

CROSS ASSET Investment Strategy

03

Mars
2020

Mensuel

VUES DES CIO

Légère réduction des risques
et recherche de points
d'entrée

LE THÈME DU MOIS

Résultats sociétés : après
quatre trimestres
de stagnation, quelles
perspectives en 2020 ?

#03 - Mars 2020

Sommaire

Global Investment Views

CIO Views

Légère réduction des risques et recherche de points d'entrée p. 3

Un mouvement tactique vers une exposition neutre au risque et une augmentation des couvertures pourrait se révéler être une bonne stratégie pour traverser la phase actuelle. Au-delà, le coronavirus devrait être considéré comme une opportunité de mettre en œuvre nos convictions d'investissement, en exploitant les points d'entrée dans certains secteurs du marché comme les actions value cycliques européennes, les actions et les devises émergentes ainsi que les marchés résilients du crédit.

Macro

Incidence du coronavirus sur l'économie et les marchés p. 5

Les répercussions économiques devraient s'avérer passagères - bien qu'elles soient profondes et que leur impact soit significatif - tant que la propagation du virus est contenue et que l'activité peut reprendre dans des délais raisonnables.

Gestion diversifiée

Réduire le risque en se tenant prêt à revenir sur le marché p. 7

Afin de se protéger contre la volatilité continue des marchés, nous sommes passés à une position de risque plus faible. Nous chercherons des points d'entrée plus favorables lorsque la visibilité sera meilleure.

Marchés obligataires

Les opportunités sur le crédit existant, mais nous sommes très sélectifs p. 9

Dans un monde marqué par des rendements en chute, il convient de regarder du côté du crédit et des obligations périphériques comme sources de rendement, tout en se ménageant une certaine marge de manœuvre pour renforcer les secteurs touchés par une dislocation des prix.

Actions

La volatilité renforcera la sélection bottom-up p. 11

Nos convictions fondamentales n'ont pas évolué de manière importante en Europe, mais nous avons ajusté notre approche pour tenir compte des risques liés aux élections américaines et de la menace mondiale que représente le coronavirus.

Thématiques

Les banques centrales doivent-elles nous sauver à tout prix? p. 13

De l'inflation au chômage en passant par le changement climatique et les inégalités, les banques centrales sont aujourd'hui sur tous les fronts. Dans le cadre des revues stratégiques de la Réserve Fédérale et de la BCE, le débat est ouvert sur les nouveaux instruments, les objectifs et le mandat de la politique monétaire. Mais une évolution plus profonde du comportement des banques centrales doit être aussi analysée : leur aversion pour la récession, la dépendance vis-à-vis de la politique fiscale et l'interaction avec les marchés financiers.

Coronavirus et vulnérabilité de l'Italie p. 15

Une analyse approfondie de l'impact local aux répercussions nationales

Nous exploitons les données de l'office italien des statistiques (ISTAT) au niveau régional et provincial pour mettre en perspective l'impact potentiel de l'épidémie sur la croissance économique. En raison de l'incertitude considérable quant à la durée de la crise, un scénario de croissance zéro pour cette année semble d'ores et déjà se dessiner.

Le marché du crédit réévalue le risque p. 18

Les marchés en sont venus à remettre en question l'hypothèse d'une stabilisation de la croissance mondiale. Avant la correction, le marché de la dette d'entreprise était porté par la liquidité et la recherche de rendements sans trop s'inquiéter des fondamentaux, un afflux massif de capitaux, un marché primaire très actif et des valorisations élevées. L'actuel mouvement d'aversion au risque du marché pourrait compromettre la croissance mondiale, d'autant plus que nous sommes dans une phase avancée du cycle.

Le thème du mois

Résultats sociétés : après quatre trimestres de stagnation, quelles perspectives en 2020? p. 20

Les résultats du T4 2019 aux États-Unis et en Europe ont confirmé la tendance à la stagnation des douze derniers mois. Tous les yeux sont désormais braqués sur 2020. Depuis des mois, le consensus apparaissait bien trop optimiste. Le coronavirus a renforcé ces doutes. Sa marque sur le T1 sera profonde mais un rattrapage devrait se faire par la suite. En fonction des secteurs, celui-ci sera cependant plus ou moins partiel, ce qui devrait inciter à se montrer sélectif.

Scénarios de marché et risques

- > Scénarios central & alternatifs p. 24
- > Principaux risques p. 26
- > Points clés de la Recherche p. 27
- > Allocation d'actifs Amundi p. 29

Contexte macroéconomique

- > Pays développés p. 31
Perspectives macroéconomiques
Perspectives de taux directeurs
- > Pays émergents p. 33
Perspectives macroéconomiques
Perspectives de taux directeurs
- > Prévisions macroéconomiques et financières p. 35

CIO VIEWS



PASCAL BLANQUÉ,
CIO Groupe



VINCENT MORTIER,
CIO Adjoint Groupe

Légère réduction des risques et recherche de points d'entrée

La diffusion du coronavirus hors de Chine a secoué les actifs risqués au cours des dernières séances de bourse. Les investisseurs ont effectué **quelques prises de bénéfices** sur les marchés, qui ont atteint des sommets historiques, franchissant même certains seuils psychologiques au cours des semaines précédentes. C'est notamment le cas du Stoxx 600 européen, qui est sorti par le haut de sa fourchette de cotation à 20 ans. Le climat de peur est resté fortement ancré, mais uniquement sur les actifs dits refuges, à savoir le dollar américain, les bons du Trésor américain et l'or, ce qui indique que les investisseurs se sont mis en quête de stratégies de couverture efficaces. **Notre scénario central prévoit une détérioration temporaire de la conjoncture économique mondiale au premier trimestre de cette année, qui pourrait se prolonger au deuxième trimestre** étant donné que la croissance plus faible que prévu du commerce mondial affecte en fin de compte la production industrielle et l'activité manufacturière avec certaines répercussions sur la demande intérieure. **Nous devrions, par la suite, assister à une reprise durant le reste de l'année.** Globalement, **la croissance mondiale a été ramenée de 3,2 % à 3,0 %** dans notre scénario.

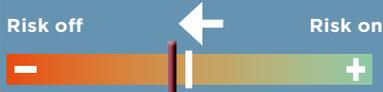
Manifestement, **le principal risque est désormais le dénouement de la complaisance récente des marchés** et la réaction des « esprits animaux ». La dynamique positive des actifs à risque a, jusqu'à présent, été alimentée par les opinions d'investisseurs qui considèrent que (1) l'épisode de coronavirus sera temporaire (notre scénario central), (2) qu'une aggravation de la situation déclencherait une action plus importante de la part des banques centrales, (3) qu'il n'existe pas d'alternative au vu de l'évolution des actifs refuges. Nous pouvons donc nous attendre à voir des prises de bénéfices, de la volatilité de marché à court terme et des réactions excessives.

Un mouvement tactique vers une exposition neutre au risque et une augmentation des couvertures pourrait se révéler être une bonne stratégie pour traverser la phase actuelle. Au-delà, le coronavirus doit être considéré comme une opportunité de mettre en œuvre nos convictions d'investissement, en exploitant les points d'entrée dans certains secteurs du marché comme les actions *value* cycliques européennes (déjà attractives, mais qui le sont encore davantage aujourd'hui), les actions émergentes (*pays autonomes* ou disposant d'une forte demande intérieure) et les devises émergentes. Tous ces thèmes reviendront sur le devant de la scène une fois que le coronavirus aura cessé de faire les gros titres. En outre, la baisse des rendements core devrait probablement relancer la quête de rendement sur le marché du crédit ou sur les segments les plus rémunérateurs des obligations d'État, tant sur les marchés émergents que développés (notamment en Italie). Il convient également de ne pas sous-estimer le fait que si la situation se dégrade, les banques centrales et les gouvernements pourraient commencer à recourir intensivement aux mesures de relance **appuyant par là le discours selon lequel les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles.**

Les principaux bassins de risque et d'opportunité se trouvant dans le marché du crédit, la question essentielle qui se pose pour les investisseurs est : **à quel point le coronavirus est-il susceptible de générer des perturbations non idiosyncrasiques ?** Nous nous attendons à ce que le marché du crédit résiste, en particulier celui de l'IG européen, mais nous anticipons des divergences entre les valeurs de bonne qualité et celles de qualité moindre qui pourraient se voir exposées à des tensions. Ceci nous conforte dans l'idée qu'il convient de **surveiller le crédit de plus près, de se concentrer sur la recherche *bottom-up* et d'accorder une plus grande attention à la liquidité.**

Dans une perspective de long terme, le coronavirus accentue certaines tendances préexistantes :

Sentiment de risque global



Réduction tactique des risques et recherche de points d'entrée pour réajuster les risques une fois que la situation se sera calmée.

Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Prudence sur les actions et les devises émergentes et attitude constructive sur la duration dans une optique de gestion diversifiée.

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

CIO VIEWS

- **Dé-globalisation et recul du commerce mondial.** Cette tendance devrait favoriser les thèmes d'investissement indépendants, tels que les pays émergents tirés par une forte demande intérieure, ou la concentration sur des actifs réels plus domestiques.
- **Taux d'intérêt bas à l'équilibre.** Les obligations *core* des États-Unis offrent un filet de sécurité pour les actifs risqués en réponse aux à-coups baissiers, mais elles dominent également le rebond des actifs risqués. Il s'ensuit que la gestion de la durée doit être asymétrique. Il est en effet nettement plus risqué d'adopter un positionnement court sur la durée plutôt qu'un positionnement long et les bons du Trésor américain ont un rôle évident de couverture. Dans ce scénario, le facteur taux d'intérêt prime sur les composantes croissance et bénéfiques des rendements actions. Les investisseurs doivent rester attentifs à tout signe avant-coureur de variation des taux d'équilibre ou d'évolution vers une prépondérance de la composante réelle des rendements par rapport à la composante monétaire, mais nous n'en sommes pas encore là.
- **Demande d'actifs réels.** Le manque d'actifs réels illiquides est une faiblesse récurrente, ceux-ci représentant une part déjà importante, mais croissante, des opportunités de valeur relative. La démondialisation alimente la demande en biens immobiliers en raison de l'importante diversification géographique de ce type d'actifs. La quête de meilleures rémunérations en termes d'intérêts (infrastructure) ou simplement de rendements de type actions avec des caractéristiques obligataires est également un déterminant de la demande. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande, ainsi que les turbulences commerciales et les menaces de pandémie, ne peuvent que renforcer leur statut de refuge avec une complaisance débridée.

MACRO

Incidence du coronavirus sur l'économie et les marchés



MONICA DEFEND,
Responsable de la Recherche
Groupe



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views

Depuis le début de l'épidémie, les gouvernements ont mis en place des restrictions sur les voyages en Chine et de nombreuses activités ont été mises à l'arrêt. Ceci aura une incidence sur les perspectives économiques en Chine et dans le monde au premier trimestre. **Nous avons donc revu à la baisse nos prévisions de croissance pour 2020 en Chine et dans les principaux pays développés.** Nous pensons que ces retombées économiques **seront passagères** - bien que fortes et profondes - si l'activité reprend rapidement et dans des délais raisonnables. Les autorités chinoises et de nombreuses banques centrales des marchés émergents ont déjà assoupli leur politique monétaire et annoncé de nouvelles mesures de relance budgétaire pour aider leurs économies à résister aux conséquences de l'épidémie. Nous nous attendons à ce que ce choc se transmette aux partenaires commerciaux asiatiques de la Chine, provoquant des perturbations temporaires de la chaîne d'approvisionnement, avant de faire place à un rebond et à une stabilisation de la croissance au potentiel.

Le commerce mondial et la croissance du PIB seront les principales victimes de ces chocs idiosyncrasiques, au même titre que les économies les plus ouvertes au commerce extérieur, comme les pays de la zone euro - l'Allemagne et l'Italie en particulier. À titre d'exemple, les exportations de l'Allemagne vers la Chine en pourcentage du PIB s'élevaient à 2,8 % en 2018, ce qui représente la part la plus élevée de tous les pays de la zone euro. En revanche, **l'économie américaine devrait faire preuve de davantage de résilience** grâce à sa forte demande intérieure (ses exportations vers la Chine ne représentaient que 0,6 % du PIB en 2018). En outre, les indicateurs de confiance devraient être touchés, avec des indices PMI mondiaux plus faibles tirant les résultats des entreprises vers le bas.

Dans notre scénario de base révisé, le rebondissement attendu du

secteur manufacturier mondial est seulement reporté. Un certain nombre d'obstacles opérationnels affecteront les secteurs de l'automobile et de l'énergie et la saison de publication des résultats du premier trimestre pourrait s'avérer décevante. Les marchés financiers dépendent toujours de la capacité des banques centrales à soutenir les économies en cas de difficulté. Un tel scénario constitue un certain soutien pour les actifs risqués. **L'incertitude entourant l'épidémie et ses effets étant élevés, nous insistons sur notre scénario central,** à savoir une reprise économique plus lente que prévu en Chine et des retombées plus importantes liées au coronavirus. Le commerce mondial pourrait se contracter de 2,0 %, entraînant d'importantes perturbations de la chaîne d'approvisionnement et provoquant une contraction de 2,3 % de la production industrielle américaine en 2020. Dans la zone euro, la baisse devrait être plus importante, environ 3,3 %, l'Allemagne et l'Italie étant fortement touchées. À plus long terme, les entreprises occidentales pourraient réinternaliser certaines de leurs activités depuis la Chine. Dans de telles circonstances, le ralentissement de l'activité économique entraînerait une dégradation des indicateurs de confiance et un durcissement des conditions financières.

Nous avons, à l'aide des données historiques, modélisé les retombées potentielles d'une baisse de quatre points (ou plus) de l'indice PMI manufacturier mondial pendant un trimestre, celle-ci étant suivie d'un rebond. Il en ressort une baisse de 4,8 % des actions américaines et d'environ 7,4 % des actions japonaises et européennes. Si tel était le cas, le marché a probablement exagéré à la baisse ces derniers jours (notre scénario de base pour le moment) ou a commencé à intégrer dans les prix un scénario encore plus sombre selon lequel le mouvement à la baisse se poursuivrait.

Enfin, nous avons élaboré un scénario baissier d'aversion au risque prévoyant

Les répercussions économiques devraient s'avérer passagères - bien qu'elles soient profondes et que leur impact soit significatif - tant que la propagation du virus est contenue et que l'activité peut reprendre dans des délais raisonnables.

MACRO

un échec des efforts de relance consentis par les autorités chinoises avec un ralentissement du PIB chinois en 2020 à 4,9 % en glissement annuel - au lieu des 5,6 % prévus dans notre scénario de base révisé - cet échec s'accompagnant d'un passage de l'économie mondiale en récession. En outre, avec l'apparition de nouveaux foyers de coronavirus en Europe, nous avons introduit un ralentissement endogène de l'économie italienne dans notre analyse, avec la mise en quarantaine de villes italiennes et une mise à l'arrêt de l'activité en vue d'endiguer la propagation du virus. L'Italie pourrait connaître une récession cette année, car les régions touchées représentent environ 40 % de son PIB. Si de tels scénarios se concrétisaient ailleurs en Europe, nous devrions revoir nos prévisions en conséquence. Dans ce cas, l'économie mondiale subirait un choc de l'offre et de la demande tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services et la croissance du PIB américain ne serait qu'à peine positive cette année, tandis que celle de la zone euro et du Japon se contracterait. Les risques financiers s'aggravaient, s'accompagnant d'une flambée des taux de défaillance et des ratios de détresse et d'un durcissement des conditions financières.

Les entreprises verraient leurs BPA se contracter - nos estimations prévoient une contraction de 6 % des BPA aux États-Unis et de 8 % dans la zone euro. Les banques centrales pourraient devoir intervenir en injectant des liquidités d'urgence. La Fed américaine réduirait ses taux de 75 pb tandis que l'augmentation du bilan des banques centrales mondiales atteindrait 4 %.

En Asie, les autorités budgétaires devraient probablement apporter leur soutien sous la forme d'une politique d'expansion budgétaire colossale visant à restaurer tant la production que la consommation. Cependant, certains pays ne disposent que d'une marge de manœuvre limitée et pourraient se trouver dans l'incapacité de mettre en place des outils contracycliques percutants. Dans un tel scénario, nous adopterions une allocation d'actifs défensive et les actions européennes pourraient en pâtir, car les mauvais résultats du quatrième trimestre seraient aggravés par les nouveaux problèmes liés au coronavirus.

Pour le moment, **nous considérons que la probabilité que ce scénario se réalise est faible.**

GESTION
DIVERSIFIÉE



MATTEO GERMANO,
Directeur du Métier Gestions
Diversifiées

Afin de se protéger contre la volatilité continue des marchés, nous sommes passés à une position de risque plus faible. Nous chercherons des points d'entrée plus favorables lorsque la visibilité sera meilleure.

Réduire le risque en se tenant prêt à revenir sur le marché

Notre point de vue fondamental quant à une stabilisation de la croissance mondiale autour du potentiel n'a pas changé et nous pensons qu'elle sera soutenue par le maintien du rôle actif des politiques monétaire et budgétaire. Toutefois, la propagation du coronavirus hors de Chine dans d'autres régions d'Asie, d'Europe et d'Amérique pourrait avoir un impact sur la demande, ce qui se répercute aujourd'hui dans les prix des actifs. Par conséquent, **nous sommes devenus plus prudents sur les actifs risqués pour faire face à de tels scénarios.** Cela étant dit, notre stratégie consiste à rester vigilant et à surveiller les données les plus récentes afin de mieux évaluer les effets sur l'économie mondiale.

Des idées à conviction forte

Compte tenu de cet environnement instable, **nous sommes passés à une position de risque plus faible et nous recommandons aux investisseurs de maintenir les risques à un faible niveau dans leurs portefeuilles.** Les dérivés ont été un bon outil de protection contre les mouvements à la baisse des actions européennes et américaines. Nous sommes passés à un positionnement globalement négatif sur ces marchés. **Ces mesures sont de nature tactique** et sont dictées par des considérations de gestion des risques afin d'essayer de protéger les portefeuilles des investisseurs contre la volatilité à court terme. Dans les marchés émergents, nous avons abandonné notre vue positive sur la Chine ainsi que la préférence relative pour la Corée par rapport aux

marchés émergents mondiaux, car ces régions comptent parmi celles les plus directement (et indirectement) touchées par la propagation du virus. Néanmoins, nous demeurons prêts à reconsidérer notre position sur la catégorie d'actifs ME lorsque la situation se sera calmée.

Concernant les titres obligataires, **nous sommes plus constructifs sur la durée en Europe et aux États-Unis**, celle-ci constituant également une couverture en cas de volatilité prolongée du marché.

Nous maintenons notre préférence relative pour le taux américain à 5 ans par rapport au taux allemand à 5 ans, le premier bénéficiant de la hausse de la demande de valeurs refuges et la Fed disposant d'une plus grande marge de manœuvre que la BCE pour abaisser ses taux, comme en témoignent les récentes déclarations de Christine Lagarde. Les **BTP italiens constituent toujours une stratégie de quête de rendement**, mais ils pourraient faire l'objet de pressions à court terme si les marchés commençaient à anticiper une récession économique ou si les investisseurs commençaient à prendre des bénéfices sur leurs positions longues. Nous privilégions toutefois une approche attentiste en raison des facteurs techniques favorables, de leur valeur relative intéressante et du recul des risques politiques. Les BTP proposent toujours des rendements attractifs (par rapport aux obligations souveraines et d'entreprises de notation équivalente). Nous maintenons

Convictions Amundi

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

Source : Amundi. Ce tableau représente notre évaluation des classes d'actifs sur un horizon de 3 à 6 mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier comité d'investissement mondial. 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, UST = bons du Trésor américain, MD = marchés développés, ME/MEM = marchés émergents, obligations ME (DF) = obligations émergentes en devise forte, DL = devise locale, FX = change, IG = Investment grade, HY = haut rendement, NOK = couronne norvégienne, BC = banques centrales, CHF = franc suisse.

GESTION
DIVERSIFIÉE

notre préférence relative pour les BTP italiens à 30 ans par rapport aux Bunds allemands à 30 ans.

Le crédit est attractif, notamment en Europe, où il est soutenu par les facteurs techniques, les flux entrants et le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. **Cependant, nous pensons qu'il est prudent de couvrir l'exposition au risque de crédit avec des dérivés** en cas de correction similaire à celle des marchés actions récemment. Nous préférons les titres en euros aux titres américains, tant sur le segment IG (endettement moindre en euros) que sur le segment HY (meilleure qualité en euros et exposition plus faible au secteur de l'énergie). **Dans les pays émergents**, le carry attractif, l'inflation modérée et les banques centrales émergentes accommodantes soutiennent les obligations, parmi lesquelles nous préférons celles libellées en devises fortes à celles en devises locales. Nous suggérons toutefois une couverture partielle de la duration et du risque de change.

En ce qui concerne les devises, si nous pensons que l'impact du coronavirus sur la croissance chinoise devrait être passager, l'épidémie pourrait avoir des retombées négatives sur les devises

émergentes, en conséquence, nous sommes devenus plus prudents et avons temporairement abandonné notre vision positive de celles-ci. Dans les marchés développés, l'EUR/USD a reculé, l'économie américaine paraissant moins exposée aux risques extérieurs. **Ce mouvement extrême a déjà commencé à s'inverser.** Toutefois, le dollar pourrait conserver sa vigueur pendant un certain temps encore, car les inquiétudes relatives à la croissance en Europe devraient se poursuivre tandis que les différentiels de taux restent également favorables aux bons du Trésor américain. **Nous préférons donc adopter un regard neutre sur l'EUR/USD** tout en surveillant les conditions du marché afin de réévaluer cette position le cas échéant.

Risques et couverture

Les retombées du coronavirus, les attentes élevées du marché concernant les politiques des banques centrales et l'évolution du processus de Brexit sont autant de risques susceptibles de générer de la volatilité. **Nous préconisons des couvertures telles que l'or, les bons du Trésor américain et le yen japonais** pour protéger les portefeuilles des investisseurs.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Les opportunités sur le crédit existent, mais nous sommes très sélectifs



ÉRIC BRARD,
Directeur du Métier Fixed Income



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial
des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Compte tenu du niveau élevé d'incertitude sur le plan macroéconomique et des investisseurs en quête constante de sécurité, **nous nous attendons à ce que les rendements de la dette souveraine core restent très bas**, sans grande pression haussière. Le total de la dette à rendement négatif a de nouveau atteint 14 mille milliards de dollars en valeur, ce qui continue à pousser les investisseurs vers l'« oasis de rendement » que constituent le crédit, les actifs titrisés et la dette périphérique.

Un examen approfondi de l'évolution de la situation macroéconomique est ici crucial. Si l'abondance de liquidités macroéconomiques favorise le financement des entreprises, **une détérioration de la conjoncture économique pourrait affecter les secteurs les plus endettés du marché.**

Obligations des marchés développés

Nous maintenons un léger biais positif sur la durée en matière d'obligations internationales, avec une préférence pour le segment long de la courbe et un aplatissement. Nous continuons à privilégier les États-Unis, malgré quelques prises de bénéfices, car les bons du Trésor américain devraient être soutenus par la demande de valeurs refuges. Ailleurs, nous adoptons un positionnement de court à neutre sur

la durée des obligations core en euros (négatif pour l'Allemagne) et court sur le Japon et le Royaume-Uni, car les mesures de relance budgétaire devraient pousser les taux à la hausse et la BoE devrait maintenir ses taux inchangés. Les pays périphériques de l'UE continuent à proposer des rendements attractifs et nous sommes constructifs sur l'Italie. Les investisseurs peuvent également miser sur les opportunités d'aplatissement de la courbe dans les périphériques de la zone euro et sur une pentification au Royaume-Uni. Le crédit représente toujours un champ d'opportunités pour nous, mais la sélectivité est essentielle. L'IG en euros a jusqu'ici fait preuve de résilience et nous continuons à le préférer par rapport à l'IG américain, le premier étant susceptible de bénéficier du programme de la BCE, notamment sur le segment des dettes subordonnées financières. Pour ce qui est du HY, nous préférons toujours l'euro aux États-Unis. Dans l'ensemble, nous suggérons aux investisseurs de réduire en partie leur exposition au crédit pour faire place à des ajouts à l'avenir.

Aux États-Unis, avant l'apparition du coronavirus, les données économiques solides et les bénéfices des entreprises ont contribué à resserrer les *spreads* de crédit qui ont atteint des niveaux proches de leurs records historiques. Certains risques extrêmes continuent

Rendements en baisse sur toutes les courbes



Source : Amundi, Bloomberg, au 2 Mars 2020.

MARCHÉS
OBLIGATAIRES

Dans un monde marqué par des rendements en chute, il convient de regarder du côté du crédit et des obligations périphériques comme sources de rendement, tout en se ménageant une certaine marge de manœuvre pour renforcer les secteurs touchés par une dislocation des prix.

à peser sur la croissance économique et pourraient avoir des répercussions sur les fondamentaux du crédit. Nous restons donc prudents et sélectifs dans l'ensemble. Concernant le crédit américain, bien que nous soyons conscients que les perspectives de performance des crédits titrisés pourraient s'avérer plus faibles après les bons résultats du mois dernier, nous continuons à privilégier le crédit titrisé par rapport au crédit non garanti compte tenu de son meilleur profil de risque/rendement. Les titres structurés, y compris les RMBS d'émetteurs privés et la dette des consommateurs, restent attractifs par rapport à la plupart des autres segments du marché IG. L'emploi, la fortune et la confiance étant vigoureux et les fondamentaux du marché de l'immobilier résidentiel étant toujours positifs, les taux hypothécaires bas devraient stimuler les ventes de logements neufs, les prix et l'accessibilité financière des logements. Les *spreads* des MBS d'agences gouvernementales sont de plus en plus attractifs, mais leur potentiel de resserrement est faible au vu de l'impact sur l'offre nette de la diminution des portefeuilles de MBS de la Fed.

Obligations des marchés émergents

Nous restons constructifs sur les obligations libellées en devises fortes, en dépit des risques liés au coronavirus et au cycle électoral américain, car le contexte technique demeure favorable et l'assouplissement des politiques monétaires ainsi que les mesures de relance budgétaire devraient leur être favorables. Nous **préférons les titres à haut rendement de pays comme l'Indonésie, l'Ukraine et l'Afrique du Sud**. Pour la dette en devises locales, nous estimons que les valorisations sont devenues moins attractives et que l'affaiblissement des devises l'affectera de manière négative. Toutefois, nous voyons toujours certaines poches de potentiel, notamment sur les marchés frontières.

Devises

Nous restons, dans l'ensemble, prudents vis-à-vis des devises émergentes, notamment en ce qui concerne les monnaies plus exposées à un ralentissement supplémentaire de la croissance chinoise ainsi que celles des pays exportateurs de matières premières comme la Thaïlande et le Chili.

FX ME = devises des marchés émergents, HY = High yield, IG = Investment grade, EUR = euro, USD = dollar américain, UST = bons du Trésor américain, BoE = banque d'Angleterre, RMBS = titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels, HC = devise forte, DL = devise locale.

ACTIONS

La volatilité renforcera la sélection *bottom-up*



KASPER ELMGREEN,
Responsable Actions



YERLAN SYZDYKOV,
Responsable mondial des marchés émergents



KENNETH J. TAUBES,
Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Les perspectives à court terme des actions internationales sont très incertaines. L'épidémie de coronavirus va peser sur la croissance économique ce trimestre et au prochain. Il existe un risque politique, sous-estimé en ce qui concerne les élections américaines et le rebond attendu des résultats des entreprises sera probablement reporté. Malgré ces difficultés de court terme, nous nous attendons à ce que l'économie rebondisse une fois que le pic sera derrière nous. De plus, le ton accommodant des banques centrales et les mesures de relance budgétaire devraient favoriser une stabilisation du secteur manufacturier et une amélioration des perspectives pour les marchés actions. Il est important de noter que les marchés américains, en général, sont plus défensifs dans un contexte de faiblesse des actions. En revanche, **dès que la situation se stabilisera, les investisseurs prudents dans la phase actuelle devront exploiter les opportunités qui se présenteront dans les segments les plus disloqués du marché** (actions de l'UE et émergentes). **La sélection *bottom-up* est particulièrement importante** pour aborder les marchés dans cette phase.

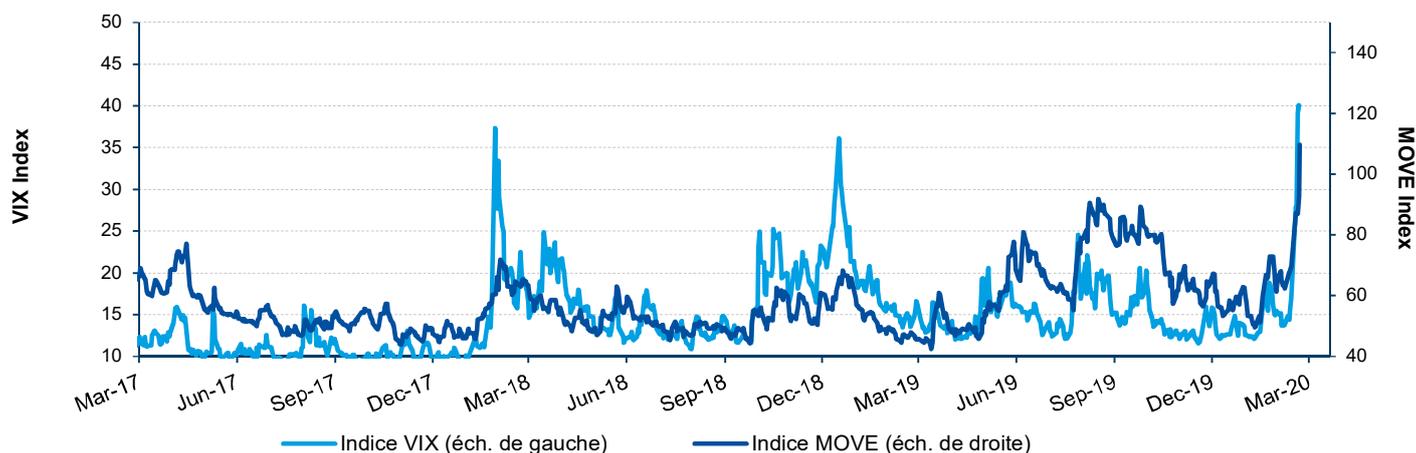
Actions des marchés développés

Sur les actions européennes, nous n'avons pas changé notre principale

conviction, selon laquelle **les dislocations de prix parmi les valeurs cycliques décotées constituent une opportunité pour les investisseurs *bottom-up***. Quant au marché dans son ensemble, la détérioration des perspectives économiques fait de la croissance des bénéfices des entreprises un facteur déterminant des performances futures. La situation en Chine a suscité de nouveaux vents contraires dont il est difficile d'évaluer avec précision l'impact potentiel. Nous avons profité de la volatilité des marchés pour favoriser les entreprises dont nous sommes convaincus de la solidité des bilans et de la résilience des modèles économiques. Au niveau sectoriel, nous sommes devenus plus positifs sur les banques et l'industrie parmi les cycliques et sur la santé, parmi les défensives et nous sommes moins positifs concernant l'énergie. Nous estimons que les marchés ont des attentes trop élevées à l'égard des technologies de l'information et des biens de consommation de base, ce qui nous rend prudents sur ces secteurs.

Aux États-Unis, nous considérons que les marchés sont trop optimistes quant à la situation macro-économique et qu'ils sous-estiment le risque politique. Bien qu'un rebond des bénéfices est susceptible d'être

Volatilité accrue des actions et des obligations



Source : Amundi, Bloomberg, au 2 Mars 2020.

ACTIONS

Nos convictions fondamentales n'ont pas évolué de manière importante en Europe, mais nous avons ajusté notre approche pour tenir compte des risques liés aux élections américaines et de la menace mondiale que représente le coronavirus.

différé, les résultats des entreprises devraient finalement s'améliorer plus tard en 2020 sous l'effet décalé de la baisse des taux d'intérêt et du coût des intrants (baisse des prix de l'énergie). Ceci profiterait au marché américain qui est fortement tributaire de la consommation. Une hausse des bénéfices devrait aller dans le sens de notre conviction selon laquelle les actions sous-évaluées sont appelées à surperformer les valeurs de croissance, **mais cela ne devrait se produire que lorsque la reprise du secteur manufacturier se sera concrétisée.** Nous adoptons un positionnement globalement prudent sur le marché en ce moment. Au niveau sectoriel, nous privilégions les valeurs cycliques relativement prudentes (moins cycliques) des secteurs de la finance et de l'industrie. En ce qui concerne la santé, nous constatons que la décote significative qui existait dans le secteur lorsque les chances de la candidate Elizabeth Warren étaient au plus haut l'été dernier s'est maintenant corrigée et le potentiel de hausse n'est plus évident, compte tenu notamment de la

législation sur le prix des médicaments qui devrait bientôt être soumise au Congrès américain. Nous sommes prudents à l'égard des technologies de l'information (valorisations chères), des biens de consommation de base et des services aux collectivités.

Actions émergentes

Nous sommes positifs mais sélectifs sur les actions émergentes que nous envisageons dans une perspective de moyen terme. **Nous privilégions les entreprises tirées par la consommation intérieure** de leur pays, qui sont relativement peu exposées au coronavirus et qui pourraient bénéficier d'une forte demande intérieure ou d'une poursuite de l'évolution de la chaîne de valeur (Russie, Indonésie, Vietnam). En revanche, nous sommes devenus très prudents à l'égard des secteurs liés au tourisme chinois tels que l'hôtellerie, l'aviation et la consommation discrétionnaire et sommes donc défensifs face aux entreprises cotées de pays tels que la Thaïlande, la Corée et les Philippines qui bénéficient de la demande touristique chinoise.

THÉMATIQUE



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

La question de l'indépendance réelle de la Réserve Fédérale et de la BCE devrait faire partie de leurs revues stratégiques

Global Views est une nouvelle équipe au sein de la Recherche Globale chargée de consolider la réflexion d'Amundi sur les thématiques macroéconomiques et stratégiques.

Les banques centrales doivent-elles nous sauver à tout prix ?

De l'inflation au chômage en passant par le changement climatique et les inégalités, les banques centrales sont aujourd'hui sur tous les fronts. Dans le cadre des revues stratégiques de la Réserve Fédérale et de la BCE, le débat est ouvert sur les nouveaux instruments, les objectifs et le mandat de la politique monétaire. Mais une évolution plus profonde du comportement des banques centrale doit être aussi analysée : leur aversion pour la récession, leur dépendance vis-à-vis de la politique fiscale et leur interaction avec les marchés financiers.

Les banques centrales sont devenues averses à la récession

Au cours des trente dernières années, les banques centrales (BC) ont surtout été réactives aux chocs externes ou à l'accélération et au ralentissement de l'économie. Elles agissaient prudemment dans les phases normales du cycle laissant l'économie s'ajuster naturellement. Cette forme de « neutralité » vis-à-vis cycle a amené les investisseurs à considérer que les BC étaient « *behind the curve* », c'est-à-dire que les marchés s'ajustaient plus vite que la politique monétaire.

L'année 2019 marque un tournant. En effet, les principales BC ont été proactives face au risque de ralentissement économique, et ont agi avant que les chiffres ne confirment qu'une récession se matérialisait. Elles ont éliminé le risque avant qu'il ne se présente. Ce comportement qu'on pourrait qualifier d'aversion pour la récession, est différent de la protection implicite qu'offrent les BC aux investisseurs dans les périodes de danger, le fameux « Fed Put ». La BCE et la Fed ont intentionnellement cherché à éviter la phase négative du cycle économique, ce qui a pris les marchés à contre-pied, entraînant un rebond massif des prix d'actifs.

Pourquoi est-ce si important d'éviter une récession ?

La première explication tient au fait que l'économie mondiale reste fragile plus de dix ans après la crise financière, et qu'un ralentissement trop marqué aurait des conséquences dramatiques. De nombreux pays n'ont en effet pas mis en place toutes les réformes structurelles nécessaires pour améliorer leurs fondamentaux économiques.

Certains risquent même une crise de la dette, si les marchés commencent à questionner la soutenabilité de l'endettement public. Dans un contexte de progression des mouvements populistes, le danger était de ne rien faire. La deuxième raison pourrait être que les BC n'ont plus de marge de manœuvre et sont à cours d'instrument pour estomper les conséquences d'une récession. Il est donc préférable de traiter le patient aux premiers symptômes. Toutes ces raisons indiquent une dépendance des banques centrale au cycle économique.

Fiscalisation de la politique monétaire

On note un autre changement de comportement vis-à-vis du lien entre politique monétaire et politique budgétaire. Dans la version orthodoxe de la théorie macroéconomique, le rôle de la politique monétaire est d'agir rapidement pour compenser les effets d'un choc externe comme une crise sanitaire type Covid-19, ou d'agir en force contra-cyclique dans les phases de ralentissement ou d'accélération marquées. La politique budgétaire prend le relais en essayant de remettre l'économie sur une trajectoire de croissance durable. Les décisions monétaires sont de nature technocratique et rapides, alors que la politique budgétaire nécessite un accord politique sur un horizon plus long. La banque centrale indépendante du gouvernement suit alors un objectif d'inflation qui synthétise les tensions économiques et cherche à éviter les déséquilibres. Nous savons que la réalité est plus complexe, mais c'est néanmoins le cadre intellectuel qui prévaut depuis des décennies. Cependant, on note en Europe en particulier, une volonté de changer

THÉMATIQUE

la nature du lien entre politiques monétaires et budgétaires dans une logique qui va au-delà du *policy mix* habituelle, et le nouveau mantra est la *fiscalisation de la politique monétaire*.

De même qu'il y a une différence importante entre corrélation et causalité, il y a une nette différence entre coordination et conditionnalité. Si plus de coordination entre les politiques monétaires et budgétaires est souhaitable, la conditionnalité de l'une par rapport l'autre pose problème car elle remet en cause de l'indépendance de la banque centrale. De plus, dans des économies où l'endettement public est supérieur à 100 % du PIB, les taux d'intérêt sont en dessous de 1 %, la pression fiscale supérieure à 40 % du PIB, et que la banque centrale achète 60 % des émissions nettes du trésor public... La différence entre *fiscalisation de la politique économique* et *monétisation de la politique fiscale* est surtout sémantique! Le risque est donc d'une perte de crédibilité de la BC en plus de son indépendance.

Effet de miroir des marchés financiers

Comme jamais dans un passé récent, les décisions des investisseurs et le mouvement des classes d'actifs n'ont été autant liées aux décisions des banques centrales. C'est par ailleurs la mesure

de succès de ces mêmes décisions. Mais la réciproque est vraie et les marchés influencent fortement les banques centrales. L'implication quotidienne des BC sur un nombre toujours plus important d'instruments financiers change la nature de leur relation avec les marchés financiers. Dans un reversement de perspective parfois proche de la dialectique du maître et de l'esclave hégélienne, les banques centrales se retrouvent dépendantes des marchés dont elles ont besoin pour réaliser leurs objectifs. Cette réflexivité liée aux politiques monétaires non conventionnelles est un paramètre trop important pour qu'il soit négligé.

Pour être complètes, les revues stratégiques de la BCE et de la Réserve Fédérale doivent donc prendre en compte ces évolutions. En tentant de protéger les investisseurs et les États contre tous les maux, les banques centrales mettent à risque leur crédibilité dans une forme de triple dépendance vis-à-vis du cycle économique, de la politique budgétaire et des marchés financiers

Achévé de rédiger le 26/02/2020

Revues des banques centrales

Banque centrale européenne	T4 2020
Réserve Fédérale	T2 2020

THÉMATIQUE

Coronavirus et vulnérabilité de l'Italie Une analyse approfondie de l'impact local aux répercussions nationales



ANNALISA USARDI, CFA
Économiste Senior

Nous exploitons les données de l'office italien des statistiques (ISTAT) au niveau régional et provincial pour mettre en perspective l'impact potentiel de l'épidémie sur la croissance économique. En raison de l'incertitude considérable quant à la durée de la crise, un scénario de croissance zéro pour cette année semble d'ores et déjà se dessiner.

Au cours de la semaine dernière, plusieurs cas de coronavirus ont été confirmés dans les régions productives et touristiques clés du nord de l'Italie, suscitant rapidement des inquiétudes quant au risque de récession. **Le temps est un élément clé : dans l'ensemble, les retombées varieront en fonction de la durée tant des mesures d'urgence que de la phase la plus aiguë de la crise. Un retour rapide à la normale pourrait concentrer l'impact au premier trimestre et faciliter un rebond rapide au second trimestre, limitant ainsi l'impact sur l'économie italienne.** En outre, tout développement meilleur que prévu sur le front extérieur pourrait atténuer l'impact négatif sur la demande intérieure. Les risques restent toutefois orientés à la baisse.

Dans une interview récente, **le gouverneur de la banque d'Italie a déclaré qu'environ 0,2 % du PIB était en jeu.** En supposant que cette évaluation du choc soit correcte et que celui-ci se concentre sur le premier trimestre, le niveau des tensions impliquerait probablement une contraction significative au premier trimestre (-0,6 % en glissement trimestriel), soit une récession technique (après la contraction de

-0,3 % au quatrième trimestre de 2019) pour une croissance totale à 0 % en 2020 (en supposant un rebond significatif au deuxième trimestre et un taux de croissance moyen de 0,2 % en glissement trimestriel au deuxième semestre de 2020). En l'absence de rebond en forme de V, la croissance pourrait bien tomber à -0,6 % en 2020.

Loin de prétendre à l'exhaustivité, nous cherchons à mettre en perspective les différents ordres de grandeur en nous concentrant sur deux canaux directs de tensions internes (perte de consommation et perte de production) et en essayant d'identifier d'éventuels scénarios « de référence » en fonction des niveaux de tensions décrits ci-dessus.

Impact généré par les tensions sur le comportement des consommateurs : en supposant un niveau de tension élevé, c'est-à-dire que pendant 4 semaines, trois catégories de consommation (transports, habillement et chaussures, hôtels et restaurants, dont nous supposons qu'elles ont un poids sur la consommation régionale équivalent à celui de la consommation nationale) sont réduites de moitié sur le territoire de trois régions (Lombardie, Vénétie et Émilie-Romagne, qui représentent

Nous analysons deux canaux directs de tensions internes : la consommation et la production

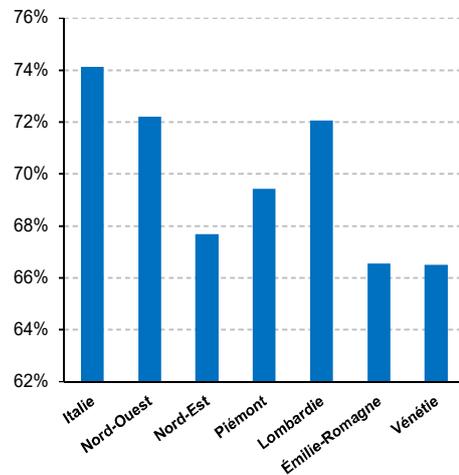
1/ Projections du PIB réel de l'Italie en 2020-2021 selon trois hypothèses



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

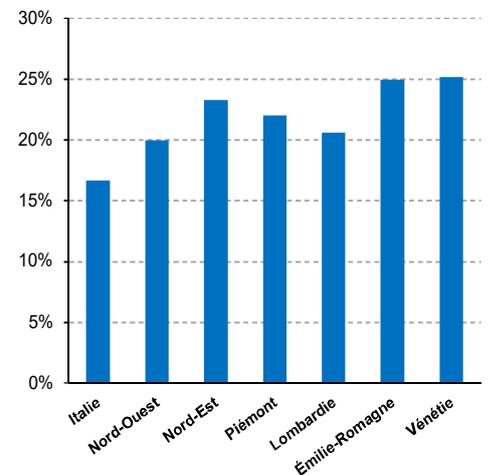
THÉMATIQUE

2/ Poids des services en % de la valeur ajoutée de la zone de référence



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

3/ Poids de la production manufacturière en % de la valeur ajoutée de la zone de référence



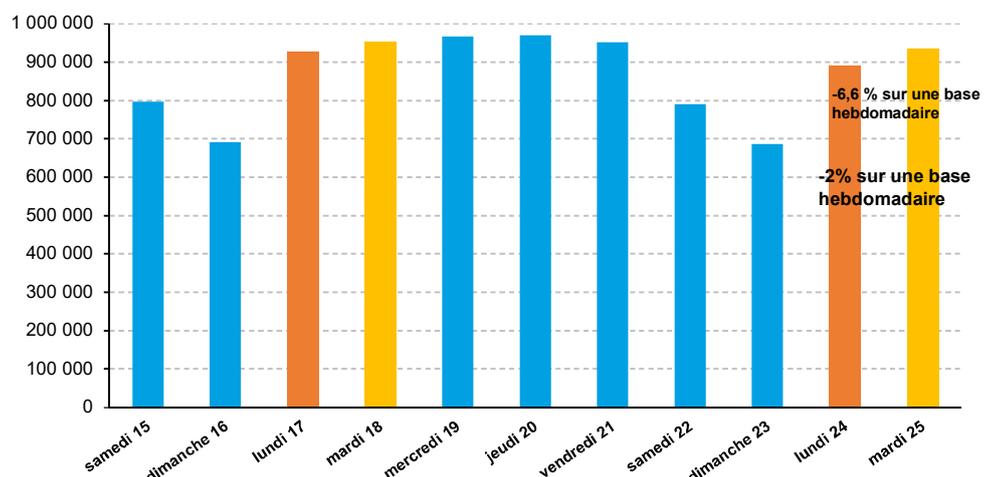
Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

La croissance italienne devrait être au mieux proche de zéro en 2020

37 % des dépenses de consommation finale des familles résidentes et non résidentes et totalisent 32,2 % de la population italienne totale, soit plus de 19,4 millions de personnes), l'impact se situe approximativement entre 4,2 et 4,5 milliards d'euros. De toute évidence, cette combinaison de facteurs est particulièrement sévère, tant en termes d'étendue géographique (échelle régionale plutôt que municipale/locale), de durée (4 semaines) que d'impact (réduction de moitié de la consommation sur une sélection de catégories sans prise en compte de facteurs compensatoires). Si l'on attribue l'intégralité de cet impact au 1^{er} trimestre (mais en prévoyant un redressement au deuxième trimestre), les projections du PIB pour 2020 passent en dessous de -0,1%. Si l'on réduit la sévérité des critères retenus,

notamment en termes de durée (2 semaines) ou d'étendue géographique (sélection de provinces), les effets diminuent de manière significative, ramenant les projections de croissance du PIB à 0 % en 2020, sous réserve d'un redressement au deuxième trimestre. Il est à noter qu'une partie de l'impact estimé pourrait se voir atténué, étant donné que de nouvelles dépenses pourraient compenser en partie les pertes dans les catégories sélectionnées (désinfectants, soins personnels, ventes en ligne par rapport aux ventes au détail), mais une partie de la consommation semble définitivement perdue (restaurants, voyages, etc.), sans effet de rattrapage notable à prendre en compte. En revanche, si l'étendue des zones touchées est limitée, il se peut que certains comportements irrationnels

4/ Consommation d'énergie en Italie, février, MW quotidiens



Source : Recherche Amundi, Terna, données au 27/02/2020

THÉMATIQUE

renforcent la perception du risque et affectent gravement la confiance des consommateurs, non seulement dans les régions touchées, mais aussi au niveau national, ce qui amplifierait les effets.

Impact généré par les tensions sur la production : la Lombardie, l'Émilie-Romagne et la Vénétie représentent environ 40 % du PIB italien. À ce stade, l'impact régional implicite est considérable. Ainsi, l'hypothèse d'une chute à 70 % de l'activité de l'industrie manufacturière et du secteur des services durant deux semaines pourrait se traduire par une perte d'environ 7 milliards d'euros et, après un rebond au deuxième trimestre, le PIB ressortirait à -0,3 % en 2020. Dans l'hypothèse où seules quelques provinces sont touchées (Milan, Crémone, Lodi, Padoue, Plaisance par exemple) et que leur capacité de production tombe à 50 %, l'impact serait alors plus proche d'une croissance du PIB de 0 % en 2020, compte tenu, toujours, d'un phénomène de rattrapage au deuxième trimestre. Cependant, pour l'heure, les informations émanant de ces régions et de ces entreprises ne font pas état d'un tel ralentissement de l'activité. De fait, si l'on considère les données relatives à la consommation d'énergie, au niveau national, la consommation d'énergie du lundi 24 février était inférieure de 6,6 % à la moyenne hebdomadaire et celle du mardi 25 de 2 %, ce qui pourrait d'ores et déjà suggérer une tendance à la normalisation de la production.

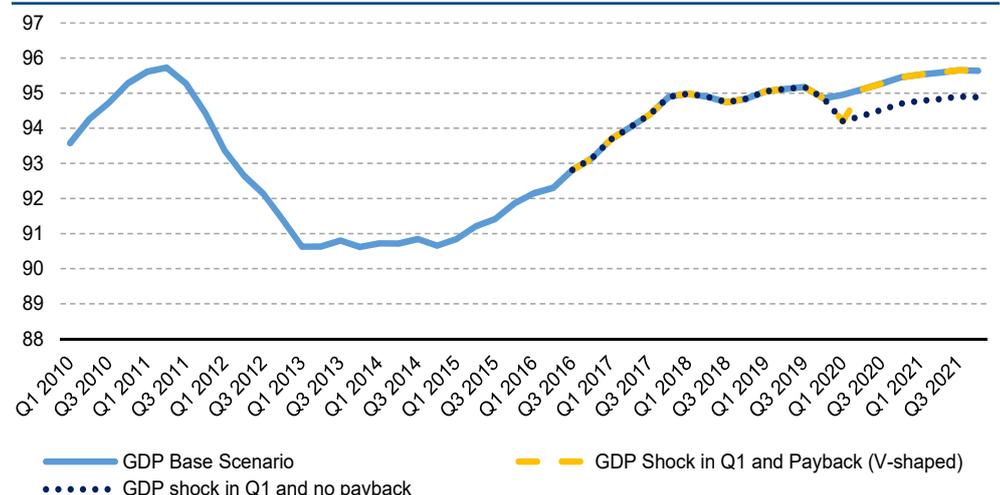
Les données étant disponibles au niveau régional ou provincial, **nos simulations portent sur des zones nettement plus étendues que celles**

qui sont effectivement à l'arrêt ou soumises à des restrictions importantes.

Bien que cet exercice ne soit pas très réaliste, il peut être utile de replacer ces chiffres et ces risques dans leur contexte. En effet, nous anticipons déjà une faible croissance de l'économie italienne à 0,2 % cette année, soutenue par une croissance timide, mais positive de la demande intérieure et du commerce international, mais avec de fortes vulnérabilités aux chocs externes et internes. **Or, l'actualité récente met fortement en péril ce scénario central** tandis que le scénario baissier qui prévoit une croissance du PIB de -0,5 % (ou moins) devient de moins en moins improbable, avec le risque d'une prolongation des tensions internes qui limiterait la portée du rebond attendu au deuxième trimestre, ou le risque d'une nouvelle détérioration de la demande extérieure (voire une combinaison des deux). De fait, les tensions s'exerceront à travers un ensemble de facteurs interdépendants difficiles à estimer a priori et pourraient se concentrer sur certains secteurs. Par exemple, l'impact sur le tourisme, considéré comme important au moins pour le premier semestre, pourrait également s'étendre à la période estivale, or, selon la banque d'Italie, en 2017, la part de l'activité directement imputable au tourisme représentait plus de 5 % du PIB et 6 % de l'emploi.

Achevé de rédiger le 27/02/2020

5/ Italie: projections du PIB selon 3 scénarios, T1 2008=100



Source : Recherche Amundi, Datastream, ISTAT, données au 25/02/2020

THÉMATIQUE



VALENTINE AINOZ, CFA
Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des marchés
développés

Le marché du crédit est devenu « accro » aux liquidités

Le marché du crédit réévalue le risque

Les marchés en sont venus à remettre en question l'hypothèse d'une stabilisation de la croissance mondiale. Avant la correction, le marché de la dette d'entreprise était porté par la liquidité et la recherche de rendements sans trop s'inquiéter des fondamentaux, un afflux massif de capitaux, un marché primaire très actif et des valorisations élevées. L'actuel mouvement d'aversion au risque du marché pourrait compromettre la croissance mondiale, d'autant plus que nous sommes dans une phase avancée du cycle.

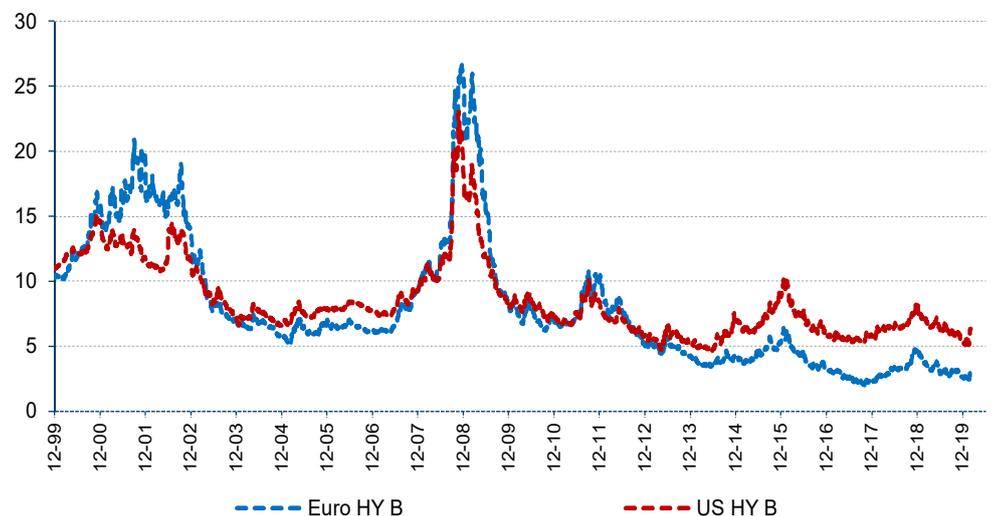
En 2019, nous sommes passés de taux d'intérêt bas à des taux d'intérêt ultra-bas pour plus longtemps avec des injections de liquidités des banques centrales.

L'économie mondiale est entrée dans une phase de ralentissement synchronisé. La croissance mondiale est tombée à 3%, son taux le plus bas depuis 2008. La faiblesse de la croissance a été entraînée par une forte détérioration de l'activité manufacturière mondiale qui est tombée à 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 demande intérieure dans les économies développées est restée vigoureuse, soutenue par une forte progression des chiffres de l'emploi et l'expansion du secteur des services.

Les principales banques centrales du monde ont adopté un ton plus accommodant compte tenu de la fragilité de la croissance mondiale et de la faiblesse de l'inflation. À noter que :

- la Réserve fédérale a opéré une brusque volte-face de sa politique monétaire en janvier de l'année dernière. En effet, après avoir prévu trois hausses, la banque centrale a finalement baissé son taux directeur à trois reprises en 2019. Les membres du FOMC considèrent ces baisses comme des « baisses préventives », dans la mesure où l'économie américaine est tirée par de solides dépenses de consommation, mais qu'elle est menacée par la faiblesse de l'économie mondiale, la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine, et les incertitudes liées au Brexit.
- la Banque centrale européenne a déployé un ensemble complet de mesures, comprenant une réduction de 10 points de base de son taux de dépôt ramené à -0,5% et la reprise de son programme d'achat d'actifs en novembre. Si la taille de ce programme d'achats est modeste (20 milliards d'euros par mois), il n'a pas de limite de durée, la BCE ayant déclaré qu'il durerait « aussi longtemps que nécessaire ».

1/ Rendement : Dette des entreprises et souverains (en %)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 28/02/2020

THÉMATIQUE

En définitive, les taux négatifs sont devenus la nouvelle norme, et la politique des banques centrales, et les faibles perspectives de croissance ont entraîné une reprise massive des marchés obligataires. L'encours mondial des obligations à rendement négatif a bondi à plus de 15 000 milliards de dollars. La grande majorité des obligations européennes et japonaises sont assorties de rendements négatifs à l'échéance. La dette à taux négatif sur le marché obligataire en euros est remontée à 55 % en fin janvier, après être tombée à 45 % en fin décembre 2019. La dette italienne d'entreprises BBB et HY représente la quasi-totalité du rendement disponible au-dessus de 1 %.

Le marché du crédit est devenu « accro » aux liquidités

Avant que les inquiétudes liées au coronavirus ne gagnent les marchés, les investisseurs en instruments obligataires étaient en quête de stratégies pour préserver le capital et générer des revenus dans un contexte de taux d'intérêt bas, voire négatifs. Il s'en est suivi :

- **un afflux massif de capitaux sur le marché de la dette d'entreprises.** La multiplication et la persistance des emprunts à rendement négatif ont poussé les investisseurs à prendre plus de risques.
- **une activité intense sur les marchés primaires de la dette des entreprises.** La forte demande a facilement absorbé cette nouvelle offre et les carnets d'ordres étaient souvent impressionnants. Sur le marché de la dette IG en euros, les volumes ont atteint des niveaux records sur dix ans, avec une activité intense pour les émetteurs notés BBB, les échéances longues et les émetteurs domiciliés aux États-Unis.
- **un resserrement dans l'IG et une forte compression du HY.** La demande des investisseurs pour des produits de *spread* a comprimé les *spreads*, réduit la volatilité et aplati les courbes de *spread*. Après la dernière correction, les rendements proposés par les émetteurs américains notés B se maintiennent à 5,5 %, ce qui est proche du plus bas historique de 4,9 % atteint début février.

- **un taux de défaut de paiement sur 12 mois inférieur à la moyenne à long terme, malgré le niveau élevé d'endettement de certains émetteurs, et la faible croissance des bénéficiaires.** La forte demande des investisseurs a permis aux entreprises de refinancer leur dette à des taux favorables tout en augmentant sa maturité moyenne. Compte tenu de ce climat, les taux de défaillance étaient censés rester faibles, en effet, tant qu'une entreprise peut refinancer sa dette à des taux avantageux, elle ne fait pas défaut. En d'autres termes, les prévisions de taux de défaut sont en retard par rapport aux conditions actuelles du marché !

L'hypothèse d'une stabilisation de la croissance mondiale est aujourd'hui remise en cause par la crise du coronavirus

Notre scénario pour 2020 prévoyait une stabilisation de la croissance mondiale à mesure que les tensions commerciales et les politiques monétaires se relâchaient. Compte tenu des très faibles rendements disponibles sur les principaux marchés obligataires, ce contexte s'avérait favorable pour les marchés du crédit malgré les valorisations élevées. Or, il se pourrait que la crise sanitaire bouleverse l'économie de manière directe (baisse du tourisme, diminution des exportations et perturbation des chaînes d'approvisionnement) et indirecte (resserrement des conditions de financement).

Nous ne doutons pas de la volonté des banques centrales de garder un ton accommodant à l'avenir. Ce contexte sans précédent de « rendements négatifs combinés à des achats de titres par les banques centrales » ne devrait pas évoluer de manière significative dans l'immédiat. À ce stade, il est néanmoins difficile d'évaluer l'ampleur des dommages que le virus causera à l'économie.

Les marchés du crédit réévaluent le risque

Les taux bas ont allongé le cycle du crédit, mais il n'a pas disparu. À ce stade du cycle, un ralentissement économique mondial plus prononcé

THÉMATIQUE

que prévu pourrait avoir un impact significatif sur les marchés du crédit via :

- **Un durcissement des conditions de financement.** Ces derniers jours, les craintes grandissantes concernant la croissance mondiale ont provoqué une augmentation de la volatilité des marchés et une hausse des primes de risque sur les obligations. Le coronavirus a également eu raison de l'euphorie du marché primaire des obligations d'entreprises. Le risque est celui d'une fermeture prolongée du marché. Ce risque est plus marqué pour les émetteurs les moins bien notés. Nous pensons, de manière plus générale, que l'actuel mouvement d'aversion au risque du marché pourrait sérieusement compromettre la croissance mondiale, d'autant plus que nous sommes en phase tardive du cycle.
- **Une pression sur les bénéfiques.** Si le coronavirus n'est pas contenu rapidement, cela affectera considérablement les résultats des entreprises. Il convient de noter que la croissance des bénéfiques était déjà sous tension avant même le coronavirus. Deux risques doivent être soulignés : (1) L'environnement plus risqué pourrait inciter les agences de notation à dégrader

les émetteurs BBB américains très endettés. (2) Malgré les faibles coûts de financement, une croissance léthargique des résultats constitue la plus grande menace pour les entreprises HY les moins bien notées 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.

Le choc pourrait s'avérer plus fort à court terme, mais nous conservons un scénario en U avec un effet de rattrapage dans un deuxième temps. Un soutien supplémentaire des banques centrales et des gouvernements pour soutenir la croissance est une hypothèse clé de ce point de vue. Néanmoins, nous devons rester vigilants, les politiques monétaires accommodantes ont considérablement allongé de cycle de crédit, mais il n'a pas disparu. Un marché primaire plus sélectif ou/et un ajustement significatif des primes de risque pourraient pénaliser la croissance, surtout compte tenu de la maturité du cycle.

LE THÈME DU MOIS



IBRA WANE,
Stratège Senior

Des résultats 2019 marqués par un contexte mondial médiocre et la dissipation des effets de la réforme fiscale américaine

Résultats sociétés: après quatre trimestres de stagnation, quelles perspectives en 2020 ?

Les résultats du T4 2019 aux États-Unis et en Europe ont confirmé la tendance à la stagnation des douze derniers mois. Tous les yeux sont désormais braqués sur 2020. Depuis des mois, le consensus apparaissait bien trop optimiste. Le coronavirus a renforcé ces doutes. Sa marque sur le T1 sera profonde mais un rattrapage devrait se faire par la suite. À court terme le marché devrait demeurer nerveux. À plus long terme un prudent optimisme devrait finir par s'imposer.

Des résultats éteints pour le quatrième trimestre consécutif...

La saison des publications du 4^e trimestre 2019 touche à sa fin. Le moment est donc venu d'en dresser un premier bilan et d'ajuster les prévisions 2020 compte tenu de l'irruption de l'épidémie de coronavirus.

Une mise en perspective des résultats du T4 2019 montre que ceux-ci sont demeurés stagnants pour le 4^e trimestre consécutif de part et d'autre de l'Atlantique avec +3,1% pour le S&P 500 et -0,2% en Europe (cf. graphique n° 1 et 2). Ceci vient confirmer la nette décélération de la croissance mondiale depuis les sommets de 2017-2018 d'une part ainsi que, pour les États-Unis, la dissipation des effets de la réforme fiscale de 2017.

Cette dynamique de révision baissière a été toutefois moins accentuée aux États-Unis qu'en Europe; les résultats (déclarés + estimés) du S&P 500 pour le T4 2019 s'avérant finalement un peu meilleurs qu'attendu avec +3,1% au 18 février contre -0,3% au 1^{er} janvier alors que, dans le même temps en Europe, les estimations du Stoxx 600

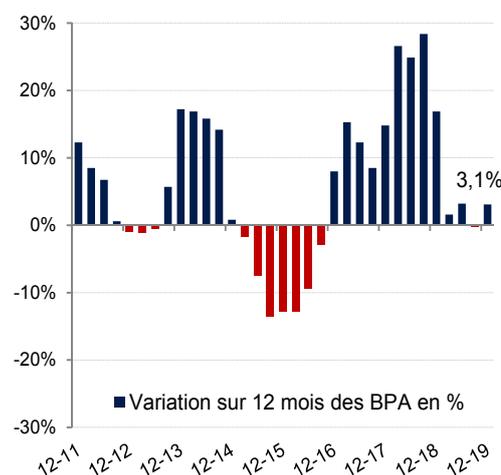
glissaient de +3,7% à -0,2%. Cette légère amélioration des estimations du T4 aux États-Unis ne doit cependant pas être sur-interprétée car l'embellie ne s'est pas étendue aux trimestres suivants, bien au contraire.

...De fortes disparités sectorielles !

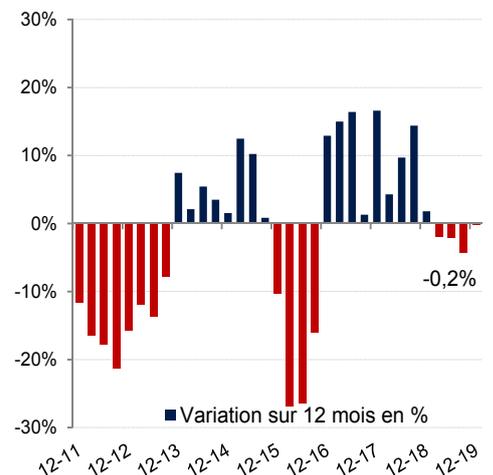
Cette stagnation des résultats du T4 2019 masque de fortes disparités sectorielles tant aux États-Unis qu'en Europe.

Des deux côtés de l'Atlantique, l'Énergie et les Matières premières ont lourdement pesé sur les résultats, amputant à eux seuls de trois à quatre points les BPA du S&P 500 et du Stoxx 600. La dégradation de la contribution de ces deux secteurs observée depuis plusieurs trimestres est directement liée à la décélération de la croissance mondiale et à celle de la Chine en particulier. Les cours de nombreuses matières premières se sont en effet tassés au T4 2019 avec une baisse moyenne de 9% sur un an tant pour le baril de Brent que pour l'indice CRB des matières premières industrielles.

1/ Résultats trimestriels du S&P 500



2/ Résultats trimestriels du Stoxx 600



LE THÈME DU MOIS

Depuis des mois,
le consensus 2020
semblait bien trop
optimiste...

... Le coronavirus n'a fait
qu'attiser ces doutes!

La taille de l'économie
chinoise a quadruplé
depuis l'époque du
SRAS en 2003...

À l'inverse, on notera la bonne tenue des résultats des Financières tant aux États-Unis (+12 %) qu'en Europe (+4 %), même si celle-ci est plus marquée Outre-Atlantique compte tenu du plus grand dynamisme de l'économie, d'une courbe des taux plus favorable et du leadership de leurs banques d'investissement.

Parmi les autres secteurs, aux États-Unis, l'Industrie (-10 %) et la Consommation discrétionnaire (0 %) ont été pénalisées respectivement par les déboires de Boeing et par ceux de Ford et GM. En revanche, la Technologie - un secteur crucial à Wall Street avec près de 25 % de la capitalisation totale - redresse la barre (+9 %) après trois trimestres consécutifs de déclin.

En Europe, l'Automobile (-27 %) est prise en tenaille entre la baisse des volumes et les coûts de préparation de l'avenir (CO², voiture autonome...) alors que le Luxe (+14 %) continue de tracer son sillon en dépit des manifestations à Hong-Kong. De même, la Consommation courante (+7 %) et la Santé (+4 %) progressent ainsi que l'Industrie (+5 %), qui bénéficie essentiellement du dynamisme d'Airbus et de l'équipement électrique.

Après quatre trimestres de stagnation, quelles perspectives pour 2020 ?¹

À ce jour (24 février), le consensus IBES continue de tabler sur une croissance des BPA 2020 de l'ordre de +9 % pour le MSCI ACWI dont +8 % aux États-Unis, +7 % en Europe et jusqu'à +15 % parmi les Émergents.

Depuis de longs mois le consensus IBES nous semblait irréaliste. Compte tenu des pressions sur le *top line* des entreprises, de leur faible *pricing power*, des pressions salariales en fin de cycle, des hausses de droits de douane et de la diminution des rachats d'actions aux États-Unis, nous tablions plutôt sur une croissance de l'ordre de +5 %, tant aux États-Unis qu'en Europe. Depuis lors, le fait nouveau est le déclenchement de l'épidémie de Coronavirus avec toutes les incertitudes que celle-ci peut entraîner sur la croissance mondiale et la marche des entreprises.

L'épidémie de coronavirus est venue complexifier les prévisions... !

Tant que l'épidémie court et que nombreuses restrictions demeurent en place, il serait hasardeux d'avancer un chiffre sur l'impact global du coronavirus. Celui-ci s'annonce cependant plus lourd que le SRAS en 2003 qui avait alors fortement pesé sur le PIB chinois du 2nd trimestre. Toutefois, comme d'habitude dans ce type de crise, le choc initial devrait être en large partie absorbé dans les mois suivants du fait des contre-feux mis en place (*policy-mix* plus favorable...), des stabilisateurs automatiques (baisse des taux longs...) et de la consommation différée d'une partie des biens durables. Ainsi, en 2003, le choc sur la croissance chinoise n'avait duré que trois mois ; celle-ci ayant très fortement rebondi dès le 3^e trimestre.

Mais cette fois-ci, le choc initial devrait être plus ample du fait des mesures de confinement sans précédent mises en place à Wuhan et au Hubei et des restrictions de circulation à travers tout le pays. Faute de travailleurs, de nombre de masques suffisants ou de pièces détachées, ceci limite toute tentative de reprise du travail à grande échelle. Ainsi, selon la Chambre de Commerce Américaine de Shanghai située 700 km de l'épicentre de l'épidémie, si les deux tiers des entreprises américaines autour de Shanghai ont repris leur production depuis le 10 février, 78 % d'entre-elles n'ont pas assez d'ouvriers pour tourner normalement. Signe de ces difficultés, Volkswagen qui avait prévu de rouvrir son usine de Shanghai le 10 février a déjà repoussé par deux fois cette échéance au 17, puis au 24 février.

Par ailleurs, la part relative de la Chine au sein de l'économie mondiale ayant quadruplé depuis 2003, les répercussions globales seront d'une toute autre ampleur qu'à l'époque du SRAS.

... d'autant que la Chine est désormais au cœur de nombreuses chaînes de valeur...

Usine du Monde, la Chine est désormais au cœur de nombreuses chaînes de valeur. Les répercussions du

¹ Voir la version longue dans notre thematic paper bientôt disponible sur le site research-center.amundi.com : Résultats sociétés : à l'ombre du Covid-19

LE THÈME DU MOIS

... et l'exposition à la Chine des sociétés du Stoxx 600 a multiplié par huit sur la même période!

Les révisions bénéficiaires sont inévitables...

la capacité du marché de regarder au-delà dépendra de la durée de la crise

Coronavirus se feront donc sentir non seulement en Chine mais bien au-delà.

La région de Wuhan est notamment un grand centre de production automobile. C'est le siège de Dong Feng, le 2^e constructeur chinois et de nombreux constructeurs et équipementiers étrangers y sont implantés tels GM, Nissan, PSA, Renault, Honda, Valeo, Faurecia. Faute d'approvisionnement en câblage électronique en provenance du Hubei en Chine, les usines de Kia, Hyundai et Renault Samsung Motor à 1500 km de là en Corée ont toutefois été contraints de mettre plus de 25 000 ouvriers en chômage technique.

La Chine est également un pays clé en matière d'électronique et de nombreux constructeurs étrangers font appel à ses sous-traitants. Ainsi, selon la *Nikkei Asian Review*, en mars 2019, parmi ses 200 principaux fournisseurs, Apple comptait 41 chinois, soit trois fois plus qu'en 2012, et davantage que d'américains (37). Par ailleurs, de nombreux fournisseurs étrangers produisent également en Chine continentale, à l'instar du taïwanais Foxconn qui, faute d'ouvriers disponibles de retour des congés début février, a dû réviser sa prévision de croissance des ventes 2020.

Moins connu, la Chine est aussi très impliquée dans les chaînes de valeur pharmaceutique. Ainsi, 80 % des principes actifs utilisés en Europe proviennent d'Asie et notamment de Chine ce qui pourrait entraîner des ruptures de stocks, voire d'approvisionnement.

Enfin, le rebond post épidémie devrait être moins ample qu'en 2003 car la structure de l'économie chinoise a profondément changé. À l'époque, celle-ci était beaucoup plus tournée vers l'industrie alors qu'aujourd'hui les services ont pris une part beaucoup plus considérable. En d'autres termes, si en 2003, il *suffisait* de pousser la cadence des usines, cette fois-ci il sera plus difficile de rattraper les services non consommés.

Depuis quelques jours, l'épidémie semble ralentir en Chine mais commence à se diffuser au-delà,

notamment en Corée du Sud, en Iran et en Italie. En Chine, les mesures de prévention mises en place à la veille des congés du Nouvel An Chinois (24-30 janvier) demeurent néanmoins très strictes rendant ainsi très théoriques les annonces de reprise du travail. Si ces restrictions devaient encore se prolonger quelques semaines, de nombreuses sociétés se retrouveraient confrontées à des problèmes de liquidité. La puissance publique veillera certes à les aider mais, comme à l'accoutumée, les entreprises privées de taille modeste seront bien plus vulnérables.

Des résultats sous pression pour un quart des secteurs de la cote

Compte tenu du poids accru de l'économie chinoise et de l'imbrication croissante des chaînes de valeur, les répercussions globales devraient être plus sensibles cette fois-ci et cela ne manquera pas de se répercuter sur les résultats.

Ainsi, parmi les sociétés du Stoxx 600 en Europe, l'exposition directe² à la Chine est en moyenne de près de 8 % contre moins de 1 % en 2003. Par ailleurs, parmi les vingt-quatre secteurs de la nomenclature GICS, six d'entre eux présentent une exposition supérieure à 10 %. Ces six secteurs - auto, énergie, luxe, semi-conducteurs, tech hardware et matériaux de base - représentant ensemble 23 % de la capitalisation du Stoxx 600 mais surtout, près de quarante pour cent (37 %) du rebond des profits attendus en 2020!

De même aux États-Unis, si l'exposition du S&P 500 à la Chine, à 5 %, est un peu plus faible qu'en Europe, ce pourcentage est là encore de 10 % et plus dans six secteurs, dont cinq communs avec l'Europe. Ces six secteurs particulièrement exposés à la Chine représentant ensemble 18 % de la capitalisation du S&P 500 et plus du quart (26 %) du rebond des profits attendus en 2020...

Dès lors, sans qu'il soit possible de donner un chiffre précis, on aura compris que les prévisions de profits 2020, seront très dépendantes du

² Pour le luxe, on distingue l'exposition directe (achat des chinois en Chine) et indirecte (achat des touristes chinois à l'étranger); cette dernière étant typiquement deux fois supérieure à l'exposition directe.

LE THÈME DU MOIS

rythme de retour à la normale des opérations en Chine.

C'est notamment le cas en Europe où l'exposition à la Chine est plus élevée qu'aux États-Unis et où les marges domestiques sont généralement plus faibles que sur les marchés émergents. Les alertes sur chiffre d'affaires et / ou résultats devraient donc se multiplier au T1 2020.

Si l'épidémie se dissipe, un mieux devrait commencer à se dessiner à partir d'avril. D'un secteur à l'autre, ce rattrapage sera cependant plus ou moins partiel. À titre d'exemple, les repas au restaurant, les nuitées d'hôtel, les déplacements non effectués ne seront que très partiellement récupérés. À l'inverse, pour les articles de luxe, il est vraisemblable qu'une grande part des ventes perdues au 1^{er} trimestre soit rattrapée par la suite.

Au final, sur la base d'un pic en avril, au lieu des 7 à 8 % de croissance des BPA 2020 du Consensus IBES pour l'Europe et les États-Unis, il nous apparaît plus prudent d'ajuster nos prévisions post-Coronavirus de +5 % à +2 % pour les États-Unis et de +5 % à 0 % en Europe compte tenu de la plus grande sensibilité de cette dernière.

Un prudent optimisme demeure de mise

Après être longtemps restés quasi indifférents au déclenchement de l'épidémie, les marchés d'actions ont fini par ployer le 24 février, soit un mois jour pour jour après le début des mesures de confinement à Wuhan. Du pic au creux (19 au 25 février), le Stoxx 600 et le S&P 500 ont perdu 7 à 8 %, mais, compte tenu de leur hausse précédente, ils ne baissent que de 3 %

depuis le début de l'année après des hausses respectives de 23 et 29 % l'an dernier.

Par le passé, chaque épisode de baisse significative s'était soldé par un rebond dans les mois suivants. Cette fois encore il pourrait en être de même, mais le timing et l'ampleur du rebond restent très incertains.

Le timing sera notamment conditionné par l'évolution de l'épidémie. Lors du SRAS, quand le pic avait été dépassé, le marché avait rebondi. Cette fois-ci, il faudra également surveiller la remise en marche effective des entreprises et des chaînes de valeur, ce qui pourrait occasionner des décalages de quelques semaines supplémentaires.

S'agissant de l'ampleur du rebond, même si les valorisations peuvent encore progresser du fait des taux d'intérêts particulièrement bas, en sens inverse il faudra également tenir compte des baisses de prévisions bénéficiaires à venir.

Entre les mauvais indicateurs économiques qui vont se succéder, les avertissements sur résultats des entreprises, leurs problèmes de liquidité, un éventuel sursaut de l'épidémie voire l'imprévisibilité de la primaire démocrate aux États-Unis, le marché pourrait demeurer volatil quelques semaines.

Des stratégies de couverture demeurent donc indispensables. Quoi qu'il en soit, entre le soutien résolu des autorités, la vigilance des grandes banques centrales et le peu d'alternatives aux actions dans un environnement de taux très bas, un prudent optimisme demeure de mise.

(Achevé de rédiger le 25 février 2020)

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Mise à jour mensuelle

Nos probabilités restent inchangées, mais nous avons « assombri » et détaillé notre propos dans les différents scénarios

SCÉNARIO NÉGATIF En eaux tumultueuses

30 %

- **Efforts infructueux pour relancer la croissance chinoise :**
 - contagion au secteur bancaire et aggravation des risques financiers
 - hausse du taux de défaut en raison de la récession mondiale et risque d'instabilité financière
 - capacité limitée de l'Asie hors Chine à mettre en œuvre des mesures politiques (effet de second tour = récession dans la région)
- **Propagation rapide du Covid-19 au RdM :** réévaluation par le marché des risques entraînant un resserrement des conditions financières
- **Financements d'urgence** (injections de liquidités) induits par les politiques visant à réduire la pression sur l'économie rendant la dette insoutenable
- **Relocalisations forcées et renouvellement des chaînes d'approvisionnement :**
 - croissance tendancielle plus faible en Chine
 - récession mondiale due à la « dé-globalisation »
- **Intensification de la guerre commerciale** donnant lieu à une contraction plus importante du commerce mondial, à un effondrement de la production manufacturière (avec contagion aux services), à une guerre des changes
- **Aggravation des risques idiosyncrasiques** (Moyen-Orient, Hong Kong, élections américaines, Brexit, Italie)

SCÉNARIO CENTRAL Espoirs de scénario en U

55 %

- **Choc temporaire sur la croissance (en V ou en U) :**
 - impact du coronavirus qui s'avère être « de courte durée » (S1)
 - choc potentiellement plus profond que prévu à court terme, mais sans impact sur la croissance potentielle
 - rattrapage progressif au cours du S2 suivi d'une stabilisation au potentiel
- **Taux de croissance faibles, inflation faible, croissance des bénéfices faible** pour les entreprises
- **Endettement record** (administrations publiques et entreprises)
- Dimension **géopolitique** prédominante (élections américaines en particulier)
- Combinaison de **politiques monétaires et budgétaires** en compensation de l'incertitude commerciale et pour gérer les retombées du Coronavirus

SCÉNARIO POSITIF Attrait des actifs risqués

15 %

- **Ensembles de mesures intelligentes et vigoureuses en Chine** entraînant un rebond de la croissance mondiale
- **Soutien de la politique monétaire et budgétaire** (Europe/Allemagne, et peut-être même États-Unis) + **impact positif du policy mix passé**
- **Europe : progrès significatifs de l'architecture financière** (union des marchés financiers, union bancaire, flexibilité des règles budgétaires)
- **Véritable désescalade** entre la Chine et les États-Unis **avec un accord commercial d'envergure**

SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS

Le point sur le Covid-19

- L'épidémie de Covid-19 crée un choc temporaire, mais profond sur l'économie chinoise (T1) avec des retombées sur les partenaires commerciaux asiatiques et des ruptures de chaînes d'approvisionnement au niveau mondial, du moins à court terme.
- L'économie chinoise se contractera au T1 et devrait ensuite rebondir, mais la question est quand et à quelle vitesse. L'observation des données relatives à la consommation d'énergie (charbon), au commerce et aux PMI est plus importante que les prévisions. Dans notre scénario central, nous partons du principe que le gouvernement chinois tente de compenser les retombées du Covid-19 par des politiques plus accommodantes, en tablant sur un retour aux capacités de production normales au T2 et en se concentrant sur la continuité et la stabilité sociale plutôt que sur les objectifs de croissance. Notre conviction la plus importante est celle d'une reprise à partir du T2.
- Nous prévoyons un ralentissement du commerce mondial, qui affectera la production industrielle et manufacturière. La Corée, le Japon et la zone euro sont les régions les plus vulnérables. Nous tablons également sur une baisse de la confiance au niveau mondial (PMI manufacturier mondial).
- Ces dernières semaines, le Covid-19 s'est propagé plus largement dans le monde. Le choc porte sur la demande et l'offre, tant interne qu'externe, et concerne à la fois la production manufacturière et les services de manière endogène au niveau national. Ceci entraîne un risque de récession plus élevé pour l'économie mondiale.
- À plus long terme, le coronavirus pourrait inciter les multinationales occidentales à réduire considérablement leur main-d'œuvre chinoise, entraînant à terme un phénomène d'internalisation depuis la Chine. Ceci pourrait renforcer le phénomène de démondialisation et les marchés financiers offriront une prime aux pays capables de s'adapter et de devenir « autonomes » plus rapidement que les autres.

Méthodologie

– Scenarios

Les scénarios reflètent les calculs de probabilité des régimes financiers en fonction des prévisions macroéconomiques internes. Nous utilisons un algorithme de partitionnement en k-moyennes pour analyser notre ensemble élargi de données macroéconomiques et diviser nos observations en k groupes, l'entier k étant défini de telle sorte qu'il soit représentatif d'un maximum des variables de l'ensemble de données. Les observations appartiennent à un k groupe ou à un autre selon leurs similitudes. Le regroupement des observations en k groupes est obtenu en minimisant la somme des carrés des distances euclidiennes entre les observations et les points centroïdes des k groupes - c'est-à-dire les valeurs de référence pour chaque k groupe. Plus la distance est importante, plus la probabilité d'appartenir à un régime donné est faible. Nous superposons ensuite l'apport qualitatif du GIC.

– Risques

Les probabilités des risques du scénario central sont issues d'un sondage interne à Amundi. Les risques sont classés en trois catégories: Économique; Finance et Géopolitique. Même si ces trois catégories ne sont pas indépendantes, elles ont un épicycle spécifique à leur nature. Les pondérations (pourcentages) sont fonction de leur impact sur les scénarios et sont évaluées à partir d'un sondage au sein de la plateforme d'investissement.

PRINCIPAUX RISQUES

RISQUE ÉCONOMIQUE

12 %

Probabilité

Croissance Chine/Asie

- **Échec des tentatives de relance de la croissance chinoise**, contagion au secteur bancaire et aggravation des risques financiers, hausse du taux de défaut entraînant une **récession mondiale et de l'instabilité financière**
- **Capacité réduite** de l'Asie hors Chine à mettre en œuvre les mesures politiques nécessaires pour ramener le cycle sur une trajectoire vertueuse (récession)
- Fardeau de la dette exacerbé par l'injection en urgence de liquidités pour surmonter la crise du coronavirus

Croissance marchés développés

- **Le Covid-19 se propage dans le monde entier**, les gouvernements font appel à des politiques expansionnistes pour en neutraliser les retombées, **mais c'est le chaos qui mène à la récession**

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, valeurs défensives vs cycliques

- Pétrole, actifs risqués, devises des exportateurs de matières premières

RISQUE FINANCIER

15 %

Probabilité

Réévaluation des risques par le marché

- **Effets de contagion entraînant un resserrement des conditions financières** et chute des indices PMI à des niveaux synonymes de récession, provoquant des turbulences financières (effondrement des marchés) voire une récession des bénéfices par action
- **Vulnérabilité** croissante des entreprises
- **Illiquidité du crédit** et mauvaise allocation du risque
- Assèchement de la liquidité du dollar US
- Inefficacité des mesures prises par les banques centrales

+ Dette souveraine des États-Unis, CHAUD, YEN (AUD, NZD, CAD), CDS, optionnalité, volatilité minimale

- Pétrole, actifs risqués

RISQUE (GEO)POLITIQUE

10 %

Probabilité

Aggravation des risques idiosyncrasiques

- Élections américaines
- Allemagne
- Italie
- Brexit
- Moyen-Orient
- Hong Kong
- **Intensification de la guerre commerciale** donnant lieu à une contraction plus importante du commerce mondial, à un effondrement de la production manufacturière (avec contagion aux services) et à une guerre des changes

+ Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, obligations indexées sur l'inflation, USD, volatilité, qualité

- Pétrole, actifs risqués, EMBI

POINTS CLÉS

1 Épidémie de coronavirus

— Choc temporaire, bien que profond et lourd de conséquences, pour l'économie chinoise (estimation de 4,5 % pour le premier trimestre 2020 (contre 5,8 % auparavant) et de 5,6 % pour l'année 2020 (contre 5,8 % auparavant)). L'impact sur les pays asiatiques devrait essentiellement concerner les exportations et le tourisme. Ce choc et la faiblesse des statistiques de l'économie réelle (avec l'Allemagne en tête) se concrétisent dans un contexte de ralentissement de la dynamique du commerce mondial et de transfert des obligations libellées en US dollars. Les États-Unis font preuve de résilience avec une baisse des importations. Le choc retarde les perspectives de reprise mondiale.

2 PMI : le PMI manufacturier se remettait enfin, mais avant l'apparition du coronavirus

— Aux États-Unis, la divergence entre indices ISM et PMI s'est résorbée. Il est probable que les enquêtes ne tiennent pas suffisamment compte du coronavirus (enquêtes menées aux premiers stades de son apparition). Reprise progressive du PMI manufacturier en zone euro qui reste toutefois inférieur à 50. Les statistiques négatives en Chine pourraient traduire un impact précoce du coronavirus sur le sentiment dès le mois de décembre 2019.

3 L'USD attire les investisseurs, mais la forte réévaluation des anticipations relatives aux taux directeurs de la Fed et la forte volatilité ont mis une pression baissière sur les stratégies de portage, soutenant ainsi l'euro

— Les préoccupations relatives à la croissance mondiale semblent toujours annoncer un dollar résistant, mais l'écart de taux favorable au dollar est fortement orienté à la baisse puisque la BCE dispose de moins de munitions en termes de politique monétaire. L'EUR/USD a effacé ses pertes enregistrées depuis fin janvier, du fait de la volatilité accrue et de la fermeture des positions de portage, tandis que les monnaies de financement comme l'EUR et la SEK s'inscrivaient en hausse par rapport à l'USD.

4 Durcissement des conditions financières mondiales sur fond de craintes relatives au Covid-19

— Les conditions financières mondiales se sont resserrées en février, l'ensemble des régions faisant état d'un resserrement en fin de mois. Les marchés émergents ont enregistré la plus forte évolution de leurs conditions financières, lesquelles sont devenues encore plus sévères que durant l'été 2019. Toutes les composantes se sont durcies, les contributions négatives les plus importantes provenant de la volatilité des marchés actions, de l'élargissement des *spreads* des obligations d'entreprises et de la force du dollar par rapport aux devises émergentes à haut rendement.

POINTS CLÉS

Les devises étudiées à la loupe

Ce qui se cache derrière l'évolution de l'EUR/USD

Dans un contexte où le dollar se négocie avec une prime par rapport aux fondamentaux, la croissance devra faire son retour avant que les investisseurs ne deviennent structurellement baissiers sur le billet vert. 2020 a débuté avec le sentiment que le reste du monde pourrait connaître une croissance plus rapide que celle des États-Unis, mais le choc temporaire lié au Covid-19 qui frappe l'activité économique chinoise et ses répercussions négatives sur l'économie mondiale hors États-Unis, rend cela moins probable.

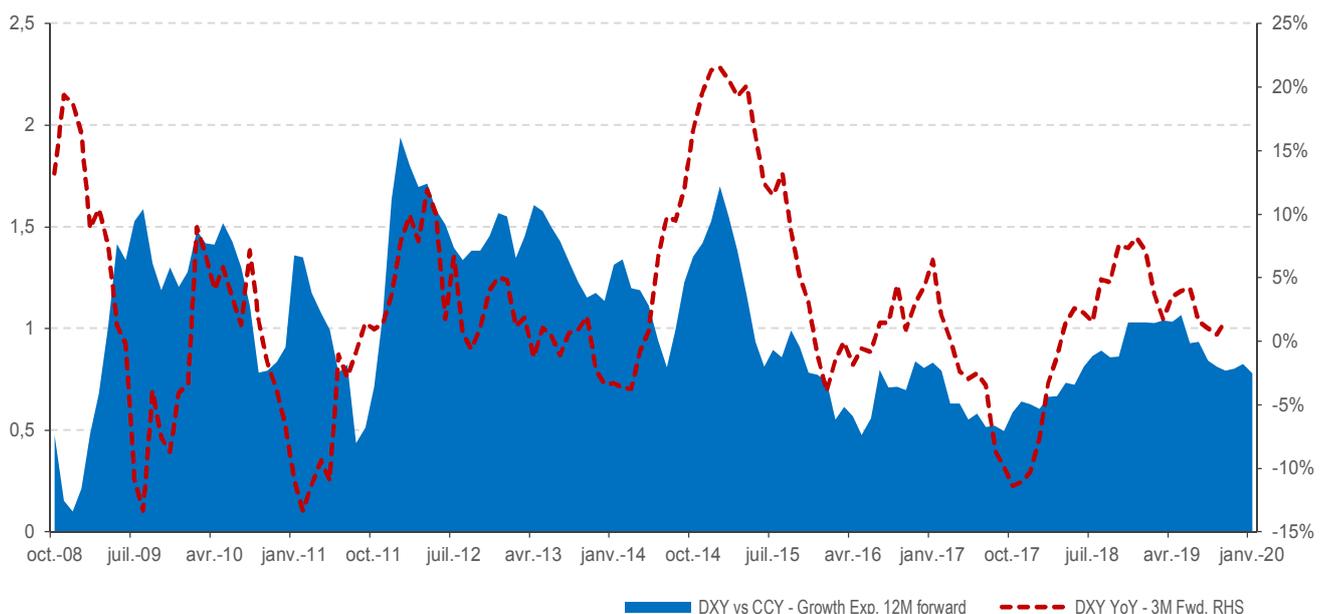
À l'heure actuelle, les actifs américains semblent plus attractifs et le statut de valeur refuge du dollar américain s'accompagne du portage le plus élevé parmi les devises des pays du G10, ce qui tend à attirer les flux étrangers dans les périodes de faible volatilité des marchés comme celle que nous traversons aujourd'hui. En outre, le positionnement du dollar est moins préoccupant qu'il ne l'était il y a quelques mois et la possibilité qu'il s'apprécie à nouveau ne peut donc pas être exclue.

En d'autres termes, certains scénarios alternatifs devront se concrétiser avant que les investisseurs ne clôtent définitivement leurs positions longues sur le dollar, parmi ceux-ci, la fuite vers la qualité devra prendre fin, le *policy mix* devra relancer la croissance hors des États-Unis et les avantages du dollar en termes de portage devront disparaître sous l'effet d'une Fed plus offensive.

S'il est vrai que la forte réévaluation des anticipations en matière de taux directeurs de la Fed pourrait signaler une diminution des avantages du dollar en 2020 et que les périodes de forte volatilité des marchés ont tendance à pousser les titres à haut rendement vers le bas en réponse à la fermeture des positions de portage, en l'absence de croissance, le statut de valeur refuge du dollar restera, à notre avis, prédominant, malgré ses valorisations élevées.

En d'autres termes, certaines conditions devront se concrétiser avant que les investisseurs ne clôtent définitivement leurs positions longues sur le dollar, parmi celles-ci, la fuite vers la qualité devra prendre fin grâce à la stabilisation de la croissance mondiale, le *policy mix* devra relancer la croissance hors des États-Unis et les avantages du dollar en termes de portage devront disparaître en réponse aux interventions de la Fed.

Les prévisions de croissance restent pour l'instant favorables au dollar américain



Source: Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 31 Janvier 2020

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		Les marchés n'intègrent pas de risques électoraux significatifs, ce qui pourrait affecter les prix des actifs à l'avenir et semble trop optimiste sur le plan macroéconomique. Les actions américaines devraient se montrer plus résilientes en cas de contraction, mais nous restons prudents dans l'ensemble et privilégions les valeurs cycliques prudentes des secteurs de la finance et de l'industrie.
	Europe	-/=	▼	L'épidémie de coronavirus va retarder la reprise cyclique attendue et mener à une approche plus prudente. Les anticipations de bénéfices des entreprises restent un critère déterminant pour identifier les opportunités de valeur. Nous continuons à privilégier les valeurs cycliques décotées plutôt que les valeurs de croissance chères, tout en restant sélectifs. Opportunités pour renforcer les valeurs de qualité à des prix décotés.
	Japon	=		La dette des entreprises japonaises est moins élevée et leurs bénéfices sont en hausse. Cependant, la plupart des entreprises japonaises sont orientées vers l'export et pourraient être fragilisées par une hausse du yen, qui, compte tenu de son statut de valeur refuge, pourrait s'apprécier en cas de propagation du coronavirus ou d'apparition de risques géopolitiques. Nous maintenons par conséquent un positionnement neutre.
	Marchés émergents	=	▼	Les valorisations attractives par rapport aux marchés développés et les anticipations de croissance des bénéfices devraient soutenir les actions émergentes, mais la volatilité à court terme devrait persister. Nous nous concentrons sur les valeurs portées par la consommation intérieure ou les changements dans la chaîne de valeur (Russie, Indonésie). Nous surveillons attentivement les secteurs directement influencés par le tourisme et le commerce chinois.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+	▲	D'un point de vue international nous maintenons une préférence pour la duration des États-Unis, au vu de la forte demande pour les actifs refuges. Les projections de base de la Fed pour l'économie américaine et mondiale restent largement inchangées, mais les banques centrales restent prêtes à intervenir en cas de dégradation des conditions de marché.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Nous restons prudents au vu des risques extrêmes qui pèsent sur la croissance et qui pourraient affecter les fondamentaux du crédit. Nous continuons à privilégier le crédit titrisé par rapport au crédit non garanti. Les titres structurés, y compris les RMBS d'émetteurs privés, la dette des consommateurs et les prêts automobiles sont attractifs par rapport à la plupart des autres segments IG. Quant aux MBS d'agences gouvernementales, bien que leurs spreads soient de plus en plus attractifs, l'impact sur l'« offre nette » de la diminution des portefeuilles de MBS d'agences de la Fed devrait limiter le potentiel de resserrement des spreads à court terme.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous sommes prudents à l'égard du HY en raison des niveaux d'endettement élevés et de la hausse des risques liés à l'épidémie de coronavirus. La liquidité pourrait également se détériorer en cas d'exacerbation de l'aversion au risque du marché. La sélectivité est indispensable pour éviter les zones de tension.
	Govies Europe	-/=		Nous ne voyons aucun potentiel dans les emprunts d'État du cœur de la zone euro. En revanche, nous sommes constructifs vis-à-vis des obligations d'État périphériques, notamment italiennes, même si nous sommes conscients de la volatilité qui pourrait résulter de la propagation du coronavirus dans le pays. Tout élargissement supplémentaire des spreads constitue à notre sens une opportunité d'ajouter de la dette italienne dans les portefeuilles de titres obligataires européens.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		L'IG européen reste attractif par rapport à l'IG américain et devrait bénéficier du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Sur ce segment, la dette subordonnée du secteur financier reste notre premier choix. La volatilité à court terme amène des opportunités de renforcement de cette classe d'actifs, en adoptant une approche sélective.

ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Euro Obligations d'entreprise HY	+		Nous restons constructifs sur le crédit HY en euros. Cependant, les risques idiosyncrasiques augmentent et nous sommes sélectifs.
	Émergents Dette en devise forte	+		Nous envisageons la dette émergente de manière positive, car les facteurs techniques favorables, l'assouplissement des politiques monétaires et les mesures de relance budgétaire devraient compenser l'impact du coronavirus et la volatilité découlant des élections américaines. Nous privilégions des pays tels que l'Indonésie, l'Ukraine et l'Afrique du Sud.
	Émergents Dette en devise locale	=		Les valorisations de la dette libellée en devises locales sont moins attractives et un affaiblissement des devises pourrait également avoir un impact négatif sur celle-ci. Ceci vaut particulièrement pour les pays exportateurs de matières premières et ceux qui sont le plus exposés au ralentissement chinois. Toutefois, certaines poches de potentiel subsistent, notamment sur les marchés frontières.
AUTRES	Matières premières			Les matières premières restent relativement bon marché grâce à l'assouplissement des conditions financières et à une croissance économique convenable malgré les récentes inquiétudes liées au coronavirus. Nous restons constructifs sur l'or en 2020, car nous pensons que ces facteurs tireront la demande pour les métaux précieux. L'or apparaît également comme la couverture la plus efficace contre plusieurs risques. Les métaux de base, en revanche, devraient se voir pénalisés par le ralentissement économique mondial. Nous avons récemment abaissé notre fourchette cible à 50-60 \$/baril pour le WTI et à 55-65 \$/baril pour le Brent après les baisses récentes de la demande de pétrole. En effet, la contribution de la Chine devrait considérablement diminuer à court terme. L'OPEP devrait toutefois rester vigilante quant aux réductions de production et très active pour atténuer les chocs externes.
	Devises			Notre objectif à 12 mois pour l'EUR/USD se maintient autour de 1,14 et nous pensons qu'il existe des risques asymétriques favorables à l'euro. Pour autant, la menace virale pesant sur l'Europe et la faiblesse de la production italienne et du moral des investisseurs pourraient peser sur l'euro dans l'immédiat. En parallèle, le dollar devrait se montrer résilient, car les inquiétudes concernant la croissance mondiale ne sont pas prêtes de se dissiper. Nous maintenons notre objectif pour l'USD/JPY à 104 et considérons que le JPY est bon marché par rapport à ses fondamentaux à moyen terme, tout comme la GBP. Nous maintenons notre point de vue prudent sur l'ensemble des devises émergentes.

LÉGENDE



Source : Amundi, au lundi 2 mars 2020, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI= West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 03/03/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 de - à	2021	2019	2020	2021
Monde	3.1	2.7-3.0	3.3	3.0	3.5	2.8
Pays développés	1.7	1.1-1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
États-Unis	2.3	1.7-1.9	1.7	1.8	2.2	2.1
Japon	1.2	0.1-0.3	0.7	0.7	0.7	0.6
Royaume-Uni	1.4	0.9-1.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Zone euro	1.2	0.6-0.9	1.2	1.2	1.2	1.5
Allemagne	0.6	0.5-0.70	1.1	1.5	1.5	1.5
France	1.2	0.9-1.1	1.3	1.3	1.3	1.5
Italie	0.2	-0.2-0	0.4	0.7	0.8	1.2
Espagne	2.0	1.3-1.5	1.5	0.7	1.2	1.2

Source : Recherche Amundi

- États-Unis :** convergence progressive de la croissance vers son potentiel et inflation proche de la cible. L'économie américaine a jusqu'à présent fait preuve de résilience, malgré un net tassement des investissements réels et des projets de dépenses d'investissement. Le secteur manufacturier, qui tente désormais de se redresser, a le plus souffert, les services ayant quant à eux fait preuve de résilience. La consommation conserve le soutien d'un marché du travail vigoureux et d'une croissance modérée des salaires, ce qui reste en phase avec nos prévisions de modération progressive des dépenses de consommation. Cadre politique: politique monétaire globalement accommodante (une baisse supplémentaire des taux est prévue). Pas de projet notable de relance budgétaire en 2020. Les élections présidentielles constituent un facteur d'incertitude supplémentaire, après l'accord commercial.
- Zone euro :** stabilisation autour du potentiel, risques baissiers sévères liés à la demande extérieure. Après une année 2019 difficile en raison d'un affaiblissement considérable du secteur manufacturier, d'un ralentissement des exportations et de préoccupations liées aux conflits commerciaux, nous anticipons désormais une stabilisation de l'économie de la zone euro à son potentiel. La demande intérieure devrait être un déterminant essentiel, car les fondamentaux de la consommation restent globalement favorables. La faiblesse de la demande extérieure représente un risque baissier de taille, dont la portée sur des économies clés comme l'Allemagne et l'Italie est considérable.
- Japon :** les dépenses d'investissement, un des principaux piliers de l'économie, sont gravement menacées. Avant l'apparition de l'épidémie de Covid-19, les entreprises avaient déjà fortement réduit leurs commandes de machines. Or, la frayeur suscitée par l'épidémie devrait continuer à assombrir le moral des entreprises à mesure que les mises en quarantaine et les suspensions de chaînes de montage réduiront sensiblement le taux d'utilisation des capacités. Il aura fallu trois mois pour que le sentiment des consommateurs se stabilise enfin après le grand séisme qui frappa le nord-est du Japon en 2011, ce qui laisse penser que le moral pourrait s'améliorer d'ici mai ou juin. Les Jeux olympiques de Tokyo, qui débiteront le 24 juillet, accentueront la frénésie d'achat des consommateurs (à moins que l'événement ne soit annulé).
- Royaume-Uni :** la croissance du PIB britannique est restée modeste en 2019 l'activité ayant été freinée par le ralentissement de la croissance mondiale et les incertitudes élevées liées au Brexit. Cette année la croissance devrait se stabiliser à un faible niveau, soutenue par la consommation intérieure, avant de reprendre un rythme plus soutenu en 2021. Nous anticipons un maintien des investissements nationaux à un niveau modéré jusqu'à ce que les relations Brexit/UE se clarifient et que les incertitudes se dissipent. La demande intérieure s'accompagne toujours d'un certain risque haussier dans la mesure où le budget de mars pourrait s'avérer fortement expansionniste.

PAYS DÉVELOPPÉS

Prévisions de taux directeurs

	02-03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	1.25	1.00	0.68	1.00	0.55
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,64	-0,50	-0,66
Japon	-0,1	-0,1	-0,16	-0,2	-0,14
RU	0,75	0,50	0,39	0,50	0,36

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
Réserve fédérale FOMC	17-18 mars
BCE Conseil des gouverneurs	12 mars
Banque du Japon MPM	18-19 mars
Banque d'Angleterre MPC	26 mars

Source : Recherche Amundi

- FED** : face à la rapide « évolution des risques » découlant du coronavirus, évoquée par Jerome Powell, la Fed s'est déclarée ouverte à un assouplissement de sa politique avant de joindre rapidement l'action à la parole en baissant ses taux de 50 points de base. Notre scénario central en matière de politique monétaire américaine prévoit désormais une baisse cumulée des taux de 75 points de base pour l'ensemble de l'année 2020. Nous anticipons en effet une nouvelle baisse de 25 points de base lors d'une des prochaines réunions qui devrait permettre d'éviter un resserrement indésirable des conditions financières. En plus de son activisme accru en matière de taux, la Fed devrait également continuer à élargir la taille de son bilan dans les prochains mois, à la fois par le biais d'achats de bons du Trésor et de mises en pension, afin d'assurer des réserves excédentaires dans le système et des niveaux de liquidité plus élevés.
- BCE** : évoquant les risques pesant sur les perspectives macroéconomiques et financières, la BCE a rejoint d'autres grandes banques centrales en se disant disposée à se montrer plus conciliante, en dépit de la faible marge de manœuvre dont elle dispose en matière de taux. Les « mesures appropriées et ciblées » évoquées par la banque centrale suggèrent des efforts accrus pour soutenir la liquidité et les conditions financières. Nous pensons que la BCE devrait se concentrer sur la marge de manœuvre dont elle dispose en matière de renforcement de son programme de QE et de nouvelles mesures relatives aux opérations de refinancement à long terme. Une nouvelle baisse des taux reste possible, mais semble moins efficace que d'autres mesures en termes de transmission de la relance monétaire.
- BoJ** : à l'instar des déclarations des autres grandes banques centrales, la BoJ a fait savoir qu'elle assurerait une liquidité abondante et la stabilité des marchés financiers par le biais d'opérations de marché et d'achats d'actifs adaptés. Nous nous attendons donc à ce que davantage de liquidités soient injectées dans le système et nous maintenons nos précédentes prévisions d'une baisse des taux de 10 points de base dans les 12 prochains mois. En parallèle, nous nous attendons à ce que la banque centrale continue de se concentrer sur la pente de la courbe, de manière à maintenir l'efficacité de son dispositif de relance monétaire.
- BoE** : dans le cadre du virage général vers plus de souplesse de la part des banques centrales du G4, la Banque d'Angleterre a déclaré qu'elle s'efforçait « de veiller à ce que toutes les mesures nécessaires soient prises pour protéger la stabilité financière et monétaire ». Dans ce contexte d'assouplissement synchronisé des politiques au niveau mondial, les marchés ont commencé à envisager deux baisses des taux de la Banque d'Angleterre dans les 12 prochains mois, la première étant attendue sous peu.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 03/03/2020					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 fourchette	2021	2019	2020	2021
Monde	3.1	2.7-3.0	3.3	3.0	3.5	2.8
Pays émergents	4.1	3.8-4.1	4.4	4.0	4.7	3.5
Brésil	1.1	1.5-1.7	1.8	3.7	4.2	4.5
Mexique	-0.1	0.7-0.8	1.3	3.6	3.4	3.5
Russie	1.3	1.5-1.7	2.5	4.5	3.0	4.0
Inde	5.3	4.9-5.1	5.6	3.7	6.4	4.5
Indonésie	5.0	4.8-5.1	5.2	2.8	2.9	3.6
Chine	6.2	4.9-5.6	5.7	2.9	4.2	2.0
Afrique de Sud	0.2	0.6-0.8	1.0	4.6	4.1	4.4
Turquie	0.8	2.8-3.0	2.5	15.5	11.4	9.2

Source : Recherche Amundi

- Chine :** après le déclenchement de l'épidémie de Covid-19, nous avons rapidement révisé à la baisse nos prévisions de PIB pour 2020, les faisant passer de 5,8 % à environ 5,5 % en glissement annuel, l'essentiel du trou d'air se concentrant au premier trimestre, si l'on se fonde sur l'hypothèse que le virus ne survivra pas au-delà de mars/avril et que l'activité reprendra progressivement dans le pays. À ce jour, le nombre de cas en Chine continentale (hors de la province de Hubei) s'est stabilisé et les chiffres quotidiens font état d'une lente reprise de l'activité. Le policy mix est devenu légèrement plus accommodant, tant du côté de la politique monétaire que budgétaire.
- Corée du Sud :** dans un premier temps, les perspectives pour la Corée du Sud se sont détériorées en raison de l'imbrication des canaux commerciaux et des chaînes d'approvisionnement avec la Chine. Désormais, la forte augmentation des cas de Covid-19 a transformé le choc exogène en choc endogène. Nous anticipons un recul de la croissance du PIB de 2,2 % en 2019 à moins de 2 % en 2020. Le *policy mix* joue à plein régime, malgré les élections à venir. La Banque de Corée va réduire ses taux directeurs à des niveaux historiquement bas et devrait adopter un budget supplémentaire en complément des mesures de relance budgétaire importantes déjà approuvées.
- Afrique du Sud :** le déficit budgétaire devrait se creuser pour atteindre 6,8 % du PIB en 2020/21, son plus haut en 18 ans. Dans un contexte de faible croissance économique, le ministre a indiqué qu'aucune hausse d'impôt importante ne serait mise en œuvre. L'essentiel des efforts se concentrera sur le volet des dépenses, avec une réduction considérable de la masse salariale. Cette consolidation ne permettra pas de stabilisation de l'endettement brut (prévu au-dessus de 70 % du PIB en 2022/23). Les risques sont orientés à la baisse, car ces projections se fondent sur une mesure très impopulaire qui pourrait s'avérer difficile à mettre en œuvre, les syndicats ayant déjà menacé de protester.
- Argentine :** l'économie est entrée dans une profonde récession avec une inflation supérieure à 50 % en glissement annuel. La mise en place de mesures de contrôle des capitaux a permis de stabiliser les réserves internationales, mais la liquidité extérieure reste très faible. En ce qui concerne la restructuration de la dette, le gouvernement n'a pas de stratégie cohérente et plusieurs options ont été mentionnées. Après sa visite récente en Argentine, le FMI a conclu que le fardeau de la dette était devenu insoutenable et que sa restructuration accompagnée d'une contribution significative de la part des créanciers privés serait nécessaire. Nous nous attendons à ce que ce processus de restructuration soit long et complexe.

PAYS ÉMERGENTS

Prévisions de taux directeurs

	27-02 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
Chine	4,05	3,85	-	3,85	-
Inde	5,15	5,15	5,15	4,9	5,15
Brésil	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Russie	6	5,75	5,75	5,5	5,75

Source : Recherche Amundi

Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
PBoC (Chine)	20 mars
RBI (Inde)	3 avril
BCB (Brésil)	13 mars
CBR (Russie)	24 avril

Source : Recherche Amundi

- PBoC (Chine) :** bien que la PBoC ait déjà adopté une posture légèrement accommodante, le risque de pandémie et son impact sur l'économie exigent une approche encore plus souple à l'avenir. Après la baisse de 50 points de base du ratio des réserves obligatoires en fin 2019, nous anticipons de nouvelles baisses accompagnées d'une certaine diminution des taux bancaires de base.
- RBI (Inde) :** compte tenu de l'évolution de la dynamique de la croissance et de l'inflation, le Comité de Politique Monétaire a jugé bon de maintenir le statu quo quant à son taux directeur, tout en admettant qu'il existait une marge de manœuvre pour les actions futures. Peu après l'annonce le 1^{er} février de la loi de finances, nous avons intégré dans nos anticipations de nouvelles mesures d'assouplissement de la RBI, bien que celles-ci soient limitées en termes de calendrier et d'ampleur par la dynamique de l'inflation. Consciente de ces contraintes, la RBI a présenté de nouvelles pistes pour relancer la croissance, comme la promotion de crédits bancaires dans certains secteurs de production ou l'extension de son programme ponctuel de restructuration des prêts aux PME.
- BCB (Brésil) :** la BCB a récemment modifié son attitude pour se montrer ouverte à davantage de souplesse après avoir fait savoir au marché que son cycle d'assouplissement s'était achevé à la fin de l'année dernière. Comme elle l'indique clairement dans sa déclaration, la BCB est désormais prête à interrompre son cycle d'assouplissement et à surveiller l'évolution de l'activité économique et l'équilibre des risques, en se concentrant de plus en plus sur 2021.
- CBR (Russie) :** l'inflation globale est tombée de 3 % en décembre à 2,4 % en janvier, cette baisse étant principalement attribuable à la réduction des prix des denrées alimentaires et des importations. La Banque Centrale russe estime que les mesures budgétaires de dépenses sociales récemment annoncées présentent un risque d'inflation limité, elle entrevoit, en revanche, des risques désinflationnistes à court terme. La tendance de l'inflation se situant nettement en dessous de la cible de 4 % nous envisageons un total de deux baisses de 25 points de base au cours des douze prochains mois.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Prévisions macroéconomiques

(3 mars 2020)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2019	2020 Fourchette	2021	2019	2020	2021
États-Unis	2.3	1.7 - 1.9	1.7	1.8	2.2	2.1
Japon	1.2	0.1 - 0.3	0.7	0.7	0.7	0.6
Zone euro	1.2	0.6 - 0.9	1.2	1.2	1.2	1.5
Allemagne	0.6	0.5 - 0.70	1.1	1.5	1.5	1.5
France	1.2	0.9 - 1.1	1.3	1.3	1.3	1.5
Italie	0.2	-0.2 - 0	0.4	0.7	0.8	1.2
Espagne	2.0	1.3 - 1.5	1.5	0.7	1.2	1.2
Royaume-Uni	1.4	0.9 - 1.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Brésil	1.1	1.5 - 1.7	1.8	3.7	4.2	4.5
Mexique	-0.1	0.7 - 0.8	1.3	3.6	3.4	3.5
Russie	1.3	1.5 - 1.7	2.5	4.5	3.0	4.0
Inde	5.3	4.9 - 5.1	5.6	3.7	6.4	4.5
Indonésie	5.0	4.8 - 5.1	5.2	2.8	2.9	3.6
Chine	6.2	4.9 - 5.6	5.7	2.9	4.2	2.0
Afrique du Sud	0.2	0.6 - 0.8	1.0	4.6	4.1	4.4
Turquie	0.8	2.8 - 3.0	2.5	15.5	11.4	9.2
Pays développés	1.7	1.1- 1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
Pays émergents	4.1	3.8- 4.1	4.4	4.0	4.7	3.5
Monde	3.1	2.7 - 3.0	3.3	3.0	3.5	2.8

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	02/03 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	1.25	1.00	0.68	1.00	0.55
Zone euro	-0,50	-0,50	-0,64	-0,50	-0,66
Japon	-0,1	-0,1	-0,16	-0,2	-0,14
Royaume-Uni	0,75	0,50	0,39	0,50	0,36

Pays émergents

	27/02 2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
Chine	4.05	3.85	-	3.85	-
Inde	5.15	5.15	5.15	4.9	5.15
Brésil	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
Russie	6	5.75	5.75	5.5	5.75

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	02/03 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	0,82	1,0/1,2	0,73	1,0/1,2	0,76
Allemagne	-0,824	-0,70/-0,50	-0,89	-0,70/-0,50	-0,88
Japon	-0,242	-0,30/-0,20	-0,28	-0,30/-0,20	-0,29
Royaume-Uni	0,262	0,40/0,60	0,20	0,40/0,60	0,20

Taux 10 ans

	02/03 2020	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,10	1,3/1,5	1,13	1,4/1,6	1,19
Allemagne	-0,62	-0,60/0,40	-0,60	-0,50/-0,30	-0,56
Japon	-0,12	-0,10/0,10	-0,09	-0,10/0,10	-0,06
Royaume-Uni	0,41	0,50/0,70	0,42	0,6/0,8	0,46

Prévisions de change

	02/03/2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1.113	1.12	1.110	1.14	1.130
USD/JPY	108	107	108	105	107
EUR/GBP	0.87	0.85	0.85	0.84	0.85
EUR/CHF	1.07	1.08	1.08	1.09	1.10
EUR/NOK	10.34	10.00	10.03	9.95	10.00
	02/03/2020	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/SEK	10.62	10.53	10.54	10.69	10.49
USD/CAD	1.33	1.30	1.31	1.28	1.31
AUD/USD	0.65	0.67	0.67	0.70	0.68
NZD/USD	0.63	0.64	0.65	0.64	0.65
USD/CNY	6.96	7.10	7.00	7.10	6.98

Source: Recherche Amundi

PUBLICATIONS RÉCENTES

INVESTMENT TALKS



Super Tuesday: why it is important and what to expect for US assets (2020-03-02)

- Super Tuesday: Following Senator Bernie Sander's good start and Senator Joe Biden's landslide win on 29 February, the field is now narrowed to a two-person race.
- We believe that markets have not priced in a meaningful probability of a Sanders presidency. Assuming a Trump vs. Sanders election, markets could stabilise with an expected Trump victory, while they would face more downside risks in response to the rising likelihood of Sanders' socialist democrat agenda.

Kenneth J. TAUBES, CIO of US Investment Management - Paresh UPADHYAYA, Director of currency strategy, US portfolio manager - Didier BOROWSKI, Head of Global Views

When the view is getting blurry, stick to main convictions (2020-02-27)

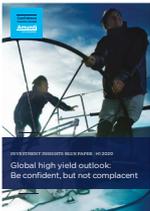
- Crisis communication tool issued for clients and media to state Amundi investment convictions and reinsure investors during the acute market turmoil.

Pascal BLANQUÉ, Group CIO, and Vincent MORTIER, Deputy CIO.

- Conversation call 27th Feb. In this call, assessed the potential impact of the coronavirus outbreak on global economy, and detailed possible investment implications and convictions in investment portfolios.

Pascal BLANQUÉ, Group CIO, Didier BOROWSKI, Head of Global Views and Pascal DUVAL Head of Retail Solutions

INSIGHTS-PAPERS



Global high yield outlook: be confident, but not complacent (2020-02-21)

- The search for income is likely to continue and possibly intensify, supporting the demand for global high yield bonds.
- Accommodative Central Banks could support fundamentals and technical.
- The recent increase in the US default rate has been mainly an energy sector story. In 2020, we expect defaults to stay benign and below their long-term average.
- Active selection could help exploit opportunities and mitigate the risks in the sectors more sensitive to the US election outcome.

Kenneth J. MONAGHAN, Co-Director of HY, Andrew FELTUS, Co-Director of HY, Matt SHULKIN, Portfolio Manager, Global HY, Marina COHEN, Head of Euro HY, Sergio BERTONCINI, Head of Rates and FX Research

WORKING PAPERS



A Note on Portfolio Optimization with Quadratic Transaction Costs(2019-12)

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

Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation (2019-10)

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

DISCUSSION PAPERS



ESG Investing and Fixed Income: it's Time to Cross the Rubicon (2020-01)

Mohamed BEN SLIMANE — Quantitative Research, Eric BRARD — Head of Fixed Income Théo LE GUENEDAL, Thierry RONCALLI, Takaya SEKINE — Quantitative Research

FX wars, currency wars & money wars

Part 2: Fiat Money vs. Cryptocurrencies Private vs. Public digital currencies... (2020-01)

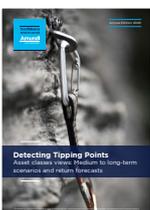
Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

FX wars, currency wars & money wars

Part 1: FX wars vs. currency wars USD vs. EUR vs. RMB vs. ... (2020-01)

Philippe ITHURBIDE — Senior Economic Advisor — Amundi

THEMATIC PAPERS



Detecting Tipping Points: Asset classes views: Medium to long-term scenarios and return forecasts (2020-02)

Monica DEFEND, Global Head of Research, Viviana GISIMUNDO, Deputy Head of Institutional Advisory

Inflation aux États-Unis: état des lieux (2020-01)

Annalisa USARDI, CFA — Économiste Senior

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : research-center.amundi.com



Emerging Markets
Private Equity
Money Markets
Foreign Exchange
Top-down
Corporate Equities
Sovereign Bonds
High Yield
ESG
Quant Investment Strategies
Find Monetary Policies
Bottom-up
Forecasts
Real Estate
Asset Allocation

AVERTISSEMENT

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.msclbarra.com).

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

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 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: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MEHAU KULYK/SPL

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Rédacteur en chef adjoint

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche
PONCET Benoit, équipe de Recherche

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit
FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit
DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit
LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit