

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**LA DISLOCATION DES COURS GÉNÈRE  
DES VUES CONTRADICTOIRES**

**LE THÈME DU MOIS**

**ÉLECTIONS AMÉRICAINES DE MI-MANDAT :  
PROGRAMMES ÉCONOMIQUES POTENTIELS  
ET RÉPERCUSSIONS POUR LES MARCHÉS**

Research  
& Macro  
Strategy



## VUES DES CIO

## La dislocation des cours génère des vues contradictoires

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

L'agitation des marchés émergents (ME) pendant l'été a constitué l'un des principaux thèmes d'investissement du troisième trimestre de cette année. Alors que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuent de peser sur le moral des investisseurs, une série d'événements pays (Turquie, Argentine et Afrique du Sud) a entraîné une **revalorisation quasi généralisée des actifs émergents**, qui a commencé par la chute des devises émergentes. Les causes de cet effondrement varient d'un pays à l'autre (la nécessité de demander l'aide du FMI pour l'Argentine, la crise de la balance des paiements en Turquie renforcée par l'impression d'un manque d'indépendance de la banque centrale, le début d'une récession économique en Afrique du Sud à laquelle s'ajoutent des préoccupations au sujet du projet de réforme agraire). Toutefois, **ces pays présentent des points de vulnérabilité communs**, à commencer par le déficit public et la dépendance aux financements étrangers, souvent libellés en dollar, qui ont entraîné une exposition accrue aux multiples turbulences de cette fin de cycle. Inversement, la solide dynamique économique aux États-Unis (croissance du PIB de 4,1 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2018, un niveau inédit depuis le 2<sup>e</sup> trimestre 2014), la baisse de la liquidité mondiale, la hausse des taux d'intérêt américains et le raffermissement du dollar sont autant de facteurs de sortie de capitaux des marchés émergents et d'attractivité accrue des actifs américains. Toutefois, **en fin de cycle, un problème relativement mineur** (la Turquie, l'Argentine et l'Afrique du Sud combinés ne représentent que 3 % de l'économie mondiale<sup>1</sup>) **peut se transformer en catalyseur d'aversion au risque pour toute la région émergente. Cependant, nous n'attendons pas une extension de la capitulation des marchés, ni un risque systémique.** L'élément déclencheur d'un de ces deux événements serait un ralentissement marqué en Chine, ce qui ne correspond pas à notre scénario central. De fait, le développement du crédit en Chine, qui représente certainement un risque plus important pour la croissance mondiale, montre de nouveaux signes de stabilisation, le gouvernement chinois faisant en sorte de maintenir une politique monétaire accommodante et de rendre sa politique budgétaire plus favorable.

Alors que la croissance économique mondiale ralentit et que la fin du cycle conjoncturel approche, les investisseurs devraient rester vigilants eu égard aux événements politiques à venir. Dans cette nouvelle phase, les marchés deviennent moins directionnels avec **des divergences plus marquées entre les styles/facteurs et une rotation plus élevée** des thématiques d'investissement afin de capter la valeur encore présente. Les évolutions récentes devraient générer des points d'entrée attractifs. **Des opportunités pourraient émerger au sein des segments qualité et value des marchés actions**, en exploitant les valeurs relatives entre les courbes de taux et sur le marché des devises à la faveur des divergences entre les banques centrales. Dans ce contexte, **l'Europe**, qui n'a pas été autant plébiscitée par les investisseurs que les États-Unis, **deviendra, selon nous, plus attrayante**, grâce à des valorisations faibles (en supposant que les problèmes italiens se résolvent, ce qui est notre hypothèse après des tensions initiales). **Sur les marchés émergents, les turbulences ont été encore plus marquées : des perturbations continueront de distraire les investisseurs dans un premier temps, mais selon nous, un point d'entrée devrait se faire jour dans les mois à venir** (après les présidentielles au Brésil et les élections de mi-mandat aux États-Unis). Ceci impliquera toutefois une approche sélective des pays et des titres présentant des fondamentaux corrects même s'ils ont été durement touchés par la correction. Une discipline de construction de portefeuille rigoureuse, axée sur la gestion de la liquidité et la recherche tant macroéconomique que *bottom-up*, servira de boussole pour naviguer dans cette phase de marché et indiquer comment/quand opter pour les thématiques les plus intéressantes. **Avec des marchés moins directionnels, attendons-nous à ce que l'alpha<sup>2</sup> devienne le maître-mot des mois à venir.**

<sup>1</sup> Source : FMI, PIB sur la base de la PPA, part du monde (pourcentage du monde), 2018

<sup>2</sup> L'alpha mesure la surperformance ajustée du risque correspondant au rendement supplémentaire du portefeuille par rapport à son indice de référence. Un alpha positif représente la valeur ajoutée ajustée du risque apportée par le gérant par rapport au rendement de l'indice de référence. Le bêta mesure la sensibilité d'un investissement (sa volatilité) en cas de mouvements du marché représentés par un indice. Un bêta de 1 signale que le prix du titre a la même volatilité que le marché. Un bêta inférieur à 1 signifie que le titre a été moins volatil que le marché. Un bêta supérieur à 1 indique que le prix du titre a été plus volatil que le marché.

## Nos convictions

### GESTION DIVERSIFIÉE

Dans un contexte de neutralité vis-à-vis des actifs risqués, nous privilégions les actions américaines et devenons plus favorables aux valeurs européennes en raison de leur valorisation. Nous restons très sélectifs sur les actifs émergents à court terme et estimons que les investisseurs devraient chercher de meilleurs points d'entrée. Nous restons prudents sur la duration et favorisons toujours l'or et les couvertures face à une montée possible des tensions géopolitiques.

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les facteurs devenant moins favorables à une duration courte aux États-Unis, il est opportun d'y réduire le positionnement sous-exposé en duration, tout en maintenant celui de l'Europe et du Japon. Nous sommes devenus plus prudents sur le crédit au cours de l'été et mettons l'accent sur la qualité et la liquidité. En ce qui concerne les obligations émergentes, la volatilité à court terme pourrait persister, mais leurs valorisations sont devenues attrayantes.

### ACTIONS

La valorisation n'a pas joué son rôle de soutien au cours des 12 derniers mois, mais cette tendance pourrait s'inverser. En conséquence, nous nous tournons vers la thématique value sur le marché actions américain. En Europe, les investisseurs devraient miser sur le facteur value avec un fort biais qualité, et équilibrer les expositions cycliques et défensives pour continuer de bénéficier du contexte économique toujours positif.

### ACTIFS RÉELS

L'environnement actuel contraint les investisseurs à se montrer sélectifs dans leur quête de cibles de capital-investissement correctement valorisées avec des performances attrayantes sur le long terme. Nous décelons des opportunités dans les petites et moyennes capitalisations européennes, notamment dans les entreprises en mesure d'exploiter les tendances disruptives.

## MACRO

# Un risque accru de guerre commerciale et de ralentissement synchronisé

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

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

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le 17 septembre, le président américain Donald Trump annonçait la mise en place (dès le 24 septembre) d'une taxe de 10 % sur environ 200 milliards USD de nouvelles importations chinoises. Cette taxe passera d'ailleurs à 25 % au 1<sup>er</sup> janvier 2019. En guise de représailles, la Chine a annoncé de nouvelles taxes de 5 à 10 % sur 60 milliards de dollars de biens importés des États-Unis. La Maison-Blanche s'est déclarée prête à augmenter les taxes sur 267 milliards de dollars de biens supplémentaires si la Chine devait prendre de nouvelles mesures de rétorsion. Pour l'heure, la menace américaine semble suspendue en raison de la modération affichée par les Chinois.

Selon nos estimations, les mesures pourraient coûter entre 0,1 et 0,2 point de croissance aux Américains en 2019. Si les États-Unis relèvent leurs taxes à 25 %, la croissance chinoise pourrait être amputée de 0,6 %. Toutefois, il ne faut pas sous-estimer la capacité des autorités chinoises à stimuler la croissance : celles-ci ont récemment assoupli aussi bien la politique budgétaire que la politique monétaire, ce qui devrait permettre d'absorber au moins 0,3 % de l'impact négatif mentionné précédemment (c'est-à-dire l'ensemble de l'impact négatif résultant de la hausse des taxes à 10 % sur 200 milliards de dollars). De plus, la Chine peut prendre d'autres mesures si nécessaires, ce qui n'est pas le cas des autorités américaines dont la politique budgétaire est déjà très expansive et la Réserve fédérale américaine ayant l'intention de poursuivre le relèvement de ses taux.

Aux États-Unis, les perspectives restent favorables et les conditions financières accommodantes, mais celles-ci devraient se resserrer avec la hausse des taux d'intérêt et l'appréciation du dollar.

Par conséquent, la probabilité de récession dans les 12 prochains mois tend à augmenter selon nos estimations : s'établissant entre 10 et 20 %, elle est faible, mais dépasse désormais significativement la moyenne historique. Si la Fed continue, comme nous le pensons, de relever ses taux directeurs de 25 pb/trimestre d'ici la mi-2019, cela entraînera une hausse des charges d'intérêts pour les entreprises qui se sont massivement réendettées au cours du cycle. L'impact sur l'investissement pourrait être élevé, dans la mesure où les effets expansionnistes de la relance budgétaire se dissiperont l'année prochaine.

Le ralentissement du commerce mondial montre que la rhétorique protectionniste a provoqué un choc d'incertitude qui a commencé de se propager à l'activité économique réelle (choc de confiance, perturbation des chaînes de production). Même si les États-Unis et la Chine décident de négocier après les élections américaines de mi-mandat, l'incertitude entourant le commerce mondial augmente.

En Europe, la croissance a déjà ralenti et la confiance fléchit en raison de cette incertitude et de la hausse du prix du pétrole, sans oublier le risque politique lié à la possibilité d'un Brexit « dur » ou d'un dérapage budgétaire marqué en Italie.

Enfin, les perspectives des marchés émergents (pris dans leur ensemble) se sont dégradées sous l'effet du rebond du dollar et du resserrement des conditions monétaires dans de nombreux pays de manière simultanée. La perspective d'un ralentissement synchrone de l'économie mondiale gagne rapidement du terrain.

“La perspective d'un ralentissement synchrone de l'économie mondiale gagne rapidement du terrain.”



## Le point de vue des stratégestes

### L'heure est à l'aversion au risque

**Une perturbation généralisée des marchés :** la volatilité financière essentiellement liée aux enjeux politiques mondiaux a ébranlé les investisseurs, mais n'a pas encore déstabilisé les fondamentaux économiques et macroéconomiques. Sous cet angle toutefois, une divergence remarquable est apparue entre les États-Unis (presque au sommet de leur cycle) et le reste du monde. Les fondamentaux ont su résister à l'incertitude jusqu'à présent. Nous estimons cependant que le resserrement des conditions financières, taux de change et taux d'intérêt compris, pourrait entraîner une baisse des marchés compte tenu des niveaux de valorisation actuels.

**Des taux à long terme sous pression :** la courbe de taux US reste plate, et le restera selon nous, en raison de la difficulté d'anticiper une prime d'inflation correcte aux États-Unis et de l'affaiblissement des fondamentaux dans le reste du monde. En Italie, les BTP\* évoluent essentiellement au gré de l'actualité politique. Depuis l'adjudication de la fin août (qui a remporté un succès inhabituel), les achats de BTP ont principalement été le fait des banques qui ont compensé une grande partie des sorties de capitaux étrangers, et d'une couverture significative de positions vendeuses en raison d'une actualité meilleure que prévu sur le front budgétaire. Par la suite, un nouveau resserrement des *spreads* pourrait avoir lieu si la situation politique et les agences de notation restent positives et que le déficit budgétaire est confirmé au-dessous de 2 % avec des mesures crédibles dans le programme du gouvernement.

**Les marchés émergents restent dans l'œil du cyclone :** le principal risque réside dans l'effet de contagion des devises émergentes aux obligations et aux actions émergentes mondiales. La Turquie semble la plus vulnérable à ce risque de contagion, cependant suivie d'autres pays plus fragiles avec des besoins de financement importants (Afrique du Sud, Chili). Bien que l'environnement soit très difficile et que nous conservons une opinion négative à court terme sur cette classe d'actifs, ces risques restent cependant spécifiques dans notre scénario de base.

\* BTP= Buoni Poliennali del Tesoro, emprunts de l'État italien.



## GESTION DIVERSIFIÉE

## Rester neutre et chercher de la valeur

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

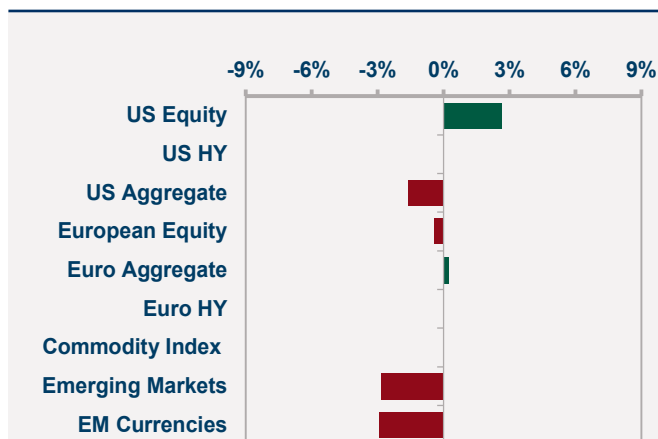
L'expansion économique mondiale se poursuit, mais la dynamique faiblit. Nous observons une certaine décélération sur certains marchés émergents alors que les risques politiques et géopolitiques restent élevés (différends commerciaux, élections). En conséquence, la fragile confiance des investisseurs peut brutalement se transformer en aversion au risque pour certaines classes d'actifs, comme cela a été le cas récemment pour les marchés émergents. Toutefois, cette préoccupation n'a pas entraîné de « *flight-to-quality* » et donc pas de surperformance des actifs des marchés développés. En revanche, les États-Unis ont été le grand gagnant à la faveur d'espoirs divers (bénéfices, productivité et croissance des dépenses d'investissement), mêlés de peur (statut de valeur refuge, rapatriement de fonds) et de momentum. Jusqu'à présent, les performances du troisième trimestre suivent ce schéma, dans la mesure où le marché actions américain continue de voler de record en record tandis que la plupart des autres marchés affichent une évolution soit stable (actions européennes et indices obligataires aggregate), soit négative. Dans ce contexte, nous restons prudents à l'égard de l'exposition aux actifs risqués et nous concentrons sur des thématiques soutenues par une dynamique économique forte ou des valorisations intéressantes.

“ Il est temps de se positionner pour une fin de cycle, en favorisant des thématiques actions sélectives (États-Unis, value) et en faisant preuve de prudence sur le crédit.”

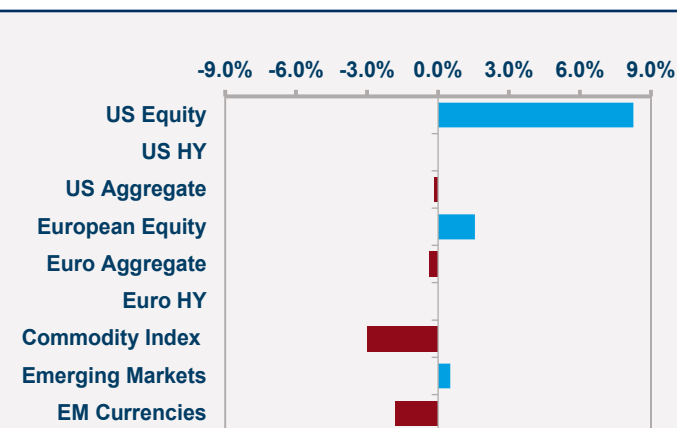
## Des idées à conviction forte

En termes d'actifs risqués, nous restons positionnés sur le marché actions américain, soutenu par la dynamique de croissance et les perspectives bénéficiaires positives. Du côté des actions européennes, nous privilégions les thématiques *value* dans notre quête d'exposition défensive et redevenons progressivement plus optimistes. Même si le budget italien et les élections bavaroises peuvent être sources d'incertitudes à court terme, nous pensons que les actions européennes devraient bientôt devenir plus attrayantes dans la mesure où les valorisations sont de plus en plus intéressantes. Nous sommes également positifs sur le marché des actions britanniques en raison des valorisations, des flux et des révisions bénéficiaires, ainsi que de la nature défensive de ce marché dans un environnement de fin de cycle. Toutefois, nous continuerons de suivre avec attention les négociations sur le

## Performances S1 2018



## Performances QTD en 2018



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

Données au 21 septembre 2018. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Les indices boursiers proviennent du MSCI, les indices obligataires sont de JP Morgan et BofA Merrill Lynch. Tous les indices sont exprimés en devise locale.

Brexit afin de confirmer cette opinion. Sur le plan sectoriel, nous favorisons les matériaux de base européens, compte tenu de bons fondamentaux, de valorisations raisonnables et d'un environnement économique toujours favorable aux matières premières. Sur les taux, nous recommandons une faible exposition à la duration, les investisseurs cherchant des opportunités en jouant activement les positionnements de courbes et les arbitrages entre les obligations américaines et allemandes, en raison de la divergence entre les politiques monétaires des banques centrales. Les devises permettent aussi de profiter de ces divergences, et les thématiques géopolitiques offrent également de belles opportunités. À cet égard, nous sommes négatifs sur la livre sterling en raison des incertitudes liées aux négociations sur le Brexit. Sur l'inflation, notre scénario principal continue d'anticiper une accélération progressive de la dynamique des prix, mais nous pensons que les arguments en faveur des obligations indexées sur l'inflation aux États-Unis ont perdu de leur vigueur, le risque futur de hausse trop importante de l'inflation américaine nous semblant limité. Nous maintenons un positionnement prudent sur les marchés du crédit ainsi que sur les actifs émergents. Sur ces derniers, nous confirmons notre préférence pour la Chine au sein de l'univers des actions émergentes, sur la base de valorisations attrayantes et d'une amélioration des perspectives à moyen terme suite à l'adoption récente d'une politique plus accommodante.

### Risques et couverture

Face à la vulnérabilité des marchés, nous estimons prudent de conserver les couvertures en place et d'envisager une certaine exposition à l'or afin de couvrir le risque d'escalade des tensions géopolitiques et de bénéficier d'une attitude potentiellement plus accommodante qu'anticipé de la Fed. L'exposition au JPY (face à l'USD et à l'AUD) pourrait également profiter de son statut de valeur refuge.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Une nouvelle analyse de la duration

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income  
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents  
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

#### Évaluation globale

Alors que les fondamentaux économiques mondiaux restent solides malgré quelques signes de décélération, l'incertitude liée aux élections à venir, aux actions des banques centrales et aux négociations commerciales va continuer de prévaloir. Les rendements souverains de référence (États-Unis, Allemagne) devraient poursuivre leur évolution dans une fourchette étroite, dans la mesure où la demande d'actifs réputés sûrs devrait contrebalancer la pression haussière sur les taux favorisée par le contexte économique. Selon nous, les investisseurs doivent se concentrer sur la qualité et la liquidité de manière générale, tout en restant à l'affût des opportunités possibles après une période agitée, telles que certaines obligations émergentes par exemple.

#### Obligations d'État des marchés développés

Compte tenu des rendements actuels et des anticipations de marché (qui a bien intégré les relèvements de taux de la Fed), nous estimons moins pertinents les arguments en faveur d'une sous-exposition en duration sur les bons du Trésor américain, alors qu'ils restent d'actualité pour l'Europe et le Japon. En Europe, nous anticipons toujours une baisse du différentiel de rendement entre les obligations à 5 et 10 ans (aplatissement), dans la mesure où la pentification de la courbe est trop importante aux niveaux actuels. Certains pays périphériques offrent par ailleurs certaines opportunités tactiques.

#### Obligations d'entreprise des marchés développés

Alors que les perspectives de croissance à court terme semblent favorables, les préoccupations liées à la politique future de la Fed et les valorisations de marché plaident en faveur d'un positionnement prudent sur le crédit

en privilégiant la liquidité. Il est recommandé d'exploiter les opportunités tant inter- qu'intra secteurs. Sur l'« investment grade » américain, nous privilégions les valeurs bancaires, les titres d'assurance et d'énergie au vu de leurs valorisations et de leur positionnement dans le cycle de crédit. Nous sommes plus prudents sur des matériaux de base et la technologie en raison des valorisations, ainsi que sur les groupes pharmaceutiques en raison d'inquiétudes liées à leur modèle économique. Les prêts continuent également d'offrir des opportunités dans un contexte de fondamentaux solides, de hausse des bénéfices et du faible niveau de défaut. En Europe, nous conservons un positionnement défensif axé sur les émissions à court terme et continuons de rechercher des opportunités sélectives sur le segment de la dette subordonnée du secteur financier.

### Obligations des marchés émergents

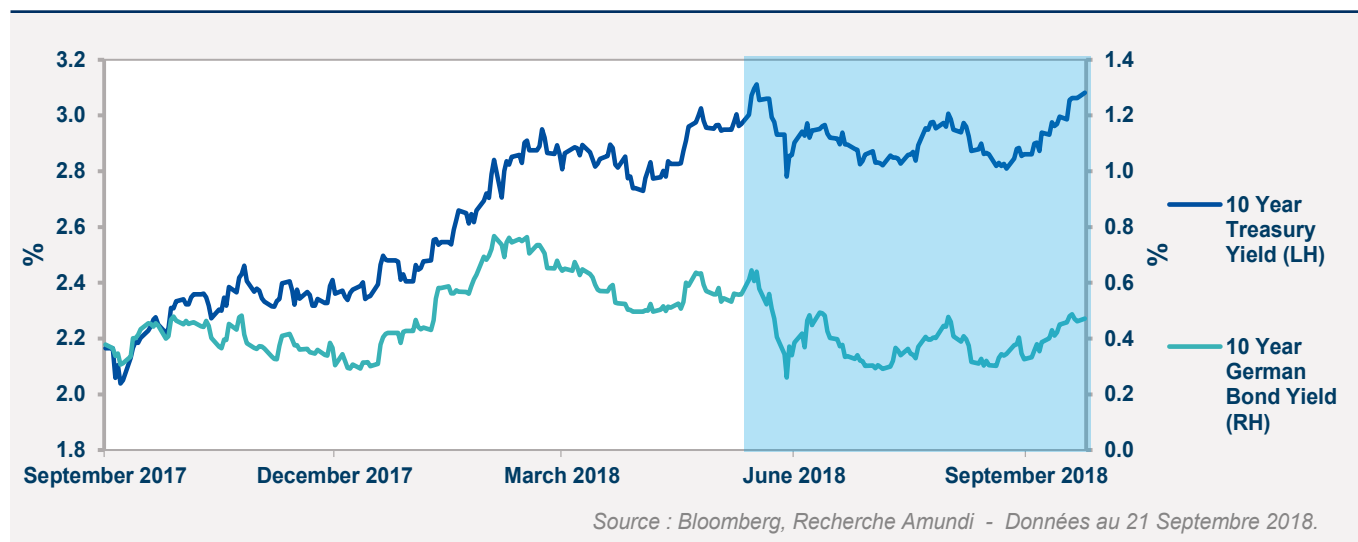
La volatilité devrait rester élevée à l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis qui pourraient alimenter une rhétorique hostile sur le commerce, les taxes douanières et les sanctions économiques. La réduction de l'appétit au risque en phase de resserrement de la liquidité a entraîné une correction de certains marchés émergents, qui présentent aujourd'hui des valorisations attractives. C'est le cas du Mexique par exemple, dont la valeur de la dette souveraine en monnaie locale est très attractive avec un rendement de près de 8 % sur l'obligation 10 ans en monnaie locale pour un pays *investment grade* (au 18 septembre 2018). Selon nous, le Mexique devrait bénéficier d'une accalmie d'ici la fin de l'année lorsque le président élu prendra ses fonctions, le sujet de l'ALÉNA devient moins prégnant. En revanche, nous restons prudents sur la dette turque en monnaie locale. La récente faiblesse de la lire impacte les anticipations d'inflation et, en dépit de la hausse des taux par la banque centrale, le marché aura les yeux rivés sur le budget à venir, dans l'attente d'un resserrement budgétaire significatif.

### Marché des changes

Les préoccupations croissantes liées aux différends commerciaux continuent de soutenir le dollar à court terme et d'accroître la volatilité des devises des marchés émergents dont les politiques locales ne font que renforcer l'incertitude. Nous sommes favorables au dollar, qui est soutenu par la croissance mondiale et la hausse de l'inflation. Concernant les marchés émergents, nous restons prudents sur les monnaies des marchés émergents asiatiques, plus vulnérables aux guerres commerciales, et sur le Brésil à l'approche des élections.

“ Nous estimons qu'il est temps de réduire le biais court sur la durée américaine et de continuer à se concentrer sur la qualité et la liquidité sur les marchés du crédit.”

### Rendement des obligations core





**ACTIONS**

Focus sur les titres de qualité et *value*

ALEXANDRE DRABOWIC, Responsable adjoint Actions  
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents  
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

**Évaluation globale**

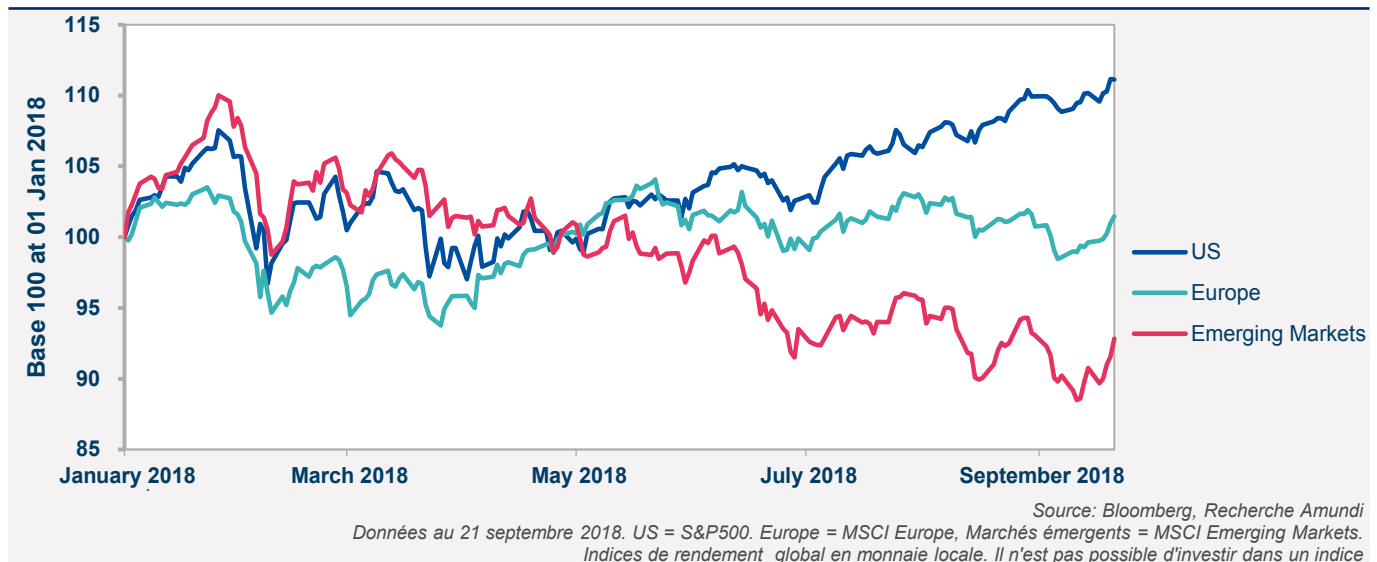
À moyen terme, le marché américain reste bien orienté, mais avec les différends commerciaux et les élections de mi-mandat qui approchent, une certaine volatilité pourrait émerger dans les semaines à venir. Dans la mesure où les actions européennes enregistrent un record d'impopularité avec une décollecte de 40 milliards d'euros cette année, la moindre bonne nouvelle sur les inconnues «connues» (Italie, Brexit, guerre commerciale) peut entraîner un rebond de la classe d'actifs. Les risques sont aujourd'hui symétriques, dans la mesure où les marchés s'y sont déjà adaptés. De manière générale, le ratio croissance/value, qui atteint les niveaux de la fin des années 90, semble excessif. Par conséquent, le risque de correction augmente. Selon nous, la meilleure façon de traverser cette période consiste à mettre l'accent sur les titres de qualité raisonnablement valorisés qui visent une croissance bénéficiaire durable.

“Les actions européennes pourraient rebondir à court terme, dans la mesure où la plupart des mauvaises nouvelles semblent déjà intégrées dans les cours.”

**Europe**

La croissance des bénéfices au 2<sup>e</sup> trimestre s'est stabilisée aux environs de 9 %. L'embellie sur le front des devises a été neutralisée par la hausse des coûts de production et le ralentissement de la dynamique économique. Concernant les bénéfices, les secteurs de l'énergie et de l'immobilier ont le plus progressé tandis que la consommation discrétionnaire, les télécommunications et la santé étaient à la peine. En Europe, privilégions la value avec un fort biais qualité, en équilibrant les expositions cycliques et défensives afin de continuer de bénéficier du contexte économique toujours positif. Nous recherchons des modèles économiques durables capables d'une croissance bénéficiaire solide. Les valeurs industrielles présentent ainsi quelques opportunités de fin de cycle intéressantes, notamment dans les biens d'équipement en recherchant des valorisations attrayantes.

**Performance des marchés régionaux**



## États-Unis

À court terme, le renforcement des tensions commerciales et les élections américaines prochaines alimentent l'incertitude à court terme. Les perspectives à moyen terme restent cependant positives, soutenues par une forte rotation sectorielle et thématique durant l'été. La domination des FAANG au premier semestre (+30,4 % NYSE FANG+ Index au premier semestre 2018 contre +1,6 % pour le S&P500) s'inverse (-4,7 % NYSE FANG Index depuis le début du trimestre contre +6,4 % pour le S&P500). Une autre rotation, cette fois-ci en faveur de la *value*, pourrait s'amorcer. La valorisation n'a pas été un facteur positif ces 12 derniers mois et sa performance médiocre est allée de pair avec d'autres points d'inflexion notables sur le marché depuis 2010 : bulle tech, bulle immobilière, crise de l'euro / de la dette grecque, fortes tensions commerciales générées par Donald Trump. Dans chacun de ces cas, la performance du facteur valorisation s'est inversée. Les biens d'équipement, la rénovation immobilière, les banques et les télécommunications nous semblent offrir le plus de valeur, tandis que nous restons prudents sur la technologie et les FANG. Nos craintes concernent les représailles éventuelles dans le cadre des différends commerciaux et la vigueur du dollar américain, qui pourraient impacter les biens d'équipement et le transport. L'aplatissement de la courbe de taux est également à surveiller : s'il devait persister, il pourrait affecter défavorablement les banques et déclencher un réexamen du secteur.

## Marchés émergents

Les actions émergentes ont baissé récemment, à quelques exceptions près comme l'Inde qui affiche une performance solide depuis le début du trimestre. Les prévisions de bénéfice par action se détériorent en raison de difficultés (différends commerciaux, contagion du marché des changes) et d'événements locaux spécifiques dans un contexte de ralentissement économique mondial modéré. Toutefois, cette correction a été plus importante que la détérioration de la tendance bénéficiaire. Cela pourrait générer un rebond tactique dans un environnement général impliquant un positionnement prudent. Sur le plan des thématiques, nous restons favorables au pétrole en raison des perturbations de la production pour des motifs politiques (Iran, Venezuela) et des problèmes logistiques du schiste américain.

## ACTIFS RÉELS

### En quête d'opportunités sélectives dans le capital-investissement

PEDRO-ANTONIO ARIAS, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs (PARA)

#### Investir dans le *private equity* en période difficile

Le marché du capital-investissement traverse une période difficile. Du côté de l'offre, la concurrence est de plus en plus rude avec l'augmentation continue du nombre de fonds de capital-investissement sur le marché : hausse de 52 % du nombre de fonds qui levaient des capitaux au début du 3<sup>e</sup> trimestre 2018 par rapport au début du 3<sup>e</sup> trimestre 2017, selon les chiffres de Preqin les plus récents. En toute logique, l'activité de levée de fonds s'en est trouvée ralentie dans la mesure où l'activité générale de ces dernières années a été trop importante pour être pérenne à plus long terme. Sur le plan macroéconomique, l'environnement se caractérise par des rendements faibles, une croissance économique toujours saine, mais en décélération, ainsi que des risques politiques et géopolitiques, autant d'éléments qui exigent de la part des investisseurs d'être encore plus sélectifs dans leur quête de cibles à prix adéquat et aux rendements attrayants à long terme. D'une part, le niveau élevé de « poudre sèche » génère des opportunités de sorties à prix adéquat. D'autre part, il entraîne des barrières d'entrée plus élevées pour les nouveaux investissements. Malgré une concurrence rude et un environnement de marché difficile, le sentiment des investisseurs à l'égard du capital-investissement semble toujours positif dans la mesure où la classe d'actifs cherche à satisfaire leurs besoins, notamment la diversification, des performances ajustées en fonction du risque et la couverture de l'inflation. En termes de performance, le capital-investissement enregistre des rendements réguliers qui ont été systématiquement supérieurs à ceux de l'indice S&P 500 au cours des

10 dernières années. En conséquence, le véritable enjeu consiste à mettre en place la bonne stratégie pour attirer de nouveaux investisseurs en quête de performances absolues élevées et de diversification.

### Où résident les opportunités les plus intéressantes ?

À l'heure actuelle, il devient difficile de trouver des opportunités intéressantes, notamment sur les marchés développés, dans la mesure où les valorisations sont plus élevées qu'il y a quelques mois et que cela pourrait se traduire par une baisse des rendements dans les années à venir. Il est donc essentiel de choisir la bonne région géographique et les sociétés appropriées.

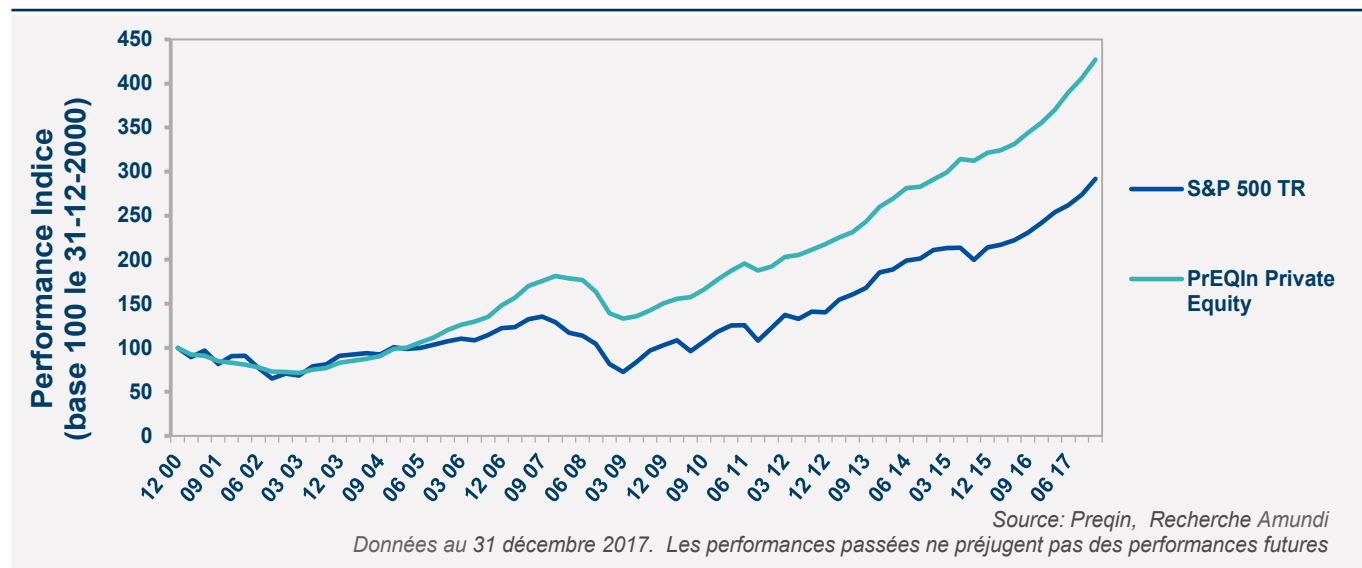
L'Europe nous semble toujours bénéficier d'un contexte économique favorable et le capital-investissement devrait rester demandé dans cette région. À cet égard, les pays d'Europe occidentale pourraient offrir de belles opportunités d'investissement, mais encore faut-il d'excellents flux d'opérations ainsi que des connaissances locales, des informations et des réseaux solides. Au niveau du marché, les investisseurs devraient s'intéresser aux petites et moyennes entreprises (PME) européennes non cotées qui ont fait leurs preuves sur une période significative.

Toutefois, sur le segment des PME, les cas intéressants ne manquent pas et les gérants devront adopter une stratégie sur mesure. Afin de dégager un maximum de valeur du capital-investissement, les investisseurs devront combiner des approches *top-down* et *bottom-up* dans la sélection de titres et surfer sur les 5 grandes tendances mondiales qui, selon nous, redessinent l'environnement d'investissement (démographie, environnement, technologie, changements sociaux et mondialisation).

Puis, au sein de chaque secteur, il est essentiel d'identifier les facteurs qui rendent une entreprise capable de créer de la valeur ajoutée pour les investisseurs sur le long terme. Ces facteurs sont : la qualité de l'équipe de direction et son implication dans la structure du capital ; des fondamentaux solides et un historique de rentabilité ; la capacité de bénéficier d'un avantage concurrentiel grâce à une croissance organique régulière et à la volonté de faire reposer la croissance externe sur l'internationalisation ; une approche flexible et la capacité de s'adapter rapidement à l'évolution des conditions de l'environnement. Enfin, les investisseurs pourraient s'intéresser aux entreprises adoptant les principes ESG (environnement, société et gouvernance), élément clé de la création de valeur.

**“Les petites et moyennes entreprises pourraient offrir l'opportunité de capter les tendances disruptives structurelles.”**

### Private equity vs Indice S&P500 TR





### Allocation d'actifs : perspectives multi-classes d'actifs

|                   | Variation 1 mois | --- | -- | - | 0 | + | ++ | +++ |
|-------------------|------------------|-----|----|---|---|---|----|-----|
| Actions vs Govies | →                |     |    |   | ■ |   |    |     |
| Actions vs crédit | →                |     |    |   | ■ |   |    |     |
| Crédit vs Govies  | →                |     |    |   |   | ■ |    |     |
| Duration          | →                |     |    | ■ |   |   |    |     |
| Pétrole           | ↗                |     |    |   |   | ■ |    |     |
| Or                | →                |     |    |   |   | ■ |    |     |
| Monétaire Euro    | →                |     |    |   | ■ |   |    |     |
| Monétaire USD     | →                |     |    |   | ■ |   |    |     |

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

### Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs

|                 | Asset Class                   | Variation d'opinion à 1 mois | Sous-pondération | Neutre | Surpondération |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------|------------------|--------|----------------|
| EMPRUNTS D'ÉTAT | US                            | →                            | ●                |        |                |
|                 | Cœur Euro                     | →                            | ●                |        |                |
|                 | Périphériques Euro            | →                            |                  |        | ●              |
|                 | RU                            | →                            | ●                |        |                |
|                 | Japon                         | →                            | ●                |        |                |
| CRÉDIT          | IG États-Unis                 | →                            |                  | ●      |                |
|                 | IG Euro                       | ↘                            |                  |        | ●              |
|                 | HY États-Unis                 | →                            | ●                |        |                |
|                 | HY Euro                       | →                            |                  |        | ●              |
|                 | Dette émerg., devises fortes  | →                            |                  | ●      |                |
|                 | Dette émerg., devises locales | →                            |                  | ●      |                |
| ACTIONS         | US                            | ↘                            |                  |        | ●              |
|                 | Zone euro                     | ↗                            |                  | ●      |                |
|                 | RU                            | →                            |                  |        | ●              |
|                 | Japon                         | →                            |                  | ●      |                |
|                 | Pac. hors Jap.                | →                            |                  | ●      |                |
|                 | ME internationaux             | →                            |                  | ●      |                |
|                 | Convertibles                  | →                            |                  |        | ●              |

### DEVICES ET ACTIFS RÉELS

|              |                           |   |
|--------------|---------------------------|---|
| DEVICES      | EUR/USD                   | → |
|              | EUR/GBP                   | → |
|              | EUR/JPY                   | → |
|              | USD/JPY                   | → |
| ACTIFS RÉELS | Immobilier                | → |
|              | Infrastructures mondiales | → |
|              | Dettes privées            | → |

### LÉGENDE

- ↘ Révision à la baisse
- Inchangé
- ↗ Révision à la hausse
- Sous-pondération
- Neutre
- Surpondération

Source: Amundi, au 18 septembre 2018. Les perspectives de performance à 3-6 mois reflètent nos opinions de recherche basées sur le rendement attendu de chaque classe d'actifs. 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 traduisent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

## LE THÈME DU MOIS

# Élections américaines de mi-mandat : programmes économiques potentiels et répercussions pour les marchés

PARESH UPADHYAYA, Responsable de la Stratégie changes, gérant de portefeuilles US

Finalisé le 21/09/2018

### L'essentiel

À l'approche des élections américaines de mi-mandat qui se tiendront le 6 novembre prochain, beaucoup anticipent une division du Congrès, selon laquelle le Parti démocrate prendrait le contrôle de la Chambre des Représentants et le Parti républicain garderait la mainmise sur le Sénat. Mais d'autres scénarios sont également possibles, notamment avec un Congrès qui resterait sous contrôle républicain, ou encore dans le cas où les Démocrates remporteraient à la fois la Chambre des Représentants et le Sénat. Dans cet article, nous étudierons pourquoi la division du Congrès est l'issue la plus probable. Nous nous pencherons ensuite sur les programmes économiques des deux Partis et les problématiques qui pourraient être soulevées lors de leur mise en application. Enfin, nous analyserons l'impact potentiel sur les marchés boursiers et obligataires américains.

### Une lutte difficile pour les Républicains

Selon les fondamentaux politiques, le contexte est plus favorable à ce que les Démocrates reprennent le contrôle de la Chambre des Représentants. À l'heure actuelle, les Républicains disposent d'une majorité dans les deux chambres du Congrès, avec 237/193 sièges pour la Chambre des Représentants (et 5 sièges vacants) et 51/49 pour le Sénat. Les Démocrates devront par conséquent obtenir 23 nouveaux sièges à la Chambre des Représentants et 2 au Sénat afin d'y prendre le contrôle.

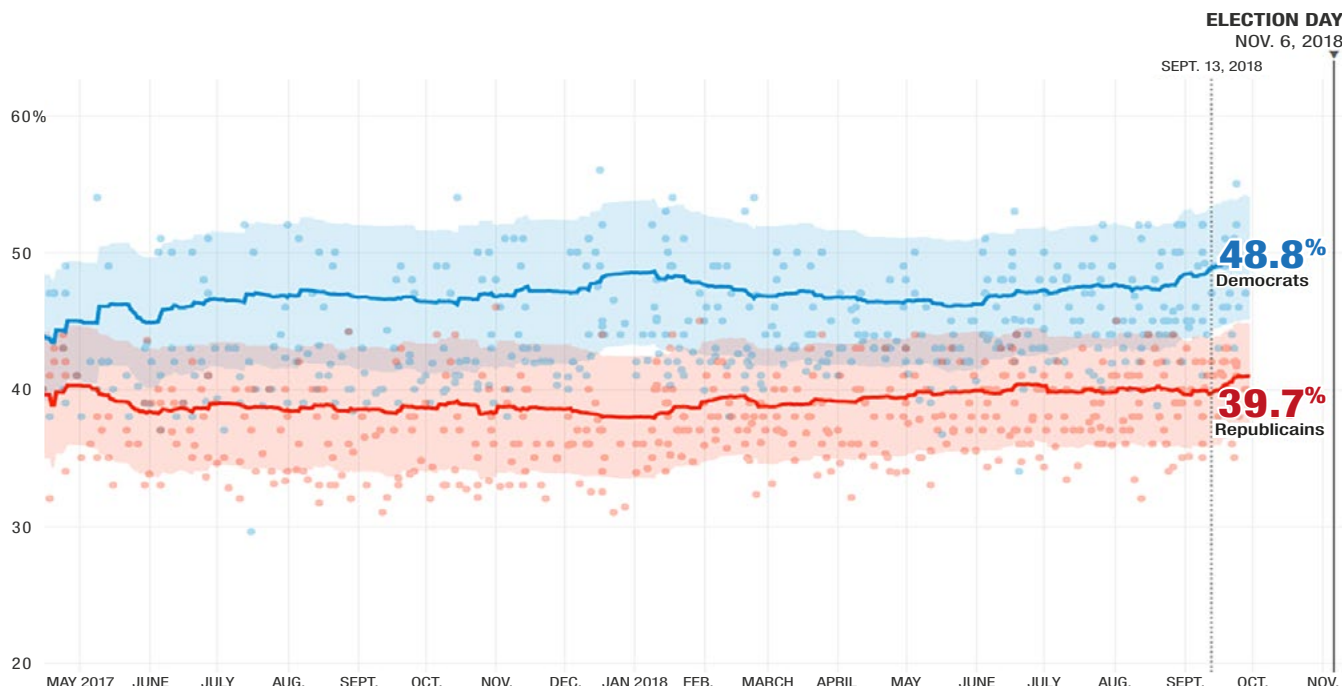
La Chambre des Représentants est plus encline que le Sénat à changer de camp dans la mesure où les circonscriptions électorales à faible majorité sont plus nombreuses du côté des Républicains que des Démocrates. En 2016, 23 districts ont voté pour le candidat républicain et la Secrétaire d'État Hillary Clinton à la Chambre des Représentants, contre seulement 7 districts qui ont voté pour le candidat démocrate et Donald Trump. En revanche, les Démocrates, qui sont clairement sur la défensive au Sénat, devront défendre 26 des 35 sièges en statut de réélection. En outre, les Démocrates qui se présentent dans des États à majorité républicaine tenteront de remporter les élections dans des États où la marge de victoire pour Donald Trump était égale ou supérieure à 20 % (Missouri, Indiana, Montana, Dakota du Nord et Virginie-Occidentale).

### Les Démocrates devraient remporter la Chambre des représentants : explications

#### Intentions de vote

Les Démocrates disposent d'une solide avance dans les intentions de vote. Les intentions de vote reposent sur des sondages demandant aux électeurs quel Parti – démocrate ou républicain – ils souhaitent soutenir lors des élections au Congrès. Certains stratégestes politiques pensent qu'en raison du découpage électoral (*gerrymandering* en anglais, pratique consistant à déterminer la circonscription électorale des districts en fonction du Parti au pouvoir), les Démocrates doivent disposer d'une avance d'environ 7 % dans les intentions de vote afin de remporter la majorité à la Chambre des Représentants. Selon les intentions actuelles, leur avance sur le Parti républicain s'élève à 8,5 % (graphique 1).

**Graphique 1: Solide avance des Démocrates dans les intentions de vote**

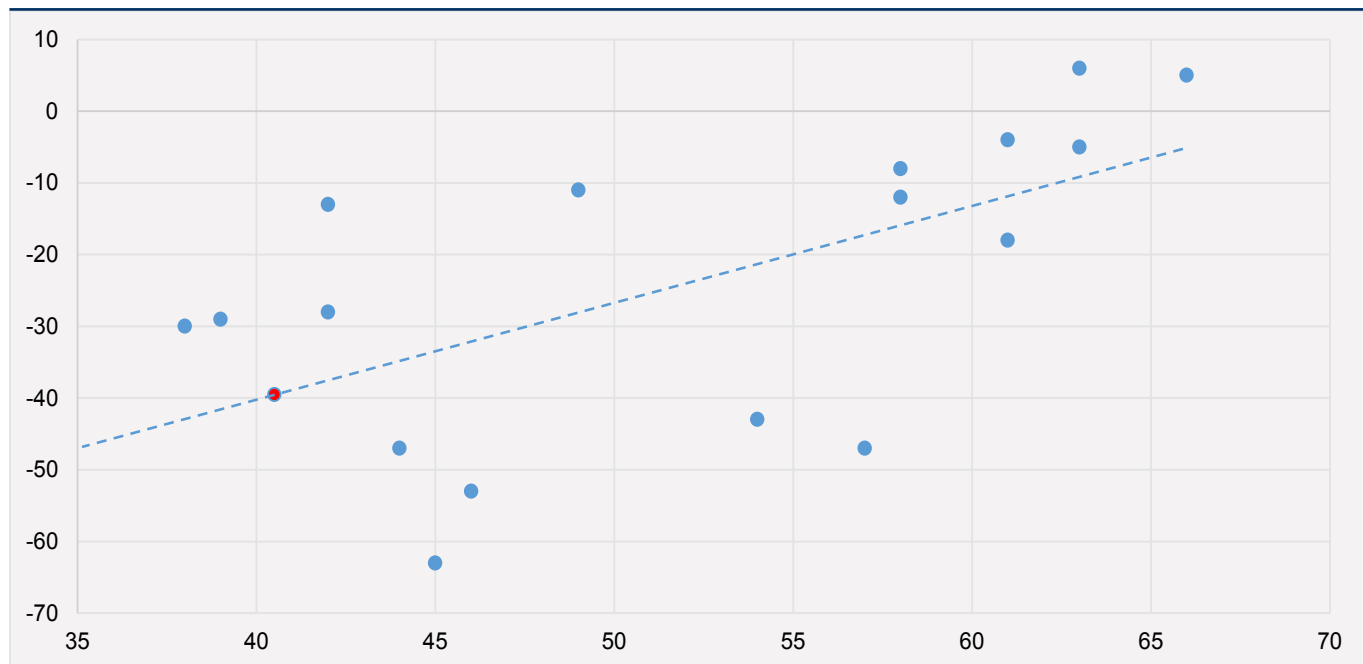


Source: FiveThirtyEight, au 13 septembre 2018

**Taux de satisfaction de D. Trump**

Historiquement, lorsque le taux de satisfaction d'un Président est inférieur à 50 %, le Parti au pouvoir perd en moyenne au minimum 25 sièges à la Chambre des Représentants. Si l'on en croit les derniers sondages, le taux de satisfaction de Donald Trump a atteint 40,5 % au 9 septembre 2018. Selon notre coefficient de corrélation entre le taux de satisfaction et le nombre de sièges changeant de camp à la Chambre des Représentants, le taux de satisfaction actuel de Donald Trump induit une perte potentielle de près de 40 sièges (graphique 2).

**Graphique 2: Gain ou perte de sièges à la Chambre des Représentants vs. popularité du Président**



Source: Amundi Pioneer, données au 10 septembre 2018



## Levée de fonds

Enfin, les levées de fonds constituent un autre indicateur stratégique sur la solidité d'un Parti. Les candidats démocrates ont surpassé leurs homologues républicains dans 71 des 101 circonscriptions électorales. Plus important encore, les Républicains au pouvoir accusent un retard en la matière dans deux tiers de ces districts.

## Répercussions sur le plan politique: une nouvelle impasse politique

Les deux Partis proposent des programmes économiques bien distincts. Le Parti démocrate a dévoilé un projet économique intitulé *A Better Deal*, qui consiste à augmenter les dépenses publiques, relever le salaire minimum et étendre les soins de santé. De son côté, le Parti républicain entend baisser les dépenses, introduire de nouvelles réformes fiscales et mettre un terme à l'Obamacare.

### Programme économique des Démocrates

- Augmentation des dépenses publiques. Les Démocrates souhaitent dépenser 1000 milliards de dollars dans le cadre d'un plan d'infrastructures à long terme afin de reconstruire les routes, ponts, systèmes de transport, voies ferrées, etc. Ils espèrent en outre allouer 100 milliards de dollars à l'éducation et 70 milliards de dollars à la construction de logements à loyer modéré.
- Révision à la hausse du salaire minimum. Bien que le programme *A Better Deal* n'apporte aucune précision, un projet de loi proposé l'an passé au Sénat par les Démocrates visait à relever le salaire horaire minimum de 7,25 dollars à 15 dollars d'ici 2024, l'indexant pour la suite à la croissance médiane du salaire.
- Santé. Les Démocrates prévoient de poursuivre l'Obamacare et cherchent à étendre les programmes Medicaid, Medicare et la sécurité sociale. Dans le cadre de *A Better Deal*, ils espèrent réduire le coût des médicaments sur ordonnance.
- Fiscalité. Les Démocrates souhaitent annuler les réductions d'impôt accordées aux entreprises et aux revenus élevés.
- Divers. Mise en place de congés familiaux et maladie payés. Garde d'enfants/prématurée universelle.

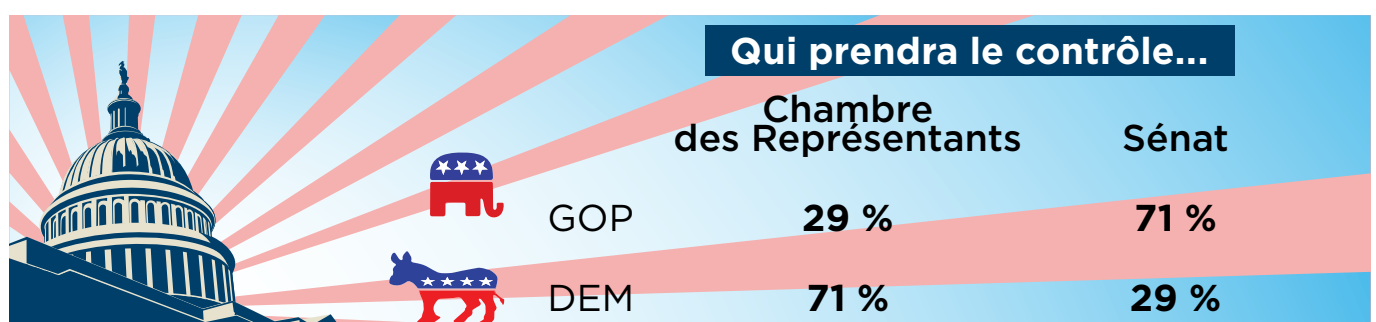
### Programme économique des Républicains

- Réforme 2.0 sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act 2.0 (TCJA 2.0)). La prochaine étape des réductions d'impôt consiste à rendre permanentes les réductions d'impôt sur le revenu et à mettre en place des avantages fiscaux pour la retraite et l'innovation en entreprise.
- Abrogation et remplacement de l'Obamacare. Le Parti tentera une nouvelle fois de remplacer l'Obamacare par un système de soins axé sur les marchés.
- Réforme des aides sociales. Les Républicains entendent réduire les dépenses destinées aux aides sociales, ce qui pourrait se traduire par un renforcement des exigences de travail et une baisse des financements aux États.
- Plus-values. Indexer les plus-values sur l'inflation.
- Immigration. Développer une solution pour l'Action différée pour les enfants arrivants (Deferred Action for Childhood Arrivals / DACA), et allouer davantage de fonds à la sécurité des frontières et à la construction d'un mur entre les États-Unis et le Mexique.
- Infrastructures. Augmenter les dépenses en infrastructures, mais pas nécessairement via des partenariats publics/privés.

## Analyse des scénarios

### Scénario de base : Chambre des Représentants démocrate et Sénat républicain

Selon les marchés, le scénario le plus probable est la division du Congrès. Au 21 septembre 2018, les investisseurs pariant sur des élections hypothétiques, les marchés à terme ont intégré dans leurs cours une probabilité à 71 % pour une Chambre des Représentants démocrate et également à 71 % la probabilité d'un Sénat contrôlé par les Républicains.



Source: Predictit.org au 21 septembre 2018

Ce scénario pourrait suivre l'une des deux principales trajectoires.

- Dans la plus optimiste, Donald Trump pourrait trouver un terrain d'entente avec la Chambre des Représentants (contrôlée par les Démocrates). Le plafond du budget pourrait être relevé. L'on peut par ailleurs espérer une hausse modeste de 200 milliards de dollars pour les dépenses en infrastructures. Des mesures pourraient également être envisagées pour réformer la justice criminelle, étudier les questions sur la rémunération du congé familial, dont Jared Kushner et Ivanka Trump ont fait la promotion, et répondre aux problématiques en matière de santé publique, notamment en augmentant les financements pour lutter contre les overdoses par opioïdes.
- Selon la trajectoire la moins optimiste, le programme législatif de Donald Trump pourrait être bloqué, notamment par des enquêtes agressives à son encontre et son cercle proche, et nous pourrions même assister à la perspective d'une destitution. Une telle évolution entraverait toute possibilité de terrain d'entente sur le plan politique.

La trajectoire de ce scénario dépendra de nombreux facteurs, notamment l'ampleur de la majorité démocrate, le résultat de l'enquête Mueller, et les exigences de l'extrême gauche de la base démocrate. À l'heure actuelle, puisque les sondages suggèrent une division du Congrès, la trajectoire la moins optimiste semble la plus probable.

### Statu Quo: Chambre des Représentants républicaine et Sénat républicain

Dans ce scénario de statu quo, les Républicains tenteront de faire adopter une nouvelle vague de réformes fiscales (TCJA 2.0). Sa réussite semble plus probable que l'abrogation et le remplacement de l'Obamacare. Néanmoins, il se pourrait que le vote soit, une fois encore, serré au Sénat. En outre, le Parti essaiera une nouvelle fois d'augmenter les dépenses dédiées à la sécurité des frontières, y compris via le financement d'un mur le long de la frontière entre les États-Unis et le Mexique et le recrutement de nouveaux agents de douane et d'immigration. Par ailleurs, certaines propositions de loi portent sur une réforme des aides sociales, notamment en renforçant les exigences de travail des allocataires. Enfin, ce scénario pourrait modifier la fiscalité des plus-values, qui seront indexées sur l'inflation.

### Victoire totale: Chambre des Représentants démocrate et Sénat démocrate

Il s'agit probablement du scénario le plus sous-estimé. Le marché table sur la probabilité d'une victoire démocrate totale de seulement 29 %, tandis qu'elle pourrait être en réalité plus proche des 40 %. Historiquement, lors d'une victoire écrasante, les deux branches du pouvoir législatif s'inversent. En effet, depuis 1952, chaque fois que la Chambre des Représentants a changé de camp (à 5 reprises), le Sénat en a fait de même, hormis une seule fois en 2010. Au vu du grand nombre de Démocrates dans des États à majorité républicaine, la marge d'erreur est mince. Dans ce scénario, les Démocrates chercheront à étendre l'Obamacare, relever le salaire minimum, introduire la garde d'enfants/prématernelle universelle, annuler les réductions d'impôts accordées aux entreprises et aux revenus élevés et réorienter les dépenses publiques vers des secteurs non liés à la défense. Il est cependant très peu probable que l'une de ces propositions ne soit réellement adoptée, car les Démocrates ne seront pas en mesure de rassembler suffisamment de voix pour passer outre le veto du Président.

### Issue peu probable: Chambre des Représentants républicaine et Sénat démocrate

C'est le scénario le moins probable. La Chambre des Représentants dispose de nombreux sièges républicains ouverts, ce qui les rend pour la plupart hautement compétitifs. Ce n'est pas le cas pour le Sénat, où l'environnement est plus favorable au Parti républicain, où de nombreux sénateurs démocrates opèrent dans des États profondément républicains. Dans ce scénario, nous devrions assister à une profonde division du gouvernement. Auquel cas, il est probable que les Républicains cèdent quelques sièges à la Chambre des Représentants, ce qui signifie que le groupe parlementaire Freedom Caucus, de sensibilité conservatrice sur le plan budgétaire, plaiderait en faveur d'un durcissement budgétaire. Au Sénat, les Démocrates chercheront à assouplir ladite politique budgétaire, entraînant de ce fait une traditionnelle impasse.

### Maison-Blanche

Les perspectives d'une impasse politique sont nombreuses au sein d'un gouvernement divisé. Face à des Démocrates qui chercheront probablement à freiner le programme du gouvernement, quelle réponse pouvons-nous attendre de l'administration de Donald Trump ?

- Veto présidentiel. Le droit de veto permet au président d'empêcher l'adoption du programme démocrate. Il rend aussi peu probable l'abrogation des législations mises en place par Donald Trump lors des deux premières années de son mandat (réformes fiscales, notamment).
- ALÉNA et échanges commerciaux. Le président a le droit d'imposer de manière unilatérale des droits douaniers ou des sanctions, comme il l'a démontré à de multiples occasions, ce qui a eu un impact sur le bois de construction,

les lave-linges, les panneaux solaires, la renégociation de l'ALÉNA et les droits douaniers sur les biens chinois. Les perspectives de nouvelles législations étant faibles, Donald Trump pourrait désormais davantage concentrer ses efforts sur les problématiques d'ordre commercial en imposant par exemple de nouvelles taxes sur les biens en provenance de Chine ou en ciblant d'autres pays, tels que le Japon.

- Affaires étrangères. Ce domaine relève également du pouvoir exécutif. Historiquement, les présidents américains qui ont été confrontés à des impasses politiques, ou qui sont des « canards boiteux » (représentant dont le mandat arrive à terme), se tournent vers le reste du monde. Donald Trump pourrait continuer d'axer sa politique sur des sujets géopolitiques épineux tels que la dénucléarisation de la Corée du Nord, et donner un nouveau tour de vis dans les sanctions à l'encontre de l'Iran. Le président devrait également tenter de relancer les discussions pour la paix dans le conflit israélo-palestinien et envoyer à nouveau des troupes américaines en Syrie.

## Conséquences en termes d'investissement

### Obligations

Dans le cas du scénario de base, le contexte économique demeurera solide, marqué par une surchauffe de l'économie et l'augmentation des écarts de production négatifs qui se traduiront par une hausse des pressions inflationnistes. Selon la trajectoire la plus optimiste, la perspective d'un programme de dépenses modestes en infrastructures donnerait un coup de fouet supplémentaire à une économie d'ores et déjà au plein emploi. Ce contexte permettrait que la Fed poursuive son cycle de resserrement progressif et signalerait la possibilité d'un durcissement qui ne serait plus neutre. L'ampleur du programme de dépenses en infrastructures et l'état de l'économie détermineraient le niveau de tolérance de la Réserve fédérale face à une courbe de taux probablement plate ou inversée. Nous tablons sur des pics périodiques des taux à 10 ans, avec des périodes plus soutenues à plus de 3 %. Les marchés des obligations Investment Grade et à haut rendement devraient se maintenir à flot et offrir des coupons réguliers.

Toutefois, dans le cas d'une trajectoire moins optimiste, du scénario le moins probable et d'une victoire totale des Démocrates, caractérisé par une impasse politique, l'affaiblissement du coup de pouce budgétaire pourrait ralentir l'activité économique américaine à un rythme proche de sa tendance d'ici le T4 2019. Ce qui limiterait probablement la hausse de l'inflation des prix à la consommation. La Fed signalerait ainsi l'interruption ou le ralentissement de son cycle de resserrement. Parallèlement, les banques centrales des pays du G-10 pourraient enfin commercer à relever leurs taux d'intérêt, entraînant ainsi la convergence des politiques monétaires à l'échelon mondial. Un tel scénario refléterait une hausse généralisée des taux mondiaux et limiterait la probabilité d'un rebond durable des bons du Trésor américains. Le ralentissement de la croissance américaine ainsi que la croissance inférieure au potentiel telle qu'anticipée par les marchés, pourraient renforcer les craintes des défauts et se traduire par une correction des marchés des obligations Investment Grade et à haut rendement. Ainsi, selon nous, la réaction des marchés serait semblable à celle d'un scénario de statu quo, avec une politique budgétaire sans incidence sur la croissance. Enfin, la hausse des dépenses dédiées à la sécurité des frontières serait compensée par la réduction des dépenses discrétionnaires.

### Actions

Dans le cas d'une impasse politique (trajectoire la moins optimiste du scénario de base et scénario de victoire totale), les investisseurs en actions ne pourront compter sur le programme des réformes des Républicains pour soutenir la hausse des cours des actions. En effet, leurs opinions d'investissement porteront davantage sur la croissance des bénéficiaires des entreprises. Si nous sommes convaincus que les bénéficiaires des entreprises américaines peuvent gagner au minimum 10 % en 2019, le taux de croissance en 2018 pourrait être près de moitié moins élevé que celui anticipé en l'absence de nouveaux avantages fiscaux. En outre, certains risques pèsent sur les prévisions de bénéfices si la hausse plus marquée que prévu de l'inflation (soutenue par la mise en place de droits douaniers et l'augmentation des salaires) pénalise les marges bénéficiaires. Pour cette raison, nous tablons sur des rendements actions modestes dans le meilleur des cas.

Dans le cas d'un scénario de base et de statu quo, néanmoins, les marchés boursiers pourraient s'apprécier. Selon le scénario de base, l'augmentation des dépenses en infrastructures devrait permettre de compenser une partie de l'affaiblissement du dernier coup de pouce budgétaire, permettant ainsi à l'économie américaine de poursuivre une croissance supérieure à la moyenne. Par ailleurs, les dépenses en infrastructures devraient permettre de stimuler le secteur américain des infrastructures et les producteurs de ciment mondiaux disposant tournés vers les États-Unis. Selon l'article publié par HSBC « *Élections américaines de mi-mandat : Les éléments à surveiller et les éléments en jeu, 5 septembre 2018* », une hausse des dépenses en infrastructures de l'ordre de 30 milliards de dollars par an permettrait de doper la production de génie civil de quelque 9 points de pourcentage et la consommation de ciment de quelque 6 points de pourcentage en 2019.



Dans le cas du scénario de statu quo (où les Républicains conservent la mainmise sur les deux chambres du Congrès), la probabilité de nouvelles réformes budgétaires, notamment la réduction des impôts sur les plus-values, constitue le scénario le plus favorable aux cours des actions à court terme, si l'on suppose que la croissance des bénéfices est conforme aux prévisions et que les problématiques commerciales ne provoquent pas de ralentissement économique.

### **Dollar américain**

L'impact des élections de mi-mandat sur le dollar américain (USD) dépendra de l'adoption ou non des réformes budgétaires favorables à la croissance. Selon notre scénario de base optimiste, le dollar devrait s'apprécier, car la hausse potentielle du taux neutre des *Fed funds* devrait entraîner un différentiel de taux en faveur du billet vert. Dans le cas d'un scénario de statu quo, l'adoption de nouvelles réformes fiscales pourrait se traduire par des entrées de capitaux au sein des marchés boursiers et obligataires américains, ce qui serait également favorable pour le dollar. Néanmoins, dans tout autre scénario (et notamment dans le scénario le moins optimiste), nous anticipons une dépréciation du dollar car le thème de la convergence des politiques monétaires mondiales domine les marchés et le différentiel de taux d'intérêt se resserre face au dollar. La perspective d'un gouvernement divisé devrait avoir un impact neutre sur la devise américaine. À plus long terme, l'évolution du dollar dépendra de la politique monétaire et des perspectives économiques aux États-Unis.

## Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,  
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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

|  |                                    |   |
|--|------------------------------------|---|
| <p>Risque # 1</p>  | <p><b>50 %</b><br/>probabilité</p> | <p><b>Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</b></p>                            |
| <p><b>Analyse</b>   Donald Trump a augmenté les tarifs douaniers sur les importations chinoises des États-Unis et annonce un accroissement supplémentaire au 1<sup>er</sup> janvier. Les rétorsions de la Chine sont restées à ce stade modérées. Il est probable que les menaces de Trump quant à la possible mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre. Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère, notamment avec la Chine. À ce jour, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble toujours contenue (25 %) pour au moins deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif (vive opposition perceptible dans le camp républicain/ effet boomerang) ; (2) les pays partenaires prennent garde de ne pas tomber dans le piège en conservant une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque d'un affrontement plus sévère pour au moins deux autres raisons : (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier et l'incertitude induite ne pèse pas sur l'économie américaine (économie du plein emploi, climat des affaires dans les services au plus haut depuis au moins 1997).</p> <p><b>Impact de marché</b>   Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier en Europe) sur l'économie chinoise. Certains projets d'investissement privé pourraient être reportés. Même en l'absence d'une guerre commerciale de grande envergure, le commerce mondial peut ralentir davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute du commerce mondial de biens et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Un affrontement plus sévère sur le commerce ne ferait que des perdants.</p> |                                    |   |
| <p>Risque # 2</p>  | <p><b>50 %</b><br/>probabilité</p> | <p><b>Une augmentation supplémentaire du prix du pétrole</b></p>  |
| <p><b>Analyse</b>   Les prix du pétrole ont continué de grimper sur la période récente (86 \$ pour le baril de Brent le 4 octobre avant de se replier sur 83 \$ le 8 octobre), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par l'anticipation d'une baisse de l'offre disponible avec le début des sanctions des États-Unis sur l'Iran qui, en pratique, conduit de nombreux pays à cesser d'importer leur pétrole d'Iran. À ce jour les pays de l'OPEP et la Russie n'ont pas compensé l'offre manquante et les producteurs américains ne sont, quant à eux, pas en mesure de le faire (du moins pas à court terme en raison de goulots d'étranglement).</p> <p><b>Impact de marché</b>   La montée des prix du pétrole menace le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises. La demande intérieure en zone euro est plus en risque qu'aux États-Unis. Les pays émergents importateurs, déjà affaiblis par les sorties de capitaux, voient également leur situation se détériorer. À court terme, la hausse du prix du pétrole peut augmenter la perception d'un risque inflationniste (effet de base) et augmenter la nervosité des banquiers centraux (Fed, certaines BC asiatiques). Mais en définitive l'inflation induite devrait rester transitoire, avec peu de transmission à l'inflation sous-jacente si la croissance ralentit. En définitive, un choc d'offre serait plus déflationniste qu'il ne serait inflationniste.</p>   |                                    |   |
| <p>Risque # 3</p>  | <p><b>20 %</b><br/>probabilité</p> | <p><b>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les <i>spreads</i> souverains en zone euro</b></p> |
| <p><b>Analyse</b>   L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations entre la coalition au pouvoir en Italie et les autres pays de l'UE sont tendues et vont le rester, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Le gouvernement italien a annoncé une hausse de son objectif de déficit budgétaire pour 2019-2021. Même si sa proposition initiale (2,4 % du PIB sur 3 ans) a été révisée en baisse dans les jours qui suivent (avec un déficit prévu à 1,8 % en 2021), les nouvelles projections contrastent toujours très fortement avec le précédent projet de loi de finance qui tablait sur respectivement -0,8 %, 0,0 % et + 0,2 % du PIB de déficit.</p> <p>Pour la Commission européenne et pour les agences de notation, la dérive budgétaire pourrait ne pas être considérée comme compatible avec la soutenabilité de la dette à moyen terme. La bonne nouvelle réside néanmoins dans le fait que le gouvernement reste apparemment soucieux de maîtriser le ratio dette/PIB. Les réactions de la Commission européenne et des agences de notation sont attendues prochainement. Le bras de fer avec la Commission ne fait que commencer.</p>  |                                    |   |

**Impact de marché** | Il n'y a pas de risque systémique. La remontée des taux italiens vient durcir les conditions financières locales ce qui va peser sur la reprise en cours en Italie et risque, si jamais elle se poursuit, de mettre en péril la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Aux niveaux actuels de croissance et de taux d'intérêt, la dette est néanmoins soutenable. Le risque demeure local dans la mesure où l'épargne italienne est abondante et où les titres de dette publique sont essentiellement détenus par les résidents (à 70 %) : à court terme, ces derniers ont la capacité d'absorber une partie des émissions supplémentaires de titres du Trésor. Par ailleurs, la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter une éventuelle propagation des tensions financières aux autres pays périphériques. Tout cela explique le peu d'impact à ce jour sur les spreads souverains périphériques et sur le crédit en général.

Risque # 4

20 %  
probabilité

« Hard Brexit »

**Analyse** | la situation politique britannique est particulièrement instable, avec un gouvernement, une majorité et un parlement particulièrement divisés. Nous identifions quatre scénarios :

(1) « Soft Brexit » (probabilité: 50 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJE...).

(2) Brexit « très soft » (probabilité: 20 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

(3) Un « hard Brexit » (probabilité: 20 %), selon les termes de l'OMC avec très peu d'accès aux services.

(4) Pas de Brexit (probabilité: 10 %); ce dernier scénario nécessiterait probablement des élections anticipées et un changement majeur de gouvernement, suivi d'un autre référendum. Un scénario « sans Brexit » ne peut être confirmé qu'après une longue période d'incertitude (retrait de l'article 50 du Royaume-Uni).

**Impact de marché** | Les scénarios (3) et (4) s'accompagneraient de turbulences financières mais pour des raisons très différentes. Il faudrait vraisemblablement passer par une crise politique sérieuse pour remettre en cause le Brexit (scénario 4). Même si la probabilité de « hard Brexit » (scénario 3) nous semble faible, les négociations s'enlisent ce qui n'est pas bon signe. Nous tablons sur de vives tensions dans les mois qui viennent. C'est peut-être d'ailleurs la condition qui permettra aux parties en présence, de trouver un compromis et d'organiser le Brexit dans la durée. Dans le cas où les dispositions seraient *in fine* défavorables au Royaume-Uni, on assisterait à un affaiblissement de la livre sterling et de la croissance potentielle.

Risque # 5

20 %  
probabilité

Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

**Analyse** | Les marchés émergents sont en difficulté depuis quelques mois, impactés par les hausses de taux de la Fed, par la montée des craintes de guerre commerciale, par le durcissement des conditions monétaires locales (hausse des taux directeurs de nombreuses banques centrales) et par la baisse de certains marchés spécifiques (difficultés spécifiques en Argentine, en Chine, en Turquie, en Afrique du Sud, au Brésil...). En bref, si le risque systémique est plus faible compte tenu de la moindre vulnérabilité des pays émergents, il n'en demeure pas moins vrai qu'au final, la plupart de ces marchés sont en baisse depuis le début de l'année. Des craintes de guerre commerciale plus intense entre les États-Unis et la Chine pousseraient sans aucun doute vers une plus grande contagion (car les chaînes de valeur sont très intégrées)

**Impact de marché** | Spreads de crédit et marchés d'actions seraient fortement chahutés, et ce d'autant plus que les devises émergentes resteraient sous pression avec les sorties de capitaux. Même si le monde émergent n'est pas un bloc homogène, il a nettement tendance à se comporter comme tel lorsque les conditions de marché se dégradent fortement et brutalement. C'est pour cela – aussi – que la prudence envers les marchés émergents reste de mise. La montée des prix du pétrole est un facteur de vulnérabilité supplémentaire pour de nombreux pays.

Risque # 6

15 %  
probabilité

L'impact de la politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu

**Analyse** | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) stimule la croissance. Avec une croissance du PIB réel de l'ordre de 3 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un *output gap* positif), le taux réel des fed funds devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit évidemment éviter toute erreur de communication en raison de la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25 pb (non préparé). Ce type d'erreur est très improbable de nos jours : la Fed communique désormais sur le fait qu'elle ne sur-réagirait pas si l'inflation devait surprendre à la hausse temporairement. Notons par ailleurs que l'impact favorable à court terme de la politique budgétaire devrait permettre à la Fed de continuer à relever ses taux d'intérêt sans accroître le risque de récession, donc sans dommage pour les marchés financiers.



**Impact de marché** | Si jamais la Fed accélérât ses hausses de taux, il faudra miser sur une forte baisse du marché du crédit et de celui actions, et sur une contagion notamment sur les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis.

Risque # 7

15 %  
probabilité

### Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (dépréciation du change, politique monétaire, politique budgétaire) si bien que l'économie demeure résiliente. Ceci dit, le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est très élevé. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier avait commencé à se replier (en % du PIB). Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

**Impact de marché** | Un *hard landing* lié à un éclatement de la bulle de crédit aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impact sur le commerce régional et mondial et donc sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 8

10 %  
probabilité

### Une remontée durable et significative des taux longs

**Analyse** | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins : i) une remontée significative des perspectives de croissance (nominale, réelle ou potentielle), ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/ou des anticipations d'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Néanmoins ces facteurs nous semblent plus improbables qu'en début d'année. Cette conclusion vaut notamment dans le cas de la zone euro, où la croissance se tasse et où la BCE entend maintenir durablement des conditions monétaires très accommodantes. C'est en effet une condition nécessaire pour voir l'inflation se redresser graduellement. Toutefois, la volonté d'abaisser le degré d'accommodation monétaire – notamment en mettant fin au QE d'ici la fin de l'année – demeure intacte. Une hausse modérée des taux européens semble inévitable. Mais une hausse marquée est improbable (en dehors de l'Italie).

**Impact de marché** | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises : cela fragiliserait la croissance et porterait en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein pour la hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains et européens. Ceci dit force est de reconnaître, que le risque sur les taux demeure haussier à court terme aux États-Unis en raison notamment de la vigueur du cycle outre-Atlantique et d'une possible accélération supplémentaire des salaires.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



**Scénario central (probabilité 70 %) :**  
la croissance mondiale ralentit, lentement mais sûrement.

#### ■ La croissance mondiale se tasse: depuis l'été, l'économie mondiale tend à évoluer en ordre dispersé.

La croissance s'est tassée en zone euro tandis qu'elle reste très solidement ancrée aux États-Unis. En dépit de la montée des risques, les enquêtes restent néanmoins sur un niveau élevé, notamment dans les services. En revanche, le climat des affaires dans le secteur manufacturier subit l'affaiblissement du commerce mondial et la montée du prix du pétrole. Les économies émergentes ont été fragilisées par la contagion financière qui a résulté des crises en Argentine et en Turquie et par l'appréciation généralisée du dollar (car une part substantielle de leur dette est en dollar). Il en a résulté un mouvement de sorties de capitaux des pays émergents et une dépréciation des devises qui pèse sur l'inflation locale. En définitive, les banques centrales ont commencé à durcir simultanément leur politique monétaire dans de nombreux pays émergents. Enfin on note un ralentissement économique plus prononcé qu'attendu en Chine qui a conduit les autorités à modifier l'orientation de la politique économique.

#### ■ Commerce mondial: il s'est affaibli depuis le début de l'année (+3,8 % sur un an en juillet vs 4,8 % en décembre). On observe que la menace protectionniste a pesé sur la confiance des chefs d'entreprise notamment en Europe. Rappelons toutefois que jusqu'à maintenant les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les mesures de rétorsion sont mesurées. Ceci dit, l'incertitude tend à peser sur l'investissement et à perturber le fonctionnement des chaînes de valeur dont le développement a été étroitement lié à la croissance du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial (i.e. sur une croissance du commerce en deçà de celle du PIB mondial).

#### ■ États-Unis: sans surprise la croissance est attendue supérieure à 3 % au T3 2018 et l'économie continue de créer des emplois. Le marché du travail se tend davantage et les salaires commencent à accélérer. Les enquêtes (ISM non manufacturier à son plus haut niveau historique en octobre) continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel dans les trimestres à venir. Les conditions monétaires et financières demeurent accommodantes en dépit de la remontée des taux de la Fed et de l'appréciation du dollar. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) explique le dynamisme de la conjoncture à ce stade du cycle. Pas de récession à craindre en 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement des conditions monétaires en cours). Nous tablons donc sur un ralentissement de la croissance à l'horizon 2020, avec une croissance proche de 2 % à cet horizon.

#### ■ Zone euro: nous avons revu notre prévision de croissance légèrement à la baisse le mois dernier à 2,0 % (2018) et 1,8 % (2019). Il est probable que nous révisons une nouvelle nos prévisions compte tenu de la montée du prix du baril pétrole, particulièrement significative en euro. Les menaces protectionnistes ont pesé sur le climat de confiance (secteur manufacturier) mais les dernières enquêtes (notamment dans les services) montrent que la zone euro est résiliente. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique budgétaire annoncée en Italie aura un impact économique marqué: ce qui sera gagné avec un assouplissement de la politique budgétaire sera probablement perdu du fait du durcissement des conditions financières locales (hausse des taux d'intérêt). À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée de son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, la question des migrants continue d'occuper une place prépondérante dans les débats. Ce qui laisse augurer de tensions récurrentes dans la perspective des élections européennes de mai 2019. En Allemagne, les élections en Bavière le 14 octobre auront valeur de test.

#### ■ Royaume-Uni: les négociations sur le Brexit sont au point mort et les dissensions au sein du camp conservateur sont particulièrement vives (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière) si bien que la date butoir pour parvenir à un accord avec l'UE cette année sera probablement dépassée. Il faut s'attendre à une montée des tensions dans les mois qui viennent. L'UE tient en effet de son côté à montrer qu'un pays qui s'engage dans une sortie de l'UE n'a rien à gagner.

En définitive, nous attendons néanmoins un accord « de dernière minute » (sans doute pas avant 2019) qui permettrait au Royaume-Uni de bénéficier de la période de transition jusqu'en décembre 2020. Nous tablons sur un rythme de croissance affaibli tant que l'incertitude n'est pas levée.

- **Chine:** l'économie chinoise est en train de ralentir. L'affaiblissement du commerce mondial explique en partie cela. Les tensions sur le commerce avec les États-Unis continuent de dominer l'actualité. Les mesures de rétorsion prises par le gouvernement chinois à l'encontre des États-Unis suite à la hausse des tarifs douaniers décidée par Donald Trump sont très mesurées. La Chine semble tabler sur une accalmie, une fois les élections de mi-mandat passées. Elle a opéré un virage de politique économique avec une politique budgétaire de soutien à la croissance, et une politique monétaire accommodante. Ceci dit les risques qui pèsent sur la croissance nous semblent désormais baissiers.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait continuer de se redresser graduellement. Ceci dit, le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste dans les pays avancés. Une « surprise inflationniste » demeure possible avec la remontée des prix du pétrole et l'accélération des salaires (États-Unis, zone euro) mais elle serait de courte durée (peu de « *pricing power* ») et pèserait sur les marges des entreprises davantage que sur les prix de vente finaux, a fortiori si la croissance mondiale se tasse. La situation est assez différente dans les économies émergentes où les pressions inflationnistes sont plus vives dans de nombreux pays, ce qui a conduit de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
- **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (86 \$ pour le baril de Brent le 4 octobre), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par l'anticipation d'une baisse de l'offre avec le début des sanctions des États-Unis sur l'Iran qui, en pratique, conduisent de nombreux pays à cesser (ou à diminuer) leurs importations de pétrole d'Iran. À ce jour les pays de l'OPEP et la Russie semblent réticents à compenser l'offre manquante et les producteurs américains ne sont, quant à eux, pas en mesure de le faire (du moins pas à court terme). Les risques demeurent donc haussiers à court terme. Le rééquilibrage par un accroissement de l'offre mettra du temps à se matérialiser (la production américaine est déjà très élevée). Notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$), pourrait elle-même être revue en hausse. L'incertitude sur l'offre disponible de pétrole est très élevée: nul ne sait encore quelle sera « l'offre manquante »...
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons encore 1 hausse de 25pb cette année, en décembre, et 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité). La BCE mettra fin à ses achats de titres mensuels fin décembre, comme annoncé. Elle continuera en revanche de remplacer les titres venant à maturité (ce qui représente un montant de 160 à 200 Mds € en 2019) sans clarifier sa politique de réinvestissement pour conserver des marges de manœuvre. Le 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

**Les mesures protectionnistes annoncées par Trump ont fait monter le niveau d'incertitude à l'échelle mondiale, nourri l'appréciation du dollar et les sorties de capitaux des pays émergents, très sensibles par ailleurs à la thématique du commerce international. Les pays émergents, dans leur ensemble, en ressortent affaiblis. Les pays avancés sont quant à eux sensibles à des risques de différente nature (élections de mi-mandat, Brexit, Italie, montée du pétrole). La stratégie politique de Donald Trump après les élections de mi-mandat est en question. À très court terme, la probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce demeure élevée, et ce dans une période où la montée du pétrole pèse sur le secteur manufacturier et menace les marges des entreprises.**



### Scénario baissier (probabilité de 25 %) : ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.

- Le risque d'annonce de nouvelles mesures protectionnistes par les États-Unis et de mesures de rétorsion par le reste du monde reste élevé à l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Le risque concerne particulièrement la Chine et l'UE.
- Aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Le prix du pétrole pourrait monter au-delà de 100\$.
- L'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis et la Chine notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran), de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement chinois et de tensions politiques en Europe (dérive budgétaire en Italie, Brexit), incite les entreprises à rester prudentes.

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale pèserait sur le commerce mondial et provoquerait un ralentissement synchronisé de la croissance, et à court terme de l'inflation. Ceci dit une guerre commerciale apparaîtrait rapidement déflationniste (en raison du choc induit sur la demande globale).
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cesseraient de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), auraient de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



### Scénario haussier (probabilité de 5 %) : accélération de la croissance mondiale en 2019

**Volte-face de Donald Trump après les élections de mi-mandat, avec une diminution des barrières tarifaires et des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan domestique, la thématique d'une augmentation des dépenses en infrastructure peut revenir sur le devant de la scène et allonger le cycle aux États-Unis.**

- Accélération tirée par l'investissement des entreprises et le rebond du commerce mondial.
- La politique fiscale américaine pro-cyclique génère, aux États-Unis, une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. La croissance réaccélère en zone euro après un trou d'air. Ré-accélération en Chine compte tenu du *policy mix* stimulant.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

- Une accélération de la croissance mondiale augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directeurs réels (aux États-Unis notamment).
- Risque de boom/*bust*.



## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### La croissance du PIB reste solide grâce à un fort regain de confiance

- La confiance demeure élevée parmi les entreprises et les enquêtes et étonne à la hausse. La montée des craintes, attestée par des signes éparés, s'explique sans doute par le renforcement des droits douaniers à l'encontre de la Chine.
- L'activité industrielle s'est stabilisée à la hausse grâce à la demande locale (nombreuses commandes de biens d'équipements) et aux ventes au détail globalement positives.
- Dans l'ensemble, l'inflation est restée conforme aux anticipations de la Fed et les mesures du PCE sont désormais le prochain objectif.
- Sans surprise, la Fed a relevé ses taux en septembre (2,00 % à 2,25 %) car elle est de plus en plus confiante quant à ses perspectives économiques et d'inflation, suggérant même une nouvelle hausse en 2018 et la poursuite probable en 2019 du tour de vis progressif de sa politique monétaire.
- Après une première série de 50 Mds\$ de taxes douanières, une nouvelle vague a été appliquée sur 200 Mds\$ de biens chinois. ALÉNA : après un accord préliminaire avec le Mexique, les États-Unis sont également parvenus à une entente avec le Canada.

### Facteurs de risque

- Les droits de douane et les mesures de rétorsion pénalisent les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Le durcissement de la Fed impacte les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (immobilier, crédit aux ménages)
- Resserrement brutal et sévère des conditions financières
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison-Blanche

### Zone euro

#### Croissance toujours positive mais en décélération dans un contexte de remontée des risques

- Après un début d'année très décevant (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), les indicateurs économiques se sont stabilisés au cours de l'été, quoique sans valider de fort rebond. L'inflation sous-jacente reste bloquée aux alentours de 1 % par an, mais la hausse des salaires devrait lui permettre de progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'annonce d'un projet de budget italien non conforme aux règles européennes menace d'accroître les tensions internes à la zone euro. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée aux tensions commerciales que les États-Unis.

- Montée des partis politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (notamment de guerre commerciale)

### Royaume-Uni

#### Montée de l'incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a rebondi au T2 (+0,4 %) confirmant que le faible chiffre du T1 (+0,2 %) sous-estimait la tendance réelle. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, l'incertitude liée au Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. D'importantes divergences font encore obstacle à un accord de sortie avec l'UE alors que le calendrier est de plus en plus serré. La probabilité d'un *Hard Brexit* est perçue comme étant en hausse.

- « Hard Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

### Japon

#### Un rebond de l'activité attendu après les typhons et tremblements de terre

- La croissance du PIB réel du 3<sup>e</sup> trimestre 2018 va probablement se tasser sous l'effet conjugué des séismes, des fortes pluies, des inondations et de la canicule. L'ajustement des stocks des biens de production continue de peser sur l'expansion économique. L'affaiblissement du yen ne parvient pas à doper les exportations, entravées par le ralentissement de l'économie mondiale. La bonne nouvelle est que le Premier ministre, Shinzo Abe, a convaincu Donald Trump de ne pas augmenter les taxes sur les importations d'automobiles japonaises pour l'instant.
- L'économie devrait rebondir au 4<sup>e</sup> trimestre, les producteurs cherchant à effacer les pertes du trimestre précédent. La dynamique économique haussière devrait être amplifiée par l'aide humanitaire et les projets de reconstruction. Les entreprises japonaises prévoient d'accroître leurs dépenses d'investissement au rythme le plus élevé depuis 2006, et ce malgré d'importants différends sur le front du commerce international. Parallèlement, la croissance des salaires est suffisamment forte pour absorber l'inflation des prix à la consommation.

- Les droits de douane et quotas imposés par les États-Unis pourraient faire augmenter les coûts et perturber les chaînes d'approvisionnement

## Chine

- Le ralentissement de l'économie chinoise semble toujours possible à surmonter.
- Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ne se sont pas apaisées. Les EU ont annoncé une 2<sup>e</sup> série de droits de douane de 200 milliards USD sur des marchandises chinoises, à hauteur de 10 % à partir du 24 septembre puis 25 % dès le 1<sup>er</sup> janvier 2019. En représailles, la Chine a réagi avec des taxes de 5 % à 10 % sur 60 milliards USD d'importations américaines.
- Certains signes trahissent un essoufflement de la dynamique des exportations de la Chine et des pays voisins, mais en parallèle, les mesures de soutien deviennent aussi plus perceptibles. La croissance du crédit se stabilise, les émissions obligataires des gouvernements locaux accélèrent et la PBOC s'est engagée à entretenir un niveau de liquidité élevé.
- D'autre part, Pékin a poursuivi sur la voie des réformes et des mesures d'ouverture avec notamment une 3<sup>e</sup> réduction des taxes à l'importation cette année, plus d'avantages fiscaux sur les IDE, ainsi qu'un allègement de l'impôt sur le revenu.
- Les autorités sont attentives à ne pas laisser le RMB se déprécier trop pour l'instant.
- Des incertitudes vont probablement continuer d'entourer la politique commerciale américaine, l'efficacité des mesures de soutien et les perspectives des réformes structurelles.

## Facteurs de risque

- Tensions commerciales sino-américaines, dans le contexte des élections de mi-mandat à venir aux États-Unis
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

## Asie (ex JP & CH)

- Le commerce résiste plutôt bien dans la région malgré le battage médiatique entourant l'escalade des tensions commerciales sino-américaines. Des mesures visant à affaiblir la dynamique des importations en Inde et en Indonésie ont été mises en place afin de corriger l'évolution négative des balances commerciale et courante.
- Les chiffres de l'inflation demeurent relativement favorables dans la région, sauf, comme d'habitude, aux Philippines, où l'inflation globale s'établit au-dessus de 6 % vs 4 % pour le sommet de la fourchette d'objectif de la banque centrale.
- Les banques centrales ont confirmé leur tonalité restrictive. La BSP et la BI ont à nouveau relevé leurs taux directeurs, de respectivement 50 pb et 25 pb, et devraient toutes les deux poursuivre sur cette voie.
- Les droits de douane américains sur 200 milliards USD de marchandises chinoises importées sont entrés en vigueur, et la Chine a réagi peu après avec des taxes sur 60 milliards USD de produits américains. La recrudescence du protectionnisme est un facteur de risque pour les pays de la région les plus intégrés dans la chaîne logistique de la Chine.

- Les échanges commerciaux résistent dans la région.
- L'inflation est toujours très favorable, sauf aux Philippines.
- La BSP et la BI ont poursuivi leur cycle de resserrement monétaire.
- Les risques s'accroissent pour les pays intégrés dans la chaîne logistique chinoise.

## Latam

- Les statistiques macroéconomiques du 3<sup>e</sup> trimestre continuent de mettre en évidence des points faibles au niveau des plus grands pays de la région comme le Brésil, le Mexique et l'Argentine, tandis que les économies de taille plus réduite affichent toujours une croissance plus robuste.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation au Mexique s'est révélée inférieure aux attentes pendant la première quinzaine du mois, ce qui pourrait refléter une reprise de la trajectoire vers l'objectif interrompue en juin.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu le statu quo dans leurs réunions de politique monétaire. Après la révision du plan d'aide à l'Argentine déployé par le FMI, la BCRA a modifié le cadre de sa politique et abandonné le ciblage d'inflation au profit du ciblage des agrégats monétaires.
- D'après les sondages de septembre, les élections (le 7 octobre) au Brésil déboucheront sur un affrontement entre J Bolsonaro (PSL) et F Haddad (PT) au second tour (qui aura lieu le 28 octobre).

- Performance plus faible des grandes économies par rapport aux petites.
- Ralentissement de l'inflation au Mexique.
- Changement du cadre de politique monétaire en Argentine
- Calendrier politique chargé, avec les prochaines élections au Brésil le 7 et 28 octobre.

## EMEA (Europe Middle East & Africa)

### Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur grâce à la hausse des cours du pétrole. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.

### Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 0.7 % en ga en 2018.

- Avec un déficit courant substantiel financé par les entrées de portefeuille (et non par les IDE) et une liquidité externe inadéquate, l'AS reste vulnérable aux turbulences des marchés émergents.
- À ces risques s'ajoutent des vulnérabilités du côté fiscal et des passifs éventuels des entreprises publiques.

### Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 1.8 %.

- La TRY s'est dépréciée de manière significative, compte tenu des grands déséquilibres extérieurs, de la faible liquidité externe et des politiques non orthodoxes du gouvernement.
- Malgré une hausse importante des taux d'intérêt en septembre, les actifs turcs resteront sous pression. Les entreprises turques ont commencé à faire défaut. Cela aura un impact très négatif sur la santé du secteur bancaire qui est fortement endetté en devises et trop large.

- Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines
- Baisse des prix des produits de base, des sorties de capitaux, des dérapages budgétaires et des retards dans les réformes structurelles
- Les turbulences persévérantes sur les marchés, la chute du PIB et le prix des actifs

## Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source: Recherche Amundi

| Prévisions de taux directeurs |            |              |                   |               |                   |
|-------------------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
|                               | 04/10/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T1 2019 | Amundi + 12m. | Consensus T3 2019 |
| États-Unis                    | 2,25       | 2,75         | 2,75              | 3,00          | 3,00              |
| Zone euro                     | 0,00       | 0,00         | 0,00              | 0,00          | 0,00              |
| Japon                         | -0,10      | -0,10        | -0,10             | -0,10         | -0,10             |
| Royaume-Uni                   | 0,75       | 0,75         | 0,75              | 1,00          | 1,00              |

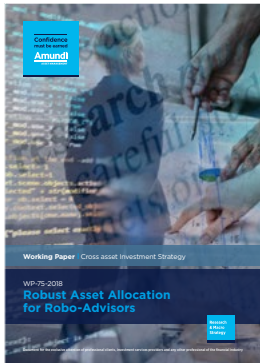
| Prévisions de taux longs |            |              |               |               |                |
|--------------------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
| Taux 2 ans               |            |              |               |               |                |
|                          | 04/10/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis               | 2,88       | 2,9/3,1      | 3,08          | 2,9/3,1       | 3,15           |
| Allemagne                | -0,53      | -0,4/-0,3    | -0,30         | -0,3/-0,2     | -0,29          |
| Japon                    | -0,12      | -0,2/-0,0    | -0,09         | -0,1/0,1      | 0,08           |
| Royaume-Uni              | 0,86       | 0,80/1,00    | 1,00          | 0,9/1,1       | 1,10           |

| Taux 10 ans |            |              |               |               |                |
|-------------|------------|--------------|---------------|---------------|----------------|
|             | 04/10/2018 | Amundi + 6m. | Forward + 6m. | Amundi + 12m. | Forward + 12m. |
| États-Unis  | 3,20       | 3,10/3,25    | 3,26          | 3,10/3,20     | 3,29           |
| Allemagne   | 0,53       | 0,65/0,75    | 0,64          | 0,55/0,75     | 0,74           |
| Japon       | 0,15       | 0,15/0,25    | 0,22          | 0,10/0,20     | 0,28           |
| Royaume-Uni | 1,66       | 1,6/1,8      | 1,74          | 1,70/1,80     | 1,81           |

| Prévisions de change |            |              |                   |               |                   |
|----------------------|------------|--------------|-------------------|---------------|-------------------|
|                      | 02/10/2018 | Amundi + 6m. | Consensus T1 2019 | Amundi + 12m. | Consensus T3 2019 |
| EUR/USD              | 1,15       | 1,18         | 1,18              | 1,21          | 1,22              |
| USD/JPY              | 113,66     | 109          | 110               | 108           | 108               |
| EUR/GBP              | 0,89       | 0,89         | 0,89              | 0,90          | 0,90              |
| EUR/CHF              | 1,13       | 1,16         | 1,15              | 1,18          | 1,19              |
| EUR/NOK              | 9,45       | 9,25         | 9,32              | 9,15          | 9,20              |
| EUR/SEK              | 10,38      | 10,10        | 10,23             | 9,90          | 9,97              |
| USD/CAD              | 1,28       | 1,26         | 1,28              | 1,24          | 1,26              |
| AUD/USD              | 0,72       | 0,74         | 0,73              | 0,76          | 0,75              |
| NZD/USD              | 0,66       | 0,67         | 0,66              | 0,68          | 0,69              |
| USD/CNY              | 6,87       | 6,80         | 6,85              | 6,76          | 6,79              |

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **Robust Asset Allocation for Robo-Advisors**

Thibault BOURGERON — Quantitative Research — Amundi, Edmond LEZMI — Quantitative Research — Amundi, Thierry RONCALLI — Quantitative Research — Amundi

#### **BlackRock vs Norway Fund at Shareholder Meetings: Institutional Investors' Votes on Corporate Externalities**

Marie BRIÈRE — Amundi Research — Advisory Research, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics (University of Toulouse), Loredana URECHE-RANGAUC — CRIISEA, University of Picardie Jules Verne

#### **Exchange Rate Predictability in Emerging Markets**

Elisa BAKU — Quantitative Research — Amundi

#### **Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide**

Edmond LEZMI — Quantitative Research — Amundi, Hassan MALONGO — Quantitative Research — Amundi, THIERRY RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, Raphaël SOBOTKA — Multi-Asset Management — Amundi

### DISCUSSION PAPERS



#### **Le salaire vital\_ vers de meilleures pratiques sectorielles**

Elsa Blotière — Analyse ESG — Amundi

#### **D'où viendra la prochaine crise financière ?**

#### **Sommes-nous prêts à l'affronter ?**

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche — Amundi

#### **Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?**

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS  
POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, Amundi

#### **Optimisation fiscale agressive :**

#### **Quelle approche ESG ?**

Jean-Baptiste MOREL — Analyse ESG — Amundi

#### **Engagement actionnarial :**

#### **pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?**

Filip BEKJAROVSKI — TSE PhD student Recherche Amundi, Marie BRIÈRE — Recherche Amundi

#### **Keep Up The Momentum**

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative — Amundi

### THEMATIC PAPERS



#### **La réforme des retraites française :**

#### **cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État ?**

Valérie LETORT — Stratégie Taux — Amundi

#### **Loi Pacte\_ Quels changements pour l'épargne des Français**

Marie Brière — Recherche Amundi, Xavier COLLOT — Épargne Salariale & Retraite — Amundi

#### **France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire**

Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique — Amundi

#### **À la croisée des chemins\_ panorama des marchés de taux**

Valentine AINOUS; Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit — Amundi  
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change — Amundi









# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :****research-center.amundi.com**

Monetary Policies

Forecasts

**Investment Strategies**

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.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 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — dkfielding

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