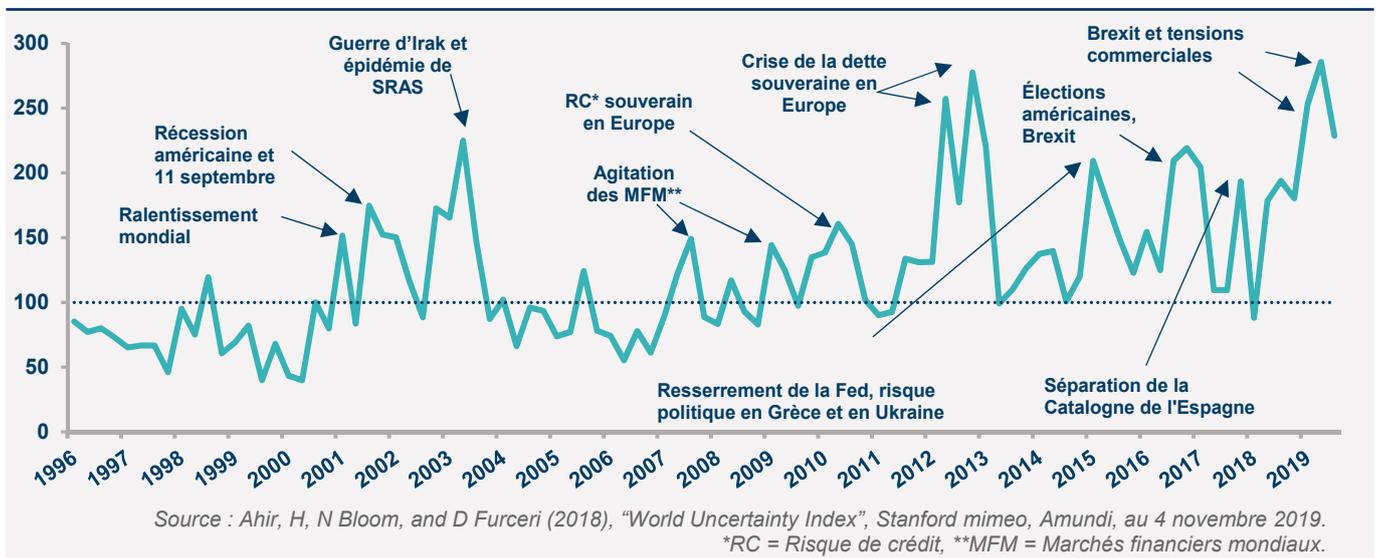
Côté britannique, quel que soit le résultat des élections du 12 décembre, il semble clair qu'un *Hard Brexit* n'est plus à l'ordre du jour. Si les conservateurs l'emportent, ils voteront pour le plan négocié par Boris Johnson, tandis que si les travaillistes arrivent en tête, Jeremy Corbyn tentera probablement de contester le Brexit en proposant un nouveau référendum. À terme, l'économie britannique se dirige vers une transition prolongée. En effet, une fois le plan accepté, les négociations avec l'UE pourront débuter et celles-ci seront probablement longues et difficiles. Toutefois dans ce scénario, le risque systémique de sauter dans l'inconnu se verrait écarté.

En Italie, le changement de coalition survenu au cours de l'été a radicalement changé la donne en matière de politique économique, avec une orientation désormais plus pro-européenne. Cela ne modifie pas la fragilité à moyen terme de l'Italie d'un point de vue macrofinancier (dette publique élevée, croissance potentielle très faible), mais la nouvelle coalition gouvernementale a été très bien accueillie par les investisseurs. La chute des taux d'intérêt apporte une bouffée d'air frais au pays et au système financier au sens large.

L'UE va désormais pouvoir se recentrer sur un agenda politique plus normal. Les institutions clés étant désormais dirigées par une nouvelle équipe (Ursula von der Leyen à la tête de la Commission européenne et Christine Lagarde à la tête de la BCE), le thème de l'architecture financière de la zone euro (union des marchés financiers, union bancaire) pourra sans doute revenir au premier plan. Du point de vue des investisseurs, ce sont là d'excellentes nouvelles, au regard notamment des craintes du début de l'année. De plus, d'un point de vue économique, **la zone euro dans son ensemble semble plutôt bien résister au choc du commerce mondial.**

“Le risque politique devrait se déplacer d'Europe vers les États-Unis à la veille des présidentielles de 2020, provoquant une plus grande volatilité sur les marchés.”

Indice d'incertitude mondiale



Côté américain, en revanche, **2020 annonce le début d'une période d'incertitude**. La campagne électorale a d'ores et déjà débuté dans un climat très tendu en raison de la procédure de destitution initiée par les démocrates. Si celle-ci a très peu de chances d'aboutir (le Sénat à majorité républicaine la rejettera), elle fait grand bruit et pourrait encore réserver quelques surprises. De leur côté, les candidats démocrates se préparent très activement aux primaires, qui s'annoncent tout sauf classiques, avec des candidats « centristes » (Biden, Buttigieg et Bloomberg) qui s'opposent aux candidats « radicaux/sociaux-démocrates » (Warren, Sanders). **C'est la première fois que des propositions politiques aussi radicales sont portées par des candidats démocrates avec de réelles chances de l'emporter**. Il est frappant de constater qu'à l'heure actuelle, les candidats radicaux ont récolté des fonds nettement plus importants que les candidats centristes. De plus, la sénatrice Elizabeth Warren, qui dispose d'une base populaire solide dans plusieurs États clés, continue à progresser dans les sondages.

Le « super Tuesday » du 3 mars 2020 sera une date clé lors de ces primaires. La bataille s'annonce serrée dans le camp démocrate et soulève des questions fondamentales (démantèlement des géants de la technologie, politique énergétique, réglementation, politique étrangère). En définitive, les investisseurs qui semblent aujourd'hui convaincus que Trump remportera facilement les élections devront peut-être revoir leur position, ce qui pourrait s'avérer être une source de volatilité sur les marchés.

GESTION DIVERSIFIÉE

Portefeuille équilibré en l'absence de directionnalité

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Malgré une légère amélioration, la conjoncture économique mondiale reste morose. Nous nous attendons à ce que les marchés développés ralentissent en 2020, tandis que les pays émergents feront preuve de résistance, creusant l'écart de croissance avec les économies avancées en seconde partie d'année. Les perspectives d'inflation sont favorables, les risques haussiers temporaires étant contenus et principalement liés à l'impact des droits de douane et à quelques pénuries d'emplois aux États-Unis. L'impact à plus long terme des politiques monétaires « non conventionnelles » étant encore pour l'essentiel inconnu, toute nouvelle mesure d'assouplissement monétaire isolée pourrait s'avérer contre-productive. Bien qu'il existe une certaine marge de manœuvre sur le plan budgétaire compte tenu du faible niveau actuel des taux, les attentes des investisseurs quant à une combinaison favorable de politiques budgétaires et monétaires sont exagérées à court terme, à moins d'un déclencheur majeur tel qu'une récession ou une crise financière.

Des idées à conviction forte

En raison des considérations qui précèdent, nous estimons qu'un **positionnement directionnel sur les actions est trop risqué**. Nous préférons rester neutres en attendant plus de clarté sur le front du commerce et que la stabilisation économique se confirme. Nous restons positifs sur la duration américaine, tout en restant attentifs aux risques haussiers sur les taux à mesure que les craintes de récession s'estompent. Les quatre thèmes qui suivent devraient déterminer la gestion multi-actifs dans le futur immédiat :

- 1. La prudence et la flexibilité sont essentielles sur les actions** et nous anticipons une croissance à un chiffre des bénéfices l'an prochain. Notre prudence à l'égard des marchés repose sur le constat que les coûts unitaires de main-d'œuvre sont orientés à la hausse et que la croissance des dépenses en immobilisations est anémique, ce qui devrait limiter tout potentiel haussier du marché. Pour autant, une prolongation du mouvement haussier et une rotation des thèmes ne peuvent être exclues en raison de l'amélioration du sentiment géopolitique, de sorte que nous sommes récemment devenus moins négatifs vis-à-vis de l'Europe et des États-Unis.
- 2. Deuxièmement**, l'optimisme suscité par les évolutions positives du conflit commercial et du Brexit semble déjà intégré dans les cours et **la récente correction des obligations core pourrait bien n'être que temporaire**. Nous maintenons un regard constructif sur les bons du Trésor américain à 5 ans par rapport au *Bund* de même échéance ainsi que sur le taux américain à 10 ans.

3. Troisièmement, les mesures d'assouplissement monétaire prises par les banques centrales soutiennent les perspectives relatives aux produits de spread. Nous affectionnons à la fois l'IG et le HY en euros, mais préférons les marchés européens au marché américain, ceux-là étant mieux soutenus par les facteurs techniques (flux et BCE). La **quête de rendement** se poursuit, notamment en Italie où le BTP à 30 ans est l'un des rares instruments à offrir des rendements positifs attractifs. Toutefois, la récente augmentation du risque politique et notamment de pressions intérieures sur le gouvernement, mérite d'être surveillée.

4. Les actifs émergents offrent de la diversification dans les portefeuilles multi-actifs. Les rendements de la dette émergente sont relativement intéressants, dans la mesure où ils offrent un bon potentiel de portage et que les banques centrales émergentes apportent leur soutien par leurs politiques accommodantes. Il est recommandé de rester positif sur la dette émergente en devises fortes, mais de maintenir des couvertures adéquates contre les risques de duration et de change. En ce qui concerne les **actions émergentes**, notre opinion est neutre et nous restons sélectifs. Cela dit, nous apprécions la Corée, les actions classe A chinoises ainsi que d'autres thèmes axés sur la consommation intérieure. Nous sommes aujourd'hui un peu moins constructifs sur les devises émergentes mondiales compte tenu de leur récent rebond. Certaines évolutions positives concernant les différends commerciaux ont alimenté un certain appétit pour le risque à court terme pour les devises émergentes, mais notre vision à moyen terme sur la guerre commerciale en cours n'a pas varié.

“La conjoncture économique est faible, mais pourrait rebondir l'an prochain. Nous sommes, par conséquent, moins négatifs sur les actions américaines et européennes à court terme.”

Risques et couverture

Les **négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine** (et l'escalade de la crise à Hong Kong), les risques géopolitiques qui entourent le **Brexit** (et les élections britanniques du 12 décembre) ainsi que **la question iranienne** pourraient encore provoquer certains accès de volatilité sur le marché. Nous recommandons donc le maintien de couvertures avec les devises JPY/USD ou l'or pour protéger les portefeuilles en cas de retournement conjoncturel brusque.

		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.

USD = dollar américain, JPY = yen japonais, Obligations ME (DF) = obligations émergentes en devises fortes, BTP = obligations du gouvernement italien. GEM FX = devises des marchés émergents mondiaux, IG = investment grade, HY = high yield, ECB = Banque centrale européenne.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le crédit reste le principal moteur de performance

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

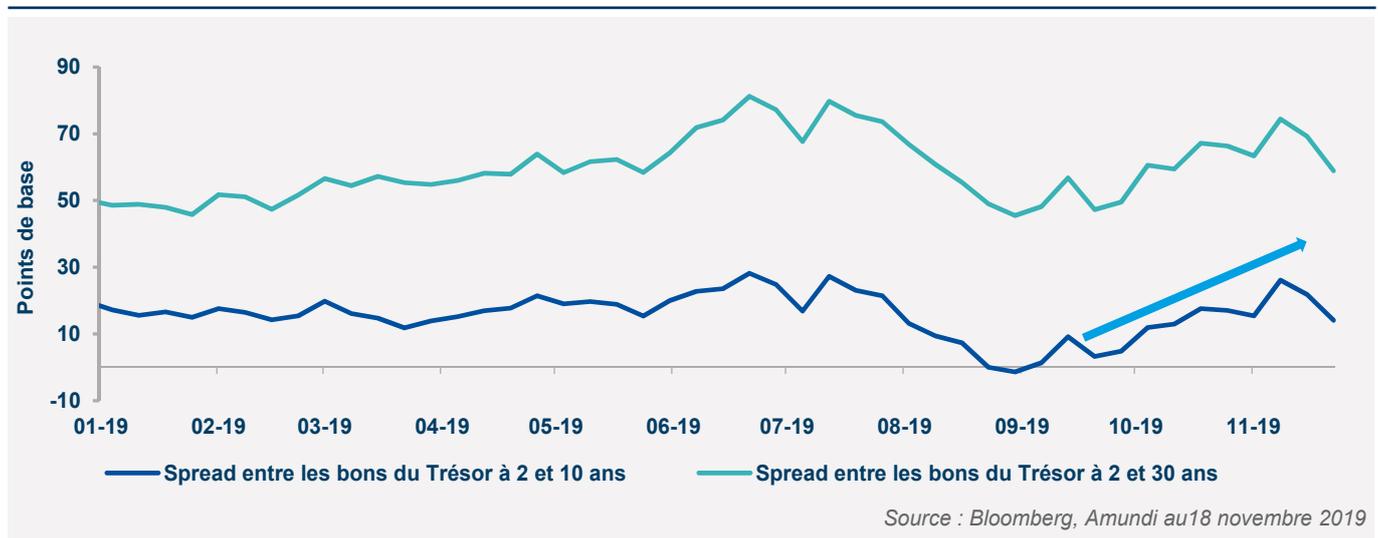
Nous assistons à une stabilisation de la croissance mondiale qui est portée par l'actualité positive autour de la consommation et des questions géopolitiques telles que la guerre commerciale et le Brexit. **Cependant, ces difficultés ne sont pas encore totalement résolues** et pourraient entraîner un retour de la volatilité sur le marché à mesure que l'activité s'estompe avec la fin de l'année. Les facteurs techniques favorables et les politiques d'assouplissement monétaire (dont la dynamique pourrait néanmoins s'essouffler) offrent un environnement favorable pour les stratégies de portage. Si l'heure n'est pas encore à la **prudence sur le crédit**, il est toutefois recommandé de continuer à mettre l'accent sur la liquidité et la sélection et de rester attentif à tout signe de ralentissement accru de l'activité économique.

“Les chiffres solides de l'emploi et des dépenses de consommation ont entraîné une pentification de la courbe des rendements américaine, ce qui conforte notre opinion que les anticipations des marchés sous-estiment l'inflation.”

Obligations des marchés développés

En matière d'obligations internationales, notre opinion reste **globalement neutre sur la durée**, mais nous continuons à **préférer les États-Unis à l'Europe** (plus négatif sur l'Allemagne) et au Japon, et sommes moins positifs sur la durée au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre (BoE) va attendre les élections et le Brexit avant d'agir sur les taux. Par conséquent, nous n'anticipons aucune pentification de la courbe au Royaume-Uni. Nous continuons, en revanche, à tabler sur un aplatissement dans l'UE. Avec la reprise du programme d'assouplissement quantitatif, nous voyons toujours les principaux pays périphériques européens d'un bon œil, mais nous avons ajusté notre point de vue en Italie (plus constructif) et au Portugal (moins positif), tout en favorisant les obligations à long terme en Espagne. La quête de rendement se poursuit sur le segment IG aux États-Unis et en Europe (ce dernier bénéficiant d'un impact positif du QE), mais nous sommes légèrement plus positifs sur les États-Unis qu'auparavant. Le

Pentification de la courbe



HY européen est également attractif, contrairement au HY américain, mais nous restons attentifs aux risques idiosyncrasiques. **Aux États-Unis**, la courbe de rendement s'est finalement pentifiée après la publication de données solides sur l'emploi et les dépenses de consommation du pays. La Fed pourrait tester les marchés pour déterminer la vigueur de l'économie et voir jusqu'où le chômage peut descendre avant de raviver les attentes d'inflation. De nouvelles baisses de taux sont peu probables, car le FOMC estime que celles effectuées cette année sont suffisantes. Cela dit, au vu de la propension du FOMC à laisser l'inflation dépasser sa cible, une hausse des taux semble tout aussi improbable.

Dans le crédit américain, nous préférons jouer la rotation sectorielle et la sélection des titres dans un large éventail de secteurs. Concrètement, nous aimons les secteurs axés sur les consommateurs comme les titres structurés et notamment les RMBS qu'ils soient émis par des agences gouvernementales ou des émetteurs privés. De tels actifs sont moins exposés au risque de dégradation de l'économie et sont stimulés par la vigueur du secteur de la consommation aux États-Unis et la faiblesse des taux hypothécaires. Du côté des obligations d'entreprises, même si les valorisations sont un peu chères, les perspectives de défaut sont favorables et les fondamentaux sont relativement stables. Dans ce domaine, nous recommandons de surveiller le niveau d'endettement des entreprises IG.

Obligations des marchés émergents

Nous conservons une opinion constructive sur la dette en devises fortes, les valorisations et les facteurs techniques paraissant solides. Nous avons une préférence pour le crédit HY dont les *spreads* sont en retard par rapport au crédit IG. La dette émergente locale semble elle aussi intéressante, bien que nous soyons un peu plus prudents à son égard compte tenu de sa forte performance sur l'année en cours et de ses valorisations moins séduisantes. Nous sommes moins négatifs vis-à-vis des devises émergentes, étant donné la légère amélioration des perspectives de croissance mondiale, la probabilité d'un accord commercial et l'expansion du bilan de la Fed. Les devises émergentes sont toutefois, pour l'instant, notre classe d'actifs la moins appréciée en raison de sa sensibilité à la croissance mondiale.

Devises

Nous restons neutres vis-à-vis du dollar américain. En effet certains indicateurs (par exemple le déficit budgétaire) suggèrent que le dollar aurait atteint un pic

QE = assouplissement quantitatif, FOMC = Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale, EM FX = devises émergentes, YTD = cumul annuel, IG = investment grade, HY = high yield, JPY = yen japonais. GBP = livre sterling, RMBS = titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles, NOK = couronne norvégienne, SEK = couronne suédoise.

ACTIONS

Place à l'investissement « *value* »!

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

La diminution du risque de Brexit sans accord et les progrès des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont soutenu les cours des actions le mois dernier. Les **actions européennes** sont actuellement le marché le plus porteur, car les « risques de perte extrême » ont diminué et les indicateurs économiques pourraient commencer à se stabiliser, quoiqu'à des niveaux faibles. Néanmoins, si les tensions commerciales s'intensifient, les actions américaines pourraient offrir de meilleures performances ajustées du risque. Globalement, le décalage entre *growth* et *value* est tel, en raison des valorisations particulièrement faibles des actions *value*, qu'il devrait

offrir des opportunités. Nous pensons qu'en 2020 la rotation vers les titres *value* sera le thème prédominant pour les investisseurs en actions. Une telle rotation pourrait également profiter aux actions japonaises, compte tenu de la solidité de leurs fondamentaux. Le revenu généré par les actions à dividendes jouera également un rôle clé dans un contexte de taux d'intérêt extrêmement bas.

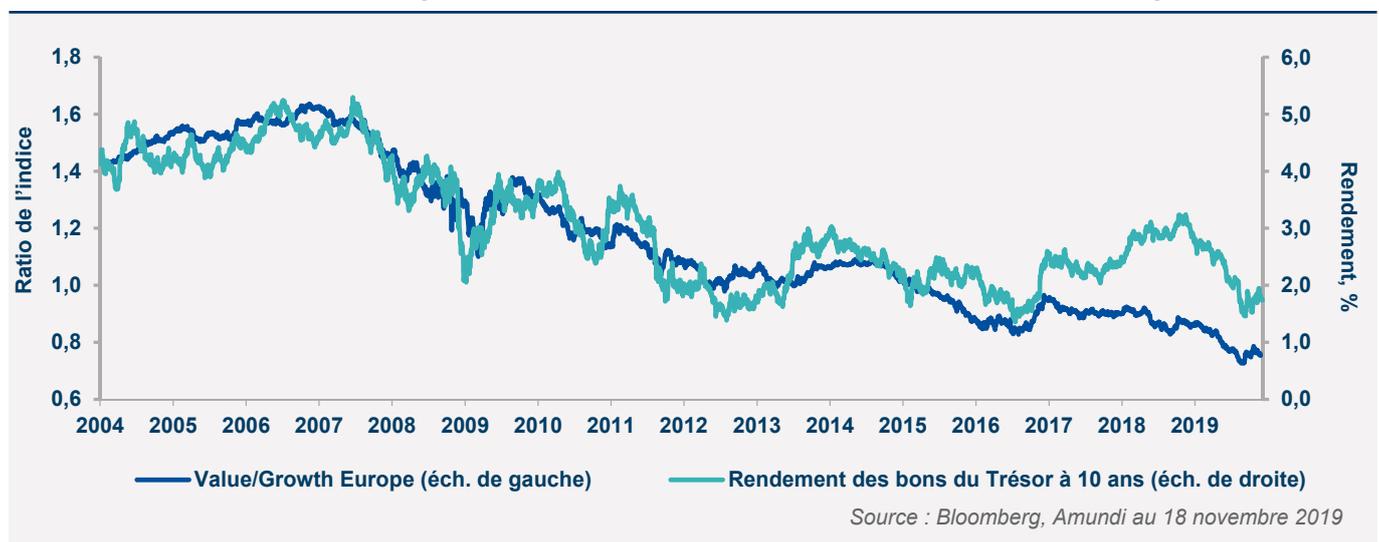
Actions des marchés développés

Après la décollecte significative des actions de l'UE, nous assistons enfin à un afflux de capitaux. Le positionnement du marché étant très léger, il y a encore place pour une amélioration du sentiment des investisseurs vis-à-vis de cette classe d'actifs. Les performances globales devraient être inférieures à celles observées dans le passé, en raison de multiples de marché « normaux » et d'une croissance économique plus faible. Celles-ci s'accompagneront d'une forte volatilité, mais le sentiment semble finalement se retourner en faveur de l'Europe. Ainsi, une **rotation du marché** depuis les segments les plus chers des actions de croissance vers les actions *value* bon marché (mais pas perturbées) pourrait se traduire par des opportunités d'investissement. **Un retournement des rendements obligataires et une amélioration de la situation en matière de guerre commerciale pourraient appuyer cette rotation.** Les valeurs cycliques semblent également séduisantes par rapport aux industrielles, en raison de faibles attentes implicites. D'un point de vue sectoriel, la santé et les télécommunications offrent un certain degré de protection, tandis que les valeurs de substitution aux obligations comme les services aux collectivités et les biens de consommation de base sont encore chers. Enfin, l'innovation et la perturbation des modèles économiques stimuleront les performances dans des domaines comme les médias, l'automobile, les services aux entreprises et la distribution.

Aux États-Unis, les bénéfices des entreprises se sont avérés moins mauvais que prévu, ce qui a permis au S&P 500 d'atteindre de nouveaux sommets. Les prévisions du consensus pour 2020 sont trop optimistes, mais quelques légères révisions à la baisse ne devraient pas poser de risques significatifs. Cependant, les indicateurs de bénéfices sont en train de s'améliorer, sous l'effet d'une forte croissance des chiffres d'affaires et d'une inflation salariale maîtrisable. **En termes de style**, le moment est venu de privilégier les actions *value* par rapport aux actions *momentum* ou à faible bêta dans la mesure où les premières pourraient bénéficier d'une reprise de l'économie et d'une amélioration des fondamentaux. **L'univers cyclique des titres *value* est également valorisé à des prix attractifs.** En outre, il existe des possibilités parmi les valeurs de croissance, notamment dans le secteur de la technologie. En revanche, nous estimons que les secteurs à faible bêta, comme les services aux collectivités, présentent des valorisations excessives et des flux de trésorerie disponibles très faibles.

“Une rotation depuis les secteurs chers de l'univers *growth* vers les actions *value* bon marché pourrait fournir des opportunités, soutenues par une inversion des rendements obligataires et des progrès vers un accord commercial.”

Les rendements à leur niveau plancher devraient soutenir les actions *value* en Europe.



Nous sommes positifs vis-à-vis des services de communication, des services financiers et de la consommation discrétionnaire, mais prudents vis-à-vis de l'énergie et des technologies de l'information.

Actions émergentes

Dans les pays émergents, nous sommes un peu plus constructifs sur les actions compte tenu des anticipations de croissance économique plus stable dans la région en 2020, de la poursuite des politiques d'assouplissement des banques centrales et d'un certain optimisme quant à un accord commercial. De plus, les valorisations des actions émergentes restent attractives par rapport à celles des marchés développés tandis que les facteurs techniques sont favorables à la classe d'actifs. Néanmoins, un risque baissier persiste en raison du contexte géopolitique mondial et nous nous attendons à ce que la volatilité demeure. Nous préférons les pays portés par leur consommation intérieure (Brésil, Indonésie, Russie et Inde) et restons sur la défensive vis-à-vis des pays en proie à des tensions politiques.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		Le marché actions américain, soutenu par une croissance bénéficiaire plus forte qu'ailleurs, a été l'une des positions clés durant ce cycle. Si à court terme, il existe une certaine incertitude sur les bénéfices, nous tablons sur des révisions positives à moyen terme. À ceci pourraient s'ajouter une liquidité positive et des taux d'intérêt bas soutenant les marchés actions tant que la guerre commerciale ne s'intensifie pas
	Europe	=/+		Au cours de ce cycle, les actions européennes ont souffert de bénéfices inférieurs au potentiel, de leur forte exposition internationale et des risques politiques, mais ces facteurs négatifs s'estompent à mesure que la probabilité d'un accord sur le Brexit augmente. Si la production manufacturière mondiale parvient à dépasser le creux de la vague, l'Europe en serait le principal bénéficiaire. Une transition vers les actions value pourrait également s'avérer positive.
	Japon	=	▲	Le Japon a connu des hauts et des bas au cours de ce cycle et compte parmi les pires performances jusqu'en août 2019. Le pays affiche une croissance des bénéfices inférieure à celle du reste du monde depuis 2016 et cette tendance devrait perdurer l'an prochain. Toutefois, les actions japonaises avec leurs très faibles valorisations pourraient bénéficier d'une réorientation vers l'univers value.
	Marchés émergents	=	▲	Les révisions de bénéfices sont en train de passer le creux de la vague et nous tablons sur de bonnes opportunités pour les investisseurs dans les marchés émergents, notamment dans les pays portés par une consommation intérieure solide et des politiques monétaire et budgétaire favorables. Nous restons constructifs sur les actions A chinoises. Les principaux risques résident dans certaines situations idiosyncrasiques (Amérique latine, Brésil, Turquie).
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Nous maintenons notre préférence pour la durée des bons du Trésor américain par rapport aux autres marchés développés, en raison de meilleures valorisations absolues et relatives et de l'importante marge de manœuvre de la Fed avec les outils conventionnels.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Les banques centrales accommodantes et les facteurs techniques favorables soutiennent le marché américain du crédit, mais dans une mesure moindre que l'IG EUR soutenu, de manière non conventionnelle, par le CSPP et des taux négatifs. Toutefois, compte tenu des incertitudes macroéconomiques persistantes, nous préférons maintenir une attitude prudente à l'égard du risque de crédit, en favorisant les stratégies de portage de meilleure qualité et en mettant davantage l'accent sur la liquidité.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les spreads du HY américain semblent plus serrés que ceux des autres segments de crédit et nous préférons les entreprises de qualité supérieure à celles qui sont moins bien notées, au vu des risques idiosyncrasiques, de la hausse du risque de défaut et de la liquidité. La sélection sectorielle reste essentielle, dans la mesure où les titres en difficulté semblent se concentrer dans un nombre restreint de secteurs.
	Govies Europe	-/=		Nous restons constructifs sur les principaux pays périphériques européens comme l'Italie (plus positif) et l'Espagne dopés par l'action de la BCE, la nouvelle coalition politique pro-européenne en Italie et la quête continue de rendement. La persistance de la quête de rendement devrait avoir pour conséquence un aplatissement de la courbe.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous sommes positifs à l'égard de la dette IG en euros et en particulier la dette notée BBB ainsi que celle des valeurs financières. Les facteurs techniques sont solides et s'inscrivent dans la durée, avec notamment les nouveaux achats nets de la BCE et les réinvestissements plus importants du programme d'achat de titres du secteur des entreprises, qui génèrent des flux positifs et réguliers dans la classe d'actifs et renforcent la quête de rendement. Les conditions de liquidité sur le marché secondaire doivent toutefois être surveillées.

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
Euro Obligations d'entreprise HY	+		Les facteurs techniques sont favorables dans cette classe d'actifs dans laquelle nous privilégions la dette de haute qualité et plus liquide notée BB, du fait de l'attractivité de son couple risque-récompense sur fond de risques baissiers plus importants sur le plan macroéconomique. Nous mettons néanmoins l'accent sur la sélection, les risques idiosyncrasiques et la liquidité.
Émergents Dette en devise forte	+		La dette émergente pourrait être un candidat naturel dans le contexte actuel de rendements peu élevés et d'assouplissement des politiques monétaires mondiales. L'écart de croissance économique entre pays émergents et développés devrait encore se creuser en faveur des émergents.
Émergents Dette en devise locale	=		Nous restons neutres à court terme, tandis que sur un horizon de 12 mois, les perspectives sont plus constructives. Les taux locaux ont chuté et nous ne voyons aucun facteur susceptible de prolonger cette tendance. Les devises émergentes resteront volatiles, mais nous pensons que le pessimisme à leur égard est exagéré. Si les différends commerciaux s'apaisent et que le secteur manufacturier mondial parvient à franchir le creux de la vague, le dollar s'affaiblira.
AUTRES	Matières premières		Les cours des matières premières et des métaux précieux devraient être soutenus par un assouplissement des conditions financières, une croissance économique convenable et une gestion active de leurs bilans par les BC. Nous restons donc constructifs sur l'or (couverture contre les risques géopolitiques). Nous confirmons notre fourchette cible de 55 à 65 \$/baril pour le WTI et de 60 à 70 \$/baril pour le Brent, même si nous reconnaissons que les risques sont orientés à la baisse en raison du fléchissement de la demande mondiale de pétrole et de la croissance chinoise atone. À long terme, les principaux déterminants des cours du pétrole seront la production pétrolière américaine et la stratégie de l'OPEP. Ailleurs, nous sommes positifs sur les métaux de base, car nous estimons que le secteur manufacturier pourrait se stabiliser.
	Devises		Nous anticipons un dollar en baisse sur un horizon de 12 mois en raison des mesures de relance budgétaire américaines, du règlement du différend commercial entre les États-Unis et la Chine et d'une éventuelle intervention du Trésor américain/Fed. Le potentiel haussier pour la parité EUR/USD sera limité, compte tenu du ralentissement en Europe, des risques politiques et des différentiels de taux entre les États-Unis et l'Europe. L'objectif à 12 mois pour la parité GBP/USD est légèrement relevé à 1,31 les craintes de Brexit sans accord s'atténuant, en revanche l'objectif pour la parité USD/JPY est maintenu à 104 (en raison de la croissance mondiale incertaine). Nous sommes neutres sur les devises émergentes et pensons que le CNY devrait évoluer dans une fourchette de 7,10 à 7,20.

LÉGENDE

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
Négatif			Neutre		Positif		Baisse vs mois précédent	Hausse vs mois précédent

Source: Amundi, au jeudi 20 novembre 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 fondamentaux des entreprises au cœur des enjeux

VALENTINE AINOUS, CFA, stratégeste taux et crédit

Finalisé le 3/12/2019

L'essentiel

Au cours de la dernière décennie, les conditions financières accommodantes ont favorisé l'augmentation de la dette des États et des entreprises. En effet, l'endettement des entreprises américaines a atteint des niveaux records, cet endettement étant utilisé pour financer des opérations de rachat d'actions et de fusions-acquisitions. Le niveau d'endettement des entreprises européennes est, au contraire, resté faible, ces dernières étant restées plus prudentes durant ce cycle. En 2019, nous sommes passés à un nouveau régime, l'économie mondiale ayant amorcé un ralentissement synchronisé tandis que les principales banques centrales renouaient avec des politiques d'assouplissement. Quels sont les risques pour les entreprises dans ce nouveau contexte ? **Nous surveillons de près :**

- **Le risque de dégradation des notations dans l'investment grade US.** Ces derniers mois, l'endettement net des émetteurs américains a repris sa trajectoire ascendante. En 2020 dans un scénario d'absence des profits : (1) les entreprises devront faire un compromis entre rachats d'actions et stabilité de leur dette (2) le risque de dégradation des notations devrait augmenter parmi les entreprises confrontées à une pression accrue sur leurs résultats.
- **Le risque de défaut pour les obligations high yield de qualité moindre.** Malgré les faibles coûts de financement, une croissance léthargique des résultats constitue la plus grande menace pour les entreprises qui doivent payer les intérêts de leur dette. En effet, compte tenu du niveau d'avancement du cycle, nous pensons que la couverture des intérêts est plus étroitement liée aux résultats qu'aux charges d'intérêts, celle-ci risquant de se voir rapidement érodée en cas de détérioration des résultats. Une approche sélective s'impose donc dans les segments des obligations high yield américaines et européennes de faible notation.

Les banquiers centraux ont été les principaux acteurs de la place au cours de la dernière décennie. S'ils ont fait un excellent travail en matière de stabilité financière, ils n'ont, en revanche, pas réussi à stimuler sensiblement les dépenses d'investissement ou à ramener l'inflation à 2 %. En parallèle, les conditions financières avantageuses ont favorisé l'augmentation de la dette des États et des entreprises. En effet, la dette des entreprises a augmenté et a été utilisée pour prendre des risques financiers en vue de financer des paiements aux investisseurs ainsi que pour des opérations de fusions-acquisitions, en particulier aux États-Unis. **À l'heure où nous venons d'évoluer vers un nouveau régime, cette note évalue les risques associés aux obligations d'entreprises :**

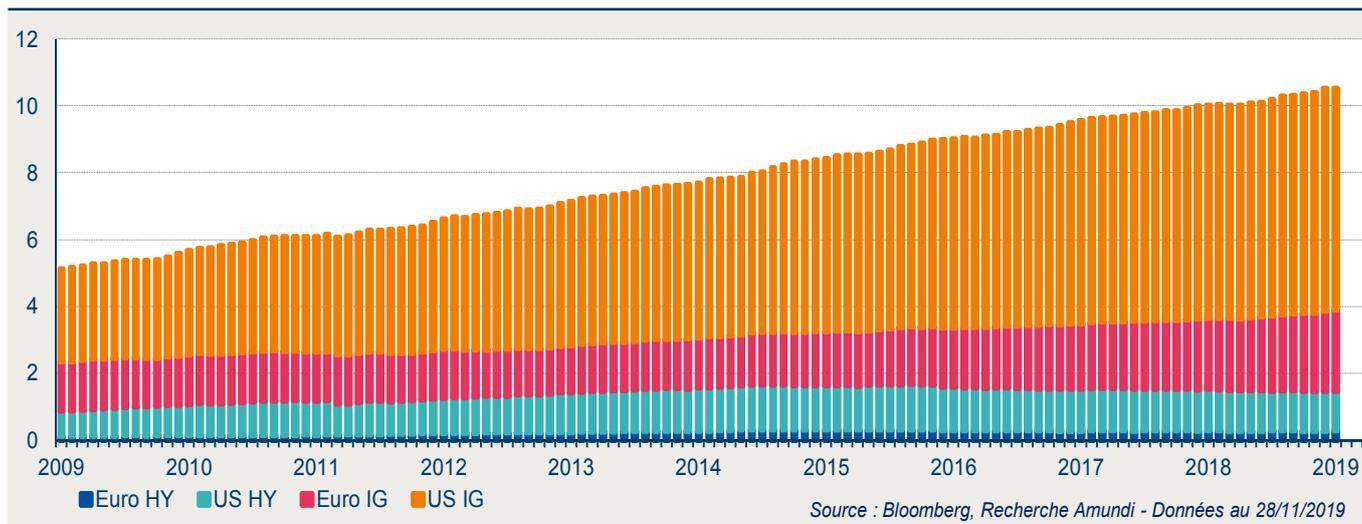
- Au sortir de sa reprise synchronisée de 2017, **l'économie mondiale est désormais entrée dans un ralentissement synchronisé.** Le dynamisme de l'activité manufacturière s'est considérablement affaibli, atteignant des niveaux jamais vus depuis la crise financière, sous l'effet d'une hausse des tensions commerciales et géopolitiques, du ralentissement de l'économie chinoise et de l'effondrement de l'industrie automobile. La croissance atteindra cette année son taux le plus bas depuis le début de la décennie et le FMI prévoit une croissance plus lente dans près de 90 % des régions du monde.
- **Les principales banques centrales ont renoué avec les politiques conciliantes cette année** en raison de la mollesse de l'inflation et des faibles perspectives de croissance mondiale. La plupart des grandes banques centrales ont réduit leurs coûts d'emprunt ces derniers mois et ont relancé leurs programmes d'achats d'actifs.
- **Les risques politiques devraient rester élevés avec, notamment, la tenue prochaine d'élections aux États-Unis et au Royaume-Uni.**

Ce cycle a été marqué par une forte augmentation de la dette des entreprises

Selon McKinsey, l'encours de la dette mondiale des entreprises non financières, obligations et prêts inclus, a plus que doublé au cours de la dernière décennie, passant de 37 000 milliards de dollars à 66 000 milliards en mi-2017. Le cabinet estime également que près de 20 % du total de la dette des entreprises dans le monde est émis sous la forme d'obligations, soit presque le double par rapport à sa part en 2007. Au total, au cours de la décennie, la taille du marché mondial de la dette d'entreprises non financières a augmenté de (source : OCDE) :

- 70 % dans les économies avancées, passant de 5 970 milliards de dollars en 2008 à 10 170 milliards en 2018. Le marché IG américain est passé d'environ 1 800 milliards de dollars à 6 600 milliards.
- 395 % dans les marchés émergents, principalement sous l'impulsion de la croissance chinoise, pour atteindre un encours total de 2 780 milliards de dollars en 2018.

1/ La taille du marché des obligations d'entreprises (en trillion \$, face value)



La croissance de la taille du marché de la dette d'entreprises s'est accompagnée d'une baisse constante de la qualité globale du crédit, tant en Europe qu'aux États-Unis. La dette notée BBB représente aujourd'hui environ la moitié de l'ensemble du marché des titres de qualité *investment grade*. Cette évolution se fonde toutefois sur des causes différentes dans chacune des deux zones.

- L'expansion du segment BBB dans l'IG européen peut s'expliquer par l'augmentation considérable du nombre d'émetteurs: (1) la forte augmentation des émissions d'obligations d'entreprises offrait une alternative aux banques qui cherchaient à se désendetter et (2) de nombreux émetteurs américains ont profité du marché de la dette d'entreprises en euros.
- Sur le marché américain, la détérioration de la qualité globale du crédit pourrait également s'expliquer par l'endettement accru des entreprises non financières.

2/ Part des BBB dans l'investment Grade



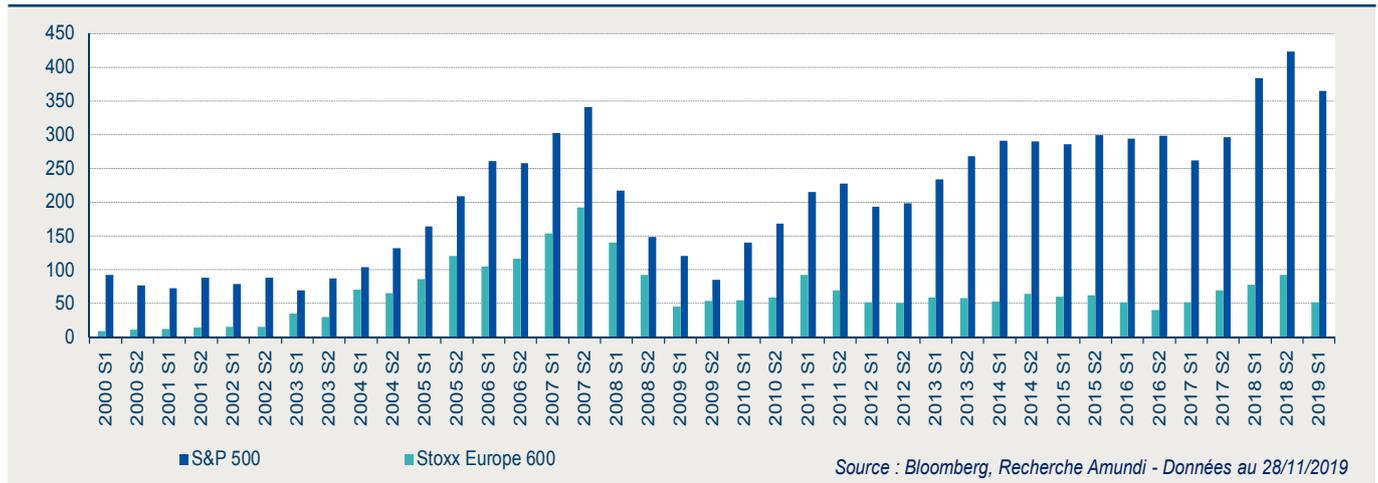
3/ Part de la dette émise par des émetteurs étrangers



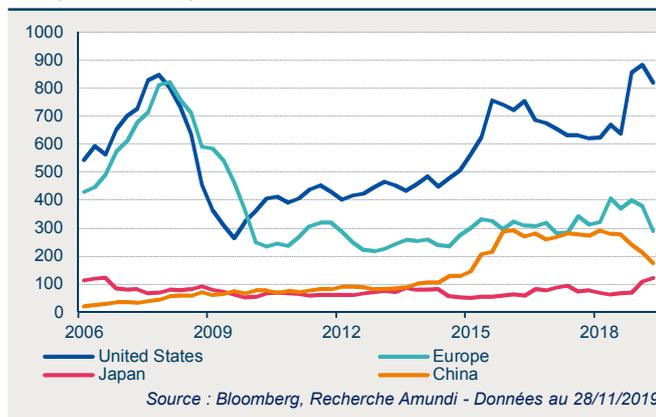
De fait, les bilans des entreprises américaines et européennes ont suivi des tendances différentes au cours de la dernière décennie :

- **Le niveau d'endettement des entreprises américaines a atteint des niveaux records.** Les entreprises américaines ont levé d'énormes sommes d'argent sur les marchés pour financer un nombre record de fusions-acquisitions et d'opérations de rachat d'actions. En 2010, seulement 6,6 % des entreprises non financières de qualité IG avaient un endettement net supérieur à 4,0x, alors qu'en 2017 leur proportion atteignait 19 %.
- **Le niveau d'endettement des entreprises européennes est resté faible, ces dernières s'étant efforcées de préserver leur trésorerie tout au long du cycle.** Moins de 10 % du marché IG hors secteur financier affiche un endettement net supérieur à 4,0x et cette proportion tombe à 5 % si l'on exclut les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités.

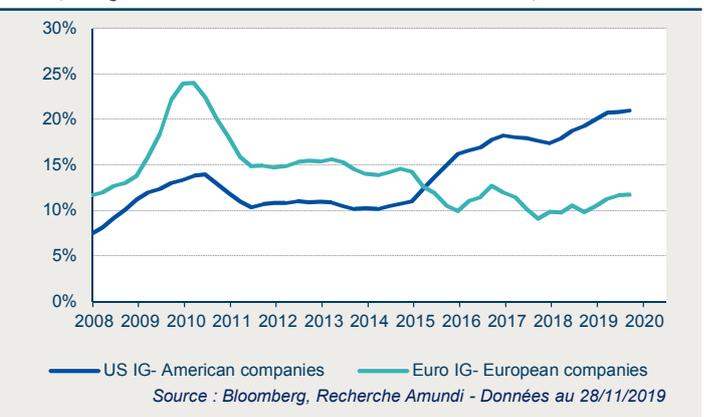
4/ **Montant des rachats d'actions (en Mds \$)**



5/ **Opération de fusions acquisitions (en Mds \$)**



6/ **Dettes nette / EBITDA (moyenne mobile sur 4 trimestres)**



Quelles sont les dernières tendances des fondamentaux des entreprises et quels sont les risques ?

Après la détérioration brutale de ces derniers trimestres, la croissance mondiale devrait s'établir à 3 % en 2019. Cette faiblesse de la croissance est imputable à la détérioration de l'activité manufacturière et du commerce mondial, dans un contexte de hausse des droits de douane et d'incertitude commerciale qui se prolonge, nuisant aux investissements et à la demande de biens d'équipement. Pour une majorité d'émetteurs, ces évolutions se sont traduites par un ralentissement des chiffres d'affaires et des investissements. En effet, la croissance des investissements est étroitement liée à l'évolution des chiffres d'affaires et de la rentabilité. Ce recul a été plus prononcé dans les secteurs de l'énergie, des services aux collectivités, des matériaux et de l'industrie. Parallèlement, le mouvement d'assouplissement de la plupart des banques centrales a favorisé la quête de rendement et l'appétit des investisseurs pour le crédit. Le crédit *investment grade* en euros et aux États-Unis a enregistré une forte activité sur le marché primaire et les entreprises ont, pour la plupart, continué à emprunter beaucoup. Ci-dessous un examen des dernières évolutions et défis à venir par segment.

1. Investment Grade américain: les entreprises ont continué à s'endetter au troisième trimestre

- **Endettement net: niveau record atteint au troisième trimestre** sans que nous n'observions beaucoup de signes de désendettement dans l'univers de l'IG américain. En effet, 66 % des entreprises de notre univers ont même augmenté leur ratio d'endettement au troisième trimestre 2019 par rapport au troisième trimestre 2018.

Les entreprises ont continué à s'endetter pour soutenir des opérations de fusions-acquisitions et de rachat d'actions. Selon JP Morgan, les entreprises du S&P 500 sont en passe de racheter encore 800 milliards de dollars d'actions en 2019, soit une légère baisse par rapport aux 830 milliards en 2018. Les entreprises restituent désormais plus de liquidités aux actionnaires qu'elles ne génèrent de flux de trésorerie disponibles.

Toutefois, de nombreuses entreprises américaines modèrent leurs dépenses d'investissement. Certaines ont même prévenu que la tendance pourrait se poursuivre cette année, les élections américaines étant un facteur d'incertitude supplémentaire dans les prises de décision.

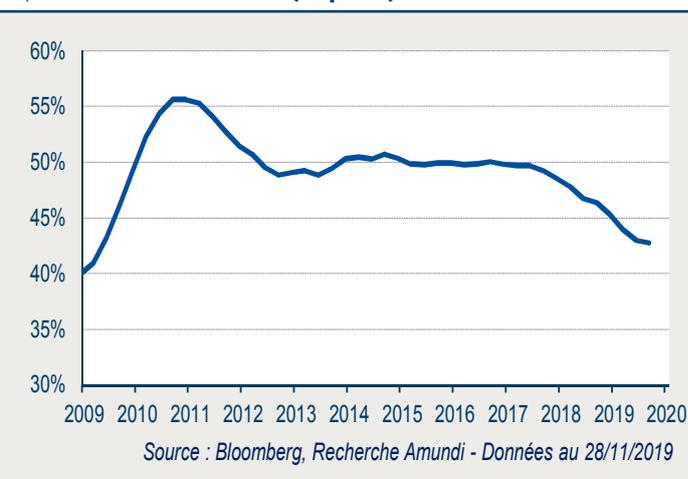
- **Taux de couverture des intérêts: en baisse au cours des derniers trimestres**, celui-ci s'est toutefois maintenu à un bon niveau grâce à un coût de financement historiquement faible.
- **Réserves de liquidité: à leur plus bas niveau depuis 2010.** Ce recul récent coïncide avec une forte augmentation de l'endettement. Les réserves de liquidité ont chuté dans la plupart des secteurs au cours des derniers trimestres.

Nos convictions: notre plus grande préoccupation sur le segment IG américain est le haut niveau d'endettement. À moins d'une accélération de la croissance des bénéficiaires, les entreprises devront faire un compromis entre le maintien de leur programme de rachat d'actions et la stabilité de leur dette. De plus, le risque dans la phase actuelle du cycle est un changement de scénario. Au cours de ce cycle, la hausse de l'endettement des entreprises américaines a été principalement tirée par la croissance de la dette. À l'avenir, l'augmentation de l'endettement pourrait également découler d'un ralentissement de la croissance des résultats.

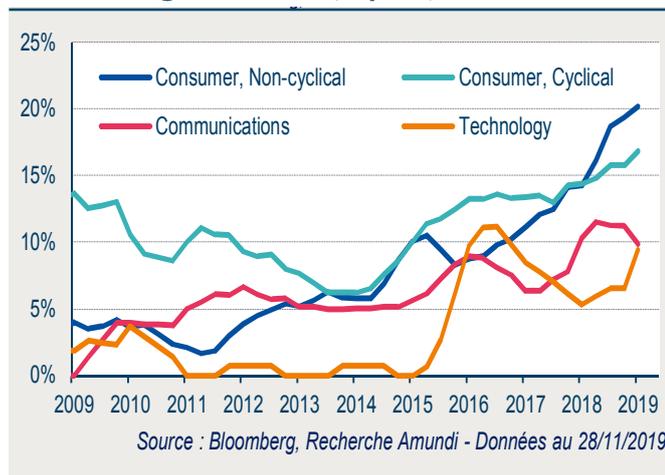
7/ US IG Net debt to EBITDA (4q ma)



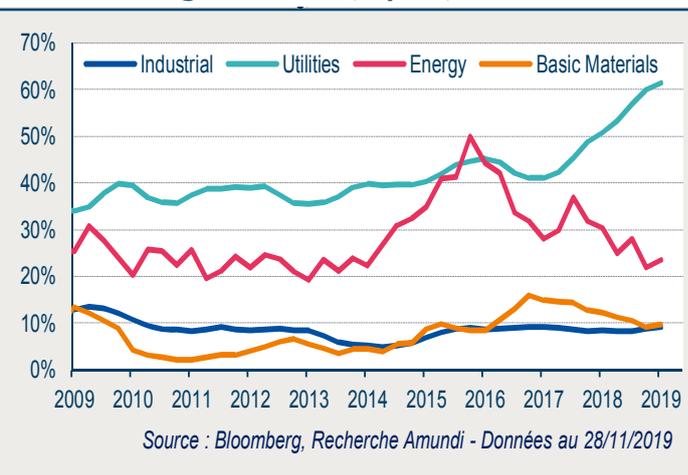
8/ US IG Cash ratio (4q ma)



9/ US IG % of issuers recording a leverage above 4 (4q ma)



10/ US IG % of issuers recording a leverage above 4 (4q ma)



2. High yield américain : stabilisation dans les derniers trimestres, mais forte vulnérabilité des émetteurs notés B et C

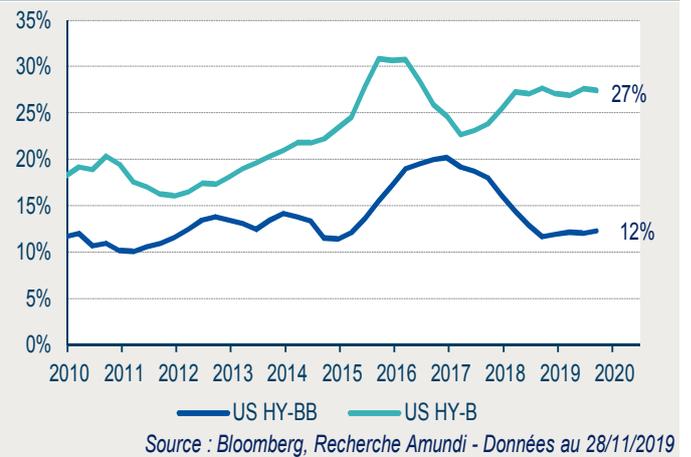
- **Endettement net : stabilisé à des niveaux élevés.** Les émetteurs HY américains ont stabilisé/réduit leur endettement au cours des deux dernières années grâce à une attitude plus prudente et à une amélioration dans le secteur de l'énergie. Il convient de noter que cette dynamique a été caractérisée par une asymétrie entre les classes de notation. Les fondamentaux des émetteurs notés BB se sont améliorés tandis que les niveaux d'endettement restent particulièrement élevés pour les émetteurs notés B et C.
- **Taux de couverture des intérêts : détérioration au cours des derniers trimestres en raison d'une croissance plus faible des bénéfices.** La forte augmentation du nombre d'entreprises en difficulté se concentre essentiellement sur les obligations notées B et C. Actuellement, 32 % des entreprises *high yield* semblent incapables de couvrir leurs dépenses avec leurs bénéfices. La situation est encore plus préoccupante pour les émetteurs faiblement notés (B et C). Nous ne nous inquiétons pas outre mesure pour le segment BB.
- **Réserves de liquidité : à leur plus bas niveau depuis 2010.**

Nos convictions : notre plus grande préoccupation sur le segment HY américain concerne les défauts qui pourraient commencer à se multiplier les entreprises étant incapables de refinancer leur dette qui arrive à échéance. Compte tenu du niveau d'avancement du cycle, nous pensons que la couverture des intérêts est plus étroitement liée aux résultats qu'aux charges d'intérêts : la couverture des intérêts pourrait rapidement se voir érodée en cas de détérioration des résultats. Le FMI a également mis en garde contre le grand nombre déjà élevé d'entreprises affichant des ratios de couverture des intérêts très faibles, considérant cela comme un symptôme fréquent de détresse. Le FMI souligne que le risque se concentre surtout sur les petites entreprises.

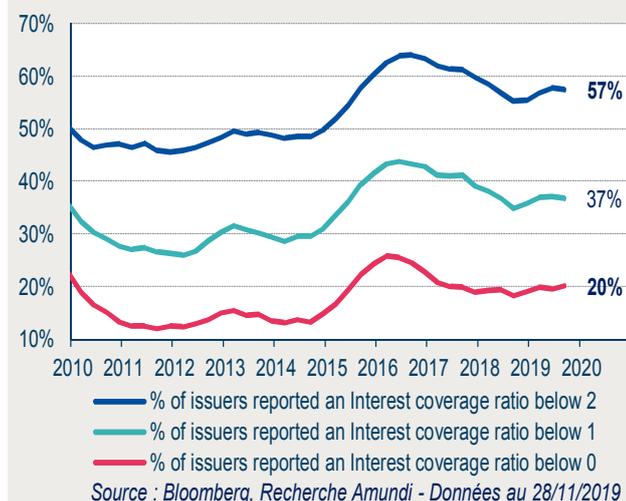
11/ US HY Net debt to EBITDA



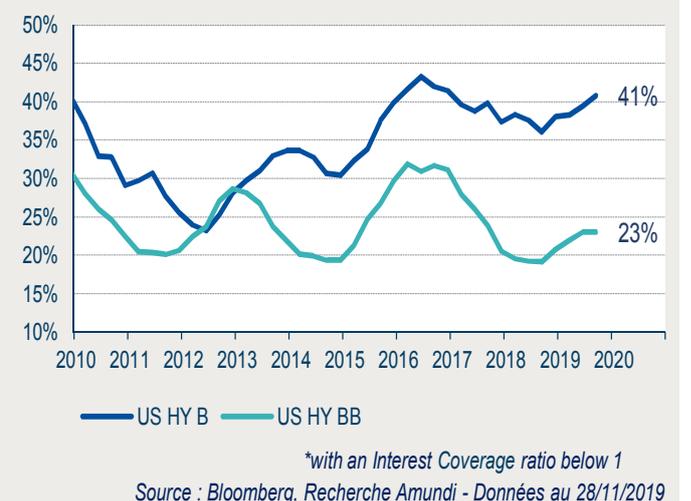
12/ US HY % of issuers reported a Leverage above 6



13/ US HY Interest coverage ratio



14/ US HY % of Zombie issuers*

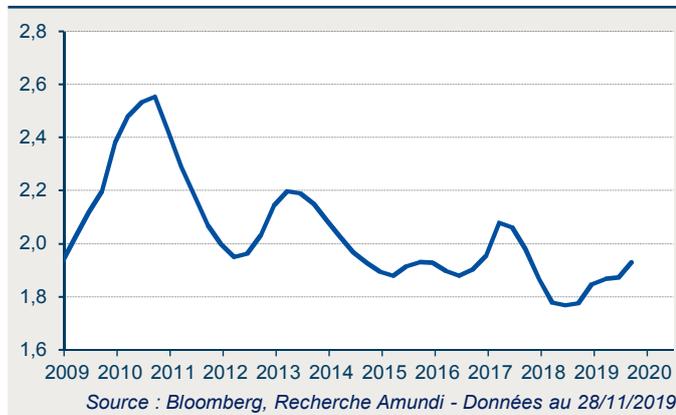


3. Investment Grade en euros: légère détérioration au troisième trimestre, mais fondamentaux relativement stables

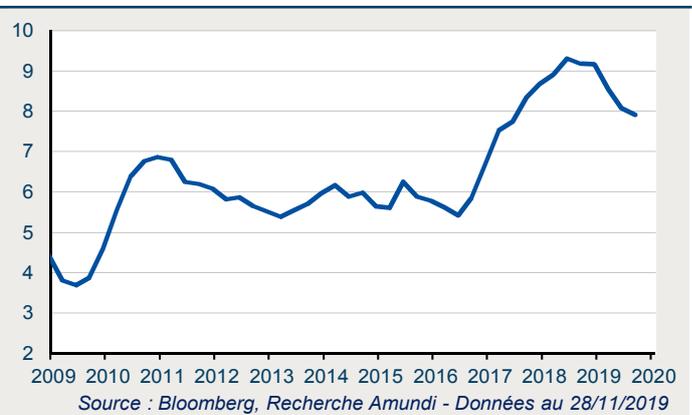
- **Endettement net**: légère détérioration au troisième trimestre, mais relativement stable depuis la crise financière. Au cours de ce cycle, les entreprises européennes sont restées dans une logique de préservation de la trésorerie. Le rythme de croissance de la dette s'est accéléré depuis le début de l'année, mais partait de niveaux très bas. Ceci est en phase avec le renforcement de l'activité enregistré sur le marché primaire de l'IG en euros. Les dépenses d'investissement ont également augmenté au cours des derniers trimestres par rapport aux niveaux modestes enregistrés sur l'ensemble du cycle.
- **Taux de couverture des intérêts**: en baisse au cours des derniers trimestres, celui-ci s'est toutefois maintenu à un bon niveau grâce à des coûts de financement historiquement bas et des niveaux d'endettement faibles.
- **Réserves de liquidité**: à leur plus bas niveau depuis 2010. Ce recul récent des soldes de liquidités coïncide avec une légère augmentation de l'endettement.

Nos convictions: nous n'avons pas de préoccupations particulières concernant les fondamentaux des entreprises européennes de qualité *investment grade*. Il n'y a toujours pas de signes de réendettement généralisé. Toutefois, à ce stade du cycle, la faible croissance des résultats est un facteur limitant pour l'amélioration du bilan des entreprises européennes.

15/ Euro IG Net debt to EBITDA (4q ma)



16/ Euro IG Interest coverage ratio (4q ma)

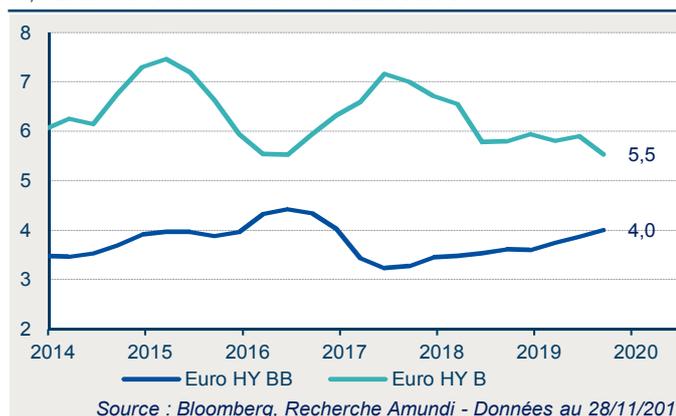


4. High yield en euros: perspectives stables pour les émetteurs BB, mais hausse de la vulnérabilité pour ceux notés B et C

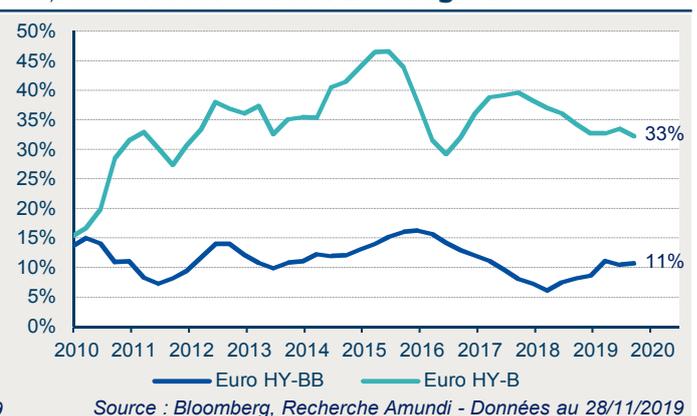
- **Endettement net**: stabilisé à un niveau élevé pour la catégorie B. Les indicateurs de crédit restent plutôt solides pour la catégorie BB.
- **Couverture des intérêts**: légère détérioration au cours des derniers trimestres, notamment pour les émetteurs dont la notation est faible.
- **Réserves de liquidité**: légère détérioration ces derniers trimestres.

Nos convictions: en ce qui concerne le HY américain, notre principale préoccupation est la capacité des émetteurs les moins bien notés à servir leur dette. Les indicateurs de crédit ne présentent pas de différence significative entre le HY en euros et le HY américain. Toutefois, la structure du marché HY est plus défensive en Europe qu'aux États-Unis. La catégorie BB représente 71 % de l'univers HY en euros contre seulement 50 % du HY américain.

17/ Euro HY Net debt to EBITDA



18/ % of issuers with a Leverage above 6



Les conditions de financement restent favorables grâce au soutien marqué d'une politique monétaire accommodante

Il n'y a pas de « mur des échéances ». Le marché des obligations d'entreprises a profité de la « chasse au rendement » tandis que les taux de la dette des États ont atteint ou frôlent leurs plus bas historiques, se situant parfois sous la barre de zéro notamment en Europe ou au Japon. La forte demande de crédit, conjuguée à une forte activité sur le marché primaire, a permis aux entreprises de refinancer leur dette et d'allonger leur profil de maturité.

Toutefois, les besoins de refinancement ont considérablement augmenté ces dernières années. Compte tenu des encours significatifs de leur dette en circulation, les entreprises, notamment américaines, se verront confrontées, dans les prochaines années, à des niveaux records de remboursements. À fin décembre 2018, les entreprises américaines devaient payer ou refinancer 2 900 milliards de dollars dans un horizon de 3 ans.

Biais pour une hausse de la qualité. Sélectivité sur les émetteurs B.

La stabilisation du contexte macroéconomique, conjuguée à un soutien technique solide devrait permettre une prolongation du cycle pour les émetteurs de meilleure qualité. Toutefois, les risques demeurent orientés à la baisse et la perspective d'un affaiblissement de la qualité des crédits constitue toujours, à notre avis, un véritable défi. Nous pensons que 2020 continuera de mettre à l'épreuve les émetteurs les plus sensibles à la croissance, car un rebond important des résultats est assez improbable. Nous maintenons un biais en faveur d'une hausse de la qualité avec des prises de position sélectives parmi les émetteurs B fondées sur les valorisations. Nous considérons qu'une baisse soutenue des résultats constitue le principal facteur de risque.

Les principaux facteurs de risque

Équipe Recherche Macroéconomique

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

Finalisé le 30/10/2019

Risque # 1

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | L'Allemagne a évité une récession technique au troisième trimestre, enregistrant une croissance modeste, mais positive, de 0,1 % sur la période. L'économie française a surpris positivement au troisième trimestre avec une croissance de +0,3 %, soit le même rythme qu'aux deux trimestres précédents, tandis que l'économie italienne est restée stable, à 0,1 %. La croissance de l'Espagne s'est également montrée assez vigoureuse, à 0,4 %, dissipant en partie les craintes d'une décélération plus rapide que prévu. Les données préliminaires des enquêtes de conjoncture, qui, ces derniers mois, laissaient craindre une détérioration du secteur manufacturier et un risque de contagion au secteur des services, ont brossé un tableau contrasté. En effet, si le secteur manufacturier semble se porter un peu mieux, celui des services enregistre, dans l'ensemble, une légère détérioration. Le principal risque à ce stade est que la récession du secteur manufacturier affaiblisse davantage l'économie et se propage aux services. Or, de nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions sino-américaines (le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers ses chaînes de valeur mondiales), de nouvelles surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (reportées pour le moment) et le Brexit (pour lequel l'incertitude demeure, bien que la probabilité de sortie sans accord ait considérablement diminué). Un déploiement de mesures budgétaires (que nous n'envisageons pour l'instant qu'au niveau national) pourrait contribuer à stabiliser la demande intérieure dans un contexte d'incertitudes externes, pourtant un effort coordonné des membres de l'UE ne semble guère susciter d'enthousiasme. Ainsi, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques sont orientés à la baisse. Enfin, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé pour soutenir la consommation des ménages. Il est donc particulièrement important de le surveiller afin de déceler tout signe de ralentissement.

Impact de marché | Un ralentissement important serait indéniablement une mauvaise nouvelle pour les actifs européens et l'euro. Mais dans ce cas, le policy mix deviendrait encore plus accommodant, tant en termes monétaires que budgétaires, ce qui contribuerait à stabiliser les anticipations de croissance. En effet, tout impact négatif sur le marché (d'un ralentissement plus grave que prévu) serait probablement de courte durée, car les impacts positifs du *policy mix* sur l'économie seraient rapidement répercutés dans les cours.

Risque # 2

20 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine ralentit progressivement. Sa croissance a culminé au deuxième trimestre 2018 et ralentit progressivement depuis lors vers son potentiel. Les dernières données disponibles confirment l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait progressivement en train de ralentir en raison d'un fléchissement des dépenses d'investissement et d'une baisse de régime du marché de l'emploi. Pour l'avenir, nous prévoyons une croissance modérée des investissements ainsi qu'une diminution des dépenses de consommation aux États-Unis, mais pas de récession. Certains indicateurs suggèrent une stabilisation du secteur manufacturier et par conséquent un impact limité sur le secteur des services, mais les indicateurs coïncidents agitent le risque d'une croissance en deçà des attentes au quatrième trimestre. L'incertitude qui entoure les échanges commerciaux et la persistance de problèmes géopolitiques représentent des risques clés pour nos perspectives, qui demeurent orientées à la baisse.

Impact de marché | Les marchés devraient se montrer plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car la décélération pourrait s'accroître tandis que les indicateurs annoncent une demande intérieure plus timide. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'œuvrer en faveur d'un atterrissage macroéconomique en douceur en contrant les forces susceptibles de freiner la croissance américaine. Elle devrait donc maintenir son biais accommodant pour un certain temps encore.

Risque # 3

15 %
probabilité

États-Unis et Chine _ Reprise des négociations

Analyse | Un certain nombre de détails font toujours défaut en ce qui concerne la trêve annoncée en octobre et fondée sur l'augmentation des achats de produits agricoles américains par la Chine et l'absence de hausse des droits de douane par les États-Unis, mais entre-temps la Chine a relevé la barre pour arriver à un accord de première phase, en réclamant l'annulation des surtaxes déjà mises en œuvre. Une fois l'accord de première phase conclu, une deuxième phase devrait commencer. Depuis la reprise des pourparlers, les deux parties s'en sont tenues à un ton plus constructif. En mi-novembre, les licences temporaires permettant aux entreprises américaines d'opérer avec Huawei ont été prolongées de 90 jours sans qu'il y ait de nouveaux développements. Les risques restent cependant considérables et il convient de garder à l'esprit que l'affrontement avec la Chine dépasse de loin le cadre des seuls républicains. En effet, quel que soit le Président élu l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur certaines 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 et la probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

Impact de marché | Entre ripostes et représailles, la principale répercussion sur les marchés des derniers événements est 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 du CNY.

Risque # 4

15 %
probabilité

Crise géopolitique grave au Moyen-Orient

Analyse | Bien que les risques géopolitiques soient une constante au Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur cette année 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 incidents sécuritaires et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Il est toutefois peu probable que, moins d'un an avant les prochaines élections présidentielles, le président américain s'engage dans un conflit armé avec l'Iran, dont les conséquences pourraient être considérables. Bien que la situation soit toujours explosive et malgré le grand nombre de fronts complexes au Moyen-Orient, les récentes décisions de la Maison-Blanche (retrait des forces américaines de la frontière entre la Syrie et la Turquie) ne laissent pas présager une présence militaire américaine accrue dans la région. Par ailleurs, il semblerait que de nouveaux pourparlers de paix indirects aient été engagés entre l'Arabie saoudite et les rebelles houthis yéménites pro-iraniens.

Impact de marché | Les cours du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait avoir des répercussions négatives sur la plupart des classes d'actifs risqués et provoquer une hausse des placements refuges dans le dollar. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier important des 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 # 5

15 %
probabilité

Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP

Analyse | Le projet de loi budgétaire a été soumis. La situation politique reste complexe, car la stabilité de la coalition risque d'être compromise par les élections locales de janvier, où les partis d'opposition se placent en tête des sondages tandis que les dissensions au sein de la coalition gouvernementale étalent sa fragilité au grand jour. 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. En attendant, la Ligue semble disposée à se positionner différemment par rapport au thème européen, son dirigeant affichant dernièrement une attitude nouvelle vis-à-vis de l'euro et de l'Europe en général. Il a ainsi publiquement indiqué la semaine dernière qu'il pourrait être favorable à Draghi comme prochain Président de la République, que Giorgetti (une personnalité politique moins clivante) pourrait être le prochain ministre des Finances et que la Ligue n'a pas l'intention de quitter l'euro. Par ailleurs, il y a trois semaines, la Ligue a contribué à l'approbation du candidat français à la Commission européenne (en s'abstenant au lieu de voter contre), montrant par là une attitude plus « constructive ». Le parti cherche également à intégrer l'un des groupes de la coalition gouvernementale au Parlement européen, ce qui est à surveiller.

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. Il est probable qu'une petite prime de risque politique subsiste, étant donné la fragilité latente de la coalition et l'approche des élections locales. Une certaine volatilité et un élargissement peuvent être possibles en raison de positionnements tactiques à court terme, mais dans l'ensemble, il y a encore de la place pour une baisse des rendements, notamment à l'extrémité la plus longue de la courbe.

Risque # 6

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | Bien que les élections européennes aient été l'occasion d'une petite surprise « pro-institutions » (en lieu et place de la vague d'euroscpticisme qui était annoncée), le Parlement européen est plus fragmenté et les institutions et gouvernements européens se sont enlisés dans 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). De plus, au niveau national, le jeu politique semble se complexifier entre difficultés à former des gouvernements (Espagne) instabilité des gouvernements existants (Italie) et fragmentation accrue, autant d'éléments qui augurent de difficultés à venir, notamment dans les négociations pour une intégration accrue au niveau européen. Nous pensons qu'il est peu probable que cela déclenche une crise majeure au niveau européen, néanmoins, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « anti-système » ait atteint son sommet et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. L'élaboration des politiques s'avère donc de moins en moins prévisible, en particulier dans les grands pays où cette situation constitue une nouveauté (comme en Allemagne et en Espagne).

Impact de marché | Le paysage politique restant complexe au niveau national et supranational, la difficulté qu'ont les investisseurs étrangers à comprendre les institutions européennes ne disparaîtra pas aisément, ce qui signifie que les actifs européens continueront à faire l'objet d'une prime de risque politique spécifique.

Risque # 7

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du monde émergent

Analyse | L'escalade récente de la guerre commerciale a entraîné un nouveau ralentissement de la croissance dans les pays émergents et ailleurs. Toutefois le mouvement d'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. La situation financière ne peut qu'empirer en cas de réévaluation brutale de l'orientation très accommodante de la politique monétaire 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 deviennent 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 (signature à minima d'un accord de phase 1) est nécessaire afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation tant 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 marchés émergents sont loin de constituer un bloc homogène et les marchés se détérioreraient davantage dans les économies qui sont les plus faibles et les plus vulnérables en raison de leur mauvais positionnement extérieur ou de situations budgétaires et politiques fragiles.

Risque # 8

10 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de maintenir le pays sur une trajectoire de ralentissement maîtrisé (par le biais de politiques monétaires et budgétaires). Certaines données récentes montrent 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 l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Bien qu'un atterrissage plus brutal semble désormais probable, 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.

Risque # 9

5 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Le gouvernement britannique et l'UE sont parvenus à s'entendre sur un nouvel accord de sortie le 17 octobre. Le parlement britannique a approuvé l'accord en principe, mais a refusé de le ratifier dans le cadre d'une procédure accélérée. Ce refus a obligé le Premier ministre britannique à demander et à obtenir un report de la date butoir de mise en œuvre du Brexit jusqu'au 31 janvier 2020. Quel que soit le résultat des élections du 12 décembre (le Parti conservateur est actuellement nettement en tête dans les sondages), le risque de Brexit sans accord est faible. Une victoire des conservateurs sera probablement suivie de la ratification de l'accord du 17 octobre et donc d'un Brexit ordonné en janvier 2020. Une victoire des partis d'opposition pourrait conduire à un second référendum et à la possibilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE (bien que le résultat d'un tel référendum soit encore très incertain). La survenue d'un Brexit sans accord exigerait désormais un enchaînement d'événements perturbateurs (par exemple, l'incapacité de former un gouvernement majoritaire après les élections législatives, une nouvelle obligation de renégocier l'accord avec l'UE ou le rejet par les électeurs des choix qui leur sont proposés par voie référendaire) ou l'absence de toute autre solution pour éviter une sortie brutale. Il reste cependant des incertitudes quant aux futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE, qui devront être négociées pendant la phase de transition (durant cette phase post-Brexit, le Royaume-Uni conservera son accès au marché unique européen, mais cette phase pourrait prendre fin dès décembre 2020 et donne lieu à un nouveau risque de rupture brutale dans un an si aucun accord complet de libre-échange n'était conclu).

Impact de marché | Le risque de sortie sans accord s'est fortement éloigné, justifiant une contraction de la prime de risque sur les actifs britanniques et une reprise de la livre sterling. Il est toutefois important de garder à l'esprit que le processus de Brexit est loin d'être terminé et qu'une nouvelle période de stress des marchés pourrait être alimentée par la crainte de voir le Royaume-Uni perdre brusquement son accès au marché unique européen en fin 2020.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

Équipe Recherche Macroéconomique

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



SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 55 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant négativement sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** à quelques exceptions près, la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se maintient cet automne. 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.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au premier semestre 2020 :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois, en raison des discours protectionnistes. Même si l'on suppose (1) que l'accord de première phase entre la Chine et les États-Unis est signé plus tôt que prévu et (2) que le prochain cycle de négociations tarifaires prévu pour la mi-décembre est retardé tout en restant un des éléments des négociations en cours, nous pensons que pour ce qui concerne la dynamique du commerce mondial, à ce stade, le mal est déjà fait. Nous prévoyons une reprise très lente du commerce mondial en 2020. En effet, le commerce devrait rester sous pression dans l'immédiat et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial l'an prochain. On notera toutefois que l'impact sur les économies varie d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont fortement touchées par la faiblesse de la demande intra-UE en général ainsi que par la baisse de la demande extra-UE de biens intermédiaires et d'équipement (Italie et Allemagne). Les États-Unis poursuivent sans relâche leur effort de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % en 2007 à 18 % des importations totales en 2019). Les marchés émergents s'efforcent de transformer en opportunités les défis posés par les tensions commerciales. Taïwan est l'une des économies d'Asie qui bénéficie le plus du détournement vers d'autres sources des importations américaines de produits chinois et elle a été la seule économie des pays émergents, parmi celles couvertes, à voir sa croissance s'améliorer en 2019. En outre, il ne faut pas sous-estimer la capacité de résistance de la demande intérieure à l'échelle mondiale. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus important. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018, a commencé à ralentir au second semestre 2018 et a poursuivi cette tendance au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au deuxième trimestre 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,0 % en g.a. au troisième trimestre 2019. 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, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. En effet, la confiance des entreprises et des consommateurs s'est détériorée et ce n'est que récemment qu'elle s'est quelque peu stabilisée. Désormais, certains signes qui indiquent que le marché du travail ralentit commencent à se manifester, ce qui confirme l'hypothèse selon laquelle la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Les risques restent orientés à la baisse et bien qu'une trêve commerciale soit en vue, les tensions géopolitiques persisteront et l'incertitude politique pourrait s'ajouter à celles-ci à mesure que l'élection présidentielle approche.

Bien que nous ne prévoyions pas de récession, les doutes quant à la prolongation du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement de la demande intérieure). La Réserve fédérale devrait s'en tenir à son attitude accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions politiques », tout en gardant l'œil sur les conditions financières (tirées principalement par la force du dollar pondéré des échanges).

■ **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste sous pression, l'incertitude continuant à prévaloir dans l'économie mondiale. La zone euro a connu une détérioration de la demande extérieure tandis que le secteur manufacturier a été durement touché, ce qui a fait craindre une contagion aux services et à d'autres secteurs économiques importants. Toutefois, malgré la persistance d'incertitudes graves à l'échelle mondiale, les anticipations concernant les fondamentaux économiques se sont progressivement transformées en perspectives plus constructives. Ainsi, l'économie de la zone euro serait-elle appelée à se stabiliser à l'approche de 2020 et 2021, car le secteur manufacturier pourrait être sur le point de franchir le creux de la vague, suscitant l'espoir d'une reprise très progressive et modeste, soutenue également par des perspectives commerciales mondiales plus favorables. En outre, le marché du travail est sain dans l'ensemble, avec un taux de chômage qui reste faible et une modeste croissance des salaires. La consommation des ménages devrait être le principal moteur de la croissance en zone euro et joue ainsi un rôle déterminant dans le processus de reprise. En revanche, la mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes reste cantonnée à l'échelon national, sans parvenir à s'inscrire dans le cadre d'efforts coordonnés. De tels efforts restent toutefois possibles en théorie, notamment en cas de détérioration de l'économie et de difficultés pour redémarrer la croissance.

■ **Royaume-Uni :** le gouvernement britannique a conclu un nouvel accord de sortie avec l'UE en octobre, mais sa ratification par le Parlement britannique n'a pu être obtenue à temps pour éviter une nouvelle prolongation du délai de Brexit, dont la date butoir a été repoussée du 31 octobre 2019 au 31 janvier 2020. Avant cette nouvelle échéance, des élections générales auront lieu au Royaume-Uni le 12 décembre. Les sondages donnent actuellement un net avantage aux conservateurs. Si ces derniers remportent la majorité, une ratification de l'accord d'octobre, et donc un Brexit ordonné en janvier, deviendrait de loin le scénario le plus probable. En revanche, une victoire des partis d'opposition ouvrirait la porte à un accord plus souple ou à un nouveau référendum sur le Brexit. Il ne subsiste donc que des risques résiduels de Brexit dur et un tel scénario exigerait une succession d'événements perturbateurs (par exemple, un nouveau parlement dépourvu de majorité claire ou « hung parliament » et l'échec de toute solution alternative pour sortir de l'impasse qui en résulterait). Il convient toutefois de souligner que, même après un Brexit ordonné, de nombreuses incertitudes subsisteraient quant aux futures relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE avec notamment la possibilité d'une rupture brutale si la période de transition n'était pas prolongée et que le Royaume-Uni perdait son accès au marché unique de l'UE en fin 2020.

■ **Chine :** les données du mois d'octobre ont confirmé la faiblesse de la conjoncture économique, qui s'est encore détériorée par rapport aux mois précédents. 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 (PIB confirmé à 6 % au troisième trimestre, comme attendu) et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur difficulté à maintenir une croissance supérieure à 6 % en g.a.. Ici encore, les dernières données n'ont pas toutes participé à noircir le tableau. Le secteur immobilier et certains segments de la production industrielle ont bien résisté, tandis que les investissements en infrastructures ont continué à ralentir dans le secteur privé et ont réussi à se stabiliser dans le secteur public. Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance pour faire face à la décélération mentionnée ci-dessus, en particulier du côté de la politique monétaire (baisse des taux bancaires de base et des facilités de crédit à moyen terme en novembre). La croissance du crédit, portée par les prêts en RMB et les obligations ordinaires et spéciales émises par les administrations locales, a de nouveau très légèrement reculé. Enfin, l'excédent commercial de la Chine avec les États-Unis se contracte sous l'effet d'une hausse marginale des importations (convenue dans l'accord de première phase) et d'exportations toujours plus faibles.

■ **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste modérée aux États-Unis et très faible en zone euro, malgré de constantes progressions sur les marchés de l'emploi. Bien que les causes de cette faible inflation ne soient pas parfaitement comprises, de nombreuses explications ont été avancées. Premièrement, il existe un problème de qualité pour bon nombre des emplois créés dans le cycle actuel (emplois

faiblement rémunérés ou à temps partiel) avec des employés qui ne sont pas en position de force pour obtenir des augmentations salariales. Deuxièmement, les changements structurels des marchés des biens et des services (nouvelles technologies dans le commerce, en particulier, et, de manière plus générale, l'« ubérisation » de l'économie) pourraient également avoir un impact désinflationniste. De plus, après des années de très faible inflation, les anticipations d'inflation sont faibles, ce qui pourrait constituer une sorte de prophétie autoréalisatrice. Enfin, les récentes réformes en zone euro (marché du travail et marchés des biens et services) ont créé un environnement plus concurrentiel. Malgré ces obstacles et bien que le cycle de croissance ne soit pas terminé, nous maintenons que l'inflation devrait augmenter, sous l'impulsion des augmentations salariales. Une telle remontée serait toutefois très progressive et l'objectif de la BCE (« inférieur, mais proche de 2 % ») semble hors de portée pour l'instant.

■ **Cours du pétrole:** Malgré les risques idiosyncrasiques et les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, la demande mondiale, la production pétrolière américaine et la stratégie de l'OPEP seront les principaux déterminants en 2020. L'incertitude entourant la demande mondiale est importante pour plusieurs bonnes raisons. L'escalade de la guerre commerciale a accentué le ralentissement général de l'économie, tandis que la transition de la Chine vers un nouveau modèle de croissance économique et le ralentissement de la croissance pèsent sur la demande mondiale de pétrole. Par ailleurs, la production pétrolière américaine s'est avérée très résistante et le pétrole semble moins vulnérable aux problèmes d'approvisionnement que par le passé. L'actualité récente au Moyen-Orient (chute des exportations de pétrole de l'Iran après les sanctions américaines et attaque contre la production d'ARAMCO) n'a pas eu d'impact structurel sur les prix de l'énergie. Le pétrole brut semble moins sensible aux risques géopolitiques en raison du bond sans précédent de la production américaine. Les États-Unis sont progressivement devenus un exportateur net cette année, érodant une part importante de la production de l'OPEP. Par conséquent, la production américaine de pétrole de schiste restera un facteur déterminant à long terme et aura une incidence sur les décisions de l'OPEP en 2020. Nous maintenons notre fourchette cible de 55 à 65 \$/baril pour le WTI et de 60 à 70 \$/baril pour le Brent, même si nous reconnaissons que les risques sont orientés à la baisse en raison du fléchissement de la demande mondiale et de la croissance chinoise atone.

■ **Banques centrales:** retour de l'attentisme dans les économies avancées. Comme prévu, lors de la réunion d'octobre du FOMC, la Fed a abaissé ses taux directeurs à 1,5-1,75 % pour la troisième fois consécutive. Cette décision découle de l'incertitude persistante entourant la guerre commerciale et la récession manufacturière mondiale, dans un contexte où l'inflation demeure faible. Selon les déclarations du président de la Fed, Jerome Powell, le positionnement en matière de politique monétaire est désormais adapté au vu des perspectives de croissance modérée, ce qui signifie que les décisions à venir de la Fed dépendront des données. Nous nous attendons à ce que la Fed réduise encore ses taux directeurs de 25 points de base au cours des 12 prochains mois, soit un peu plus que ce que les marchés ont actuellement intégré dans leurs cours. Le creux du cycle n'a pas encore été atteint, ce qui devrait vraisemblablement maintenir la Fed sous pression l'an prochain. Une pause est largement attendue en décembre étant donné l'actualité récente positive sur le plan commercial (un accord entre les États-Unis et la Chine serait sur le point d'être conclu). En outre, nous nous attendons à ce que la Fed continue à gérer son bilan de manière très active. La situation est toute autre pour la BCE. Le redémarrage du QE a suscité de vifs désaccords et Christine Lagarde va devoir s'attacher à reconstruire un consensus. Sous réserve de la concrétisation de risques baissiers, nous ne nous attendons qu'à peu de mesures d'accommodation supplémentaires. Nous anticipons toutefois toujours une baisse finale des taux (de -10 points de base à -0,6 %) d'ici la mi-2020 en raison (1) d'une croissance inférieure aux objectifs, (2) d'une inflation durablement figée en dessous des objectifs de la BCE et (3) des risques baissiers.



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 liés au commerce**: normalisation plus lente que prévu du commerce mondial, escalade du conflit commercial et contagion à la consommation :
 - **Ralentissement de la croissance, chute des bénéfices**: le risque de récession globale revient sur le devant de la scène
 - **Banques centrales**: politiques monétaires encore plus accommodantes que celles actuellement intégrées par les marchés
 - **Politiques budgétaires**: prennent progressivement le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance
2. **Risques liés au 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 n'interviendrait probablement qu'un peu plus tard s'il n'était question que de tensions commerciales.



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

- Nous avons considérablement revu à la baisse nos prévisions de croissance depuis le début de l'été en intégrant une partie des risques baissiers dans notre scénario central. 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, scénario de Brexit dur désormais très peu probable).
- 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 reprise modérée 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 2/12/2019

États-Unis

La croissance américaine tient bon, soutenue par la politique monétaire

- La demande intérieure continue de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus durement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires se sont détériorées dans les derniers mois, mais ont récemment montré des signes de reprise.
- Les indicateurs de confiance des consommateurs sont contrastés, suggérant que les ménages américains sont moins optimistes quant à l'avenir. La progression de l'emploi et des salaires s'étant ralentie, la consommation devrait se modérer et enregistrer une année moyenne. Côté investissements, les projets de dépenses ralentissent. L'inflation reste faible (1,8 % pour l'inflation globale, 2,3 % pour l'inflation sous-jacente) et le PCE sous-jacent, à 1,7 % en g.a., reste proche bien qu'en deçà de la cible de la Réserve fédérale.
- La Fed a fait savoir qu'elle jugeait sa politique monétaire actuelle adaptée et bien calibrée pour soutenir une croissance modérée et une bonne tenue du marché du travail. Elle a également indiqué qu'une nouvelle baisse de taux nécessiterait une « évolution substantielle des perspectives économiques ». Cependant, comme nous nous attendons à de nouvelles déceptions concernant la croissance économique, nous anticipons une nouvelle baisse de taux au S1 2020.

Facteurs de risque

- Bien qu'un mini-accord avec la Chine soit en vue, l'incertitude demeure élevée. L'incertitude passée a déjà affecté l'économie réelle
- Une hausse des surtaxes à la mi-décembre n'est pas encore exclue. Si celles-ci sont mises en œuvre, elles pourraient avoir une incidence plus marquée sur la demande intérieure américaine.
- 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

Légère amélioration

- La croissance du PIB du T3 (+ 0,2% par rapport au T2) a été un peu plus forte que prévu et l'Allemagne a évité la récession. De plus, les indicateurs industriels de novembre (PMI et IFO notamment) ont montré une stabilisation, voire un léger rebond à partir de niveaux très bas.
- La nouvelle Commission européenne a connu des début difficiles et les élections espagnoles de novembre ont été indécises. Cependant, les risques politiques qui pèsent le plus sur la conjoncture européenne (tensions commerciales et Brexit notamment) se sont atténués depuis octobre.

Facteurs de risque

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

Royaume-Uni

Vers des élections et, probablement, un départ ordonné

- Les sondages donnent les Conservateurs vainqueurs des élections prévues le 12 décembre. Si c'est bien le cas, le Parlement britannique ratifiera ensuite probablement l'accord conclu avec l'UE en octobre, permettant au Royaume-Uni de sortir de l'UE en janvier 2020. Une victoire des partis d'opposition pourrait, en revanche, aboutir à un 2nd référendum visant à confirmer (ou annuler) le Brexit.
- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont améliorés au T3 (+0,3 %). Les ventes au détail ont toutefois été décevantes en octobre.

Facteurs de risque

- Incertitude concernant le futur cadre des relations commerciales avec l'UE

Finalisé le 2/12/2019

Japon

Reprise probable après un T4 faible

- La décélération de la croissance mondiale continue de peser sur la balance commerciale. À la faiblesse des exportations vers l'Europe et l'Asie s'est ajoutée la baisse de celles à destination des États-Unis. La demande de machines industrielles s'est sensiblement contractée, reflétant les hésitations des entreprises en matière d'investissement au vu des tensions commerciales internationales.
- Toutefois, les exportations de matériel électronique se sont rétablies à mesure que le cycle mondial des semi-conducteurs s'est finalement redressé.
- Les stocks des producteurs ont atteint un sommet. Les consommateurs ont réussi à conserver leur pouvoir d'achat malgré la hausse de la TVA.
- La décision du gouvernement de rendre l'éducation préscolaire gratuite a largement compensé la hausse des impôts.
- Le gouvernement a annoncé un important plan de relance économique, visant en premier lieu à réparer les dégâts des catastrophes naturelles qui se succèdent. Le volume de ce plan dépassera 1 % du PIB.

Facteurs de risque

- Le retard de la reprise des économies de l'Asie du Sud-Est pourrait freiner les investissements en capital des entreprises exportatrices
- La stagnation des ventes mondiales de véhicules plombe la structure pyramidale de l'industrie automobile

Chine

- Une trêve a été annoncée entre la Chine et les États-Unis à l'issue du dernier cycle de négociations. Celle-ci prévoit davantage d'achats de produits agricoles par la Chine et l'absence d'augmentation des droits de douane de la part des États-Unis. Les détails de la trêve ne sont pas encore connus, mais entre-temps la Chine a relevé la barre pour un accord de première phase en réclamant l'annulation des surtaxes déjà mises en œuvre.
- Les données macroéconomiques chinoises ont fait état d'une nouvelle détérioration en octobre des investissements en immobilisations et de la production manufacturière. Les données commerciales montrent un certain rétrécissement de l'excédent avec les États-Unis. Une accélération des ventes de terrains a permis une hausse des mises en chantier plus importante que prévu en octobre.
- Le *policy mix* continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. La BPdC a abaissé les taux bancaires de base et les facilités de crédit à moyen terme (MLF) de 5 pb.

Facteurs de risque

- Barre placée plus haut pour l'accord de phase 1 la Chine réclamant le retrait des surtaxes existantes
- Légère détérioration des conditions macroéconomiques
- *Policy mix* encore très légèrement favorable

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont restées assez faibles en novembre, l'élan macroéconomique ralentissant le plus en Chine et en Malaisie. Les perspectives en matière d'exportations se sont légèrement dégradées: les 20 premiers jours d'exportations en Corée du Sud, qui constituent une sorte d'indicateur avancé, montrent une accélération (toujours en croissance négative à deux chiffres), sous l'impulsion principalement d'effets de base.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles, les plus marquants en octobre provenant encore d'Inde et de Chine, avec des composantes de produits alimentaires supérieures aux attentes (prix du porc pour la Chine notamment) et atteignent respectivement 4,6 % et 3,8 % en glissement annuel.
- En novembre, la Banque de Thaïlande a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base pour la deuxième fois en quelques mois.
- L'Inde a annoncé un ambitieux plan de cessions à réaliser d'ici la fin de l'exercice en cours afin de soutenir ses contre-performances en matière de revenus.

Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Un accord commercial est primordial
- L'inflation reste encore très modeste avec une reprise en Chine et en Inde
- Banques centrales de la région toujours accommodantes
- Important plan de cessions d'actifs publics annoncé par le gouvernement indien

Finalisé le 2/12/2019

Amérique Latine

- La dynamique macroéconomique de la région s'est détériorée, notamment au Chili et au Brésil, celle du Chili devenant globalement négative. Nous avons encore réduit nos projections de croissance du PIB mexicain pour 2020 de 0,6 % à 0,4 % après la publication finale des chiffres du troisième trimestre 2019. Nous avons également réduit nos prévisions de croissance au Chili à environ 2,0 % pour 2019-2020.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Nous avons légèrement revu à la hausse nos prévisions d'inflation pour le Chili, à 3,7 % en glissement annuel pour 2020, en raison de la faiblesse persistante de la monnaie. L'inflation en Argentine a légèrement reculé sous la barre de 50 % à 49,7 % pour la première fois depuis janvier 2019.
- Les mesures d'assouplissement se poursuivent, Banxico réduisant encore ses taux de 25 points de base à 7,50 % tandis que le Pérou abaissait les siens du même montant pour les ramener à 2,25 %.
- Après de violentes manifestations, le Président Pinera a décidé d'organiser un référendum en vue de remplacer la Constitution en avril 2020. Ce référendum permettra de décider si et par qui une modification doit être faite.

Facteurs de risque

- Les conditions économiques ont faibli ; croissance mexicaine à nouveau revue à la baisse
- L'inflation est modérée dans l'ensemble excepté en Argentine
- Banxico et la Banque centrale du Pérou ont réduit leur taux directeur de 25 pb
- Les protestations au Chili ont poussé le Président à organiser un référendum sur la modification de la Constitution

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs dans son Fonds souverain.
- La BC russe a de nouveau abaissé son taux directeur de 50 pb en octobre pour le ramener à 6,5 %. Au vu du ralentissement de l'inflation, nous anticipons une nouvelle baisse de 50 pb dans les 12 mois à venir.

Facteurs de risque

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

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

- Le PIB a surpris au deuxième trimestre par sa résilience, grâce à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous tablons sur une croissance du PIB de 0,5 % en g.a. en 2019, avec une légère hausse en 2020.
- Malgré un écart de production négatif et des anticipations de repli de l'inflation (mais au-dessus du point médian), la SARB demeure prudente en ce qui concerne les sorties de capitaux et leur incidence sur le taux de change, d'où les risques à la hausse pour l'inflation. Les réformes budgétaires et le sentiment de risque détermineront si la SARB abaisse ses taux à l'avenir. Nous nous attendons à ce qu'elle maintienne le statu quo en 2020.

- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales et laxisme budgétaire en l'absence de réformes

Turquie : inflation en baisse et hausse de la croissance au troisième trimestre 2019

- La croissance du PIB au troisième trimestre ressort en hausse de +0,9 % en g.a. alors qu'elle avait été négative au cours des deux trimestres précédents. Nous prévoyons une croissance stable ou légèrement négative en 2019 avec un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a considérablement réduit son taux en octobre, le baissant de 250 pb à 14 %. Nous attendons davantage d'accommodation pour soutenir la faible conjoncture économique.

- Souplesse excessive de la banque centrale, orientation budgétaire laxiste, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité avec la zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 décembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2,3	1,7	1,7	1,8	2,3	2,1
Japon	1,0	0,5	0,0	0,8	1,0	0,0
Zone euro	1,1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,4
Allemagne	0,6	0,8	1,2	1,5	1,5	1,5
France	1,3	1,3	1,2	1,4	1,4	1,3
Italie	0,2	0,4	0,6	0,6	1,0	1,3
Espagne	2,0	1,6	1,6	0,9	1,3	1,4
Royaume-Uni	1,3	1,1	1,4	1,8	2,2	2,1
Brésil	0,9	1,6	1,7	3,7	3,9	4,2
Mexique	-0,2	0,4	1,2	3,6	3,4	3,6
Russie	1,2	1,7	2,5	4,0	3,5	4,0
Inde	5,2	5,8	6,4	3,4	4,3	4,1
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,0	3,1	3,8
Chine	6,2	5,8	5,8	2,6	2,6	2,0
Turquie	-1,8	1,5	2,3	15,6	11,6	10,8
Pays développés	1,7	1,4	1,4	1,5	1,8	1,6
Pays émergents	4,1	4,3	4,6	4,0	3,9	3,6
Monde	3,1	3,1	3,3	3,0	3,1	2,8

Source : Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	1,75	1,50	1,60	1,50	1,60
Zone euro	0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Japon	-0,1	-0,2	-0,16	-0,2	-0,05
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,87	0,75	0,96

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,62	1,30/1,50	1,61	1,30/1,50	1,62
Allemagne	-0,629	-0,70/-0,50	-0,66	-0,70/-0,50	-0,67
Japon	-0,169	-0,30/-0,20	-0,19	-0,30/-0,20	-0,21
Royaume-Uni	0,532	0,30/0,50	0,40	0,30/0,50	0,38

Taux 10 ans					
	29/11/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,77	1,60/1,80	1,80	1,50/1,70	1,85
Allemagne	-0,36	-0,30/-0,10	-0,31	-0,40/-0,20	-0,27
Japon	-0,07	-0,20/0,00	-0,04	-0,20/0,00	-0,01
Royaume-Uni	0,68	0,70/0,90	0,71	0,70/0,90	0,76

Prévisions de change					
	28/11/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,10	1,10	1,13	1,13	1,16
USD/JPY	110	106	107	104	105
EUR/GBP	0,85	0,85	0,86	0,86	0,86
EUR/CHF	1,10	1,12	1,12	1,11	1,13
EUR/NOK	10,09	9,89	9,88	10,07	9,80
EUR/SEK	10,52	10,65	10,65	10,56	10,50
USD/CAD	1,33	1,30	1,31	1,28	1,30
AUD/USD	0,68	0,69	0,69	0,70	0,70
NZD/USD	0,64	0,64	0,64	0,65	0,65
USD/CNY	7,04	7,10	7,13	7,15	7,10

Publications récentes

WORKING PAPERS



Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates

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

Do universal owners vote to curb negative corporate externalities?

An empirical analysis of shareholder meetings

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

Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?

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

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

DISCUSSION PAPERS



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

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

Emerging Markets: Vulnerability and contagion risks...

Fragile vs. anti-fragile countries

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

How to differentiate emerging countries?

New approaches for classification and typology

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

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



Italie: nouveau cadre budgétaire sans grande ambition

Annalisa USARDI, CFA Économiste senior, Recherche macroéconomique — Amundi

La réforme des retraites française (suite)

Valérie LETORT — Stratégie Taux — Amundi

France: les réformes continuent malgré les risques

Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique — Amundi

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

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - TONY SHI

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Directrice de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoît, équipe de Recherche