

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY



2019 Outlook

NUMÉRO SPÉCIAL

Research
& Macro
Strategy

Sommaire

LES VUES DES CIO POUR 2019

- **Le cycle avance : attention à la pérennité des rendements** p. 3

CONTEXTE MACROECONOMIQUE

- **Nos convictions et nos scénarios** p. 9

POINT DE VUE DES STRATÉGISTES

- **Le sommet cyclique étant passé, il faut surveiller les indicateurs du marché** p. 12

GESTION DIVERSIFIÉE

- **Les marchés à la croisée des chemins ! Prudence et qualité** p. 15

ACTIONS - MARCHÉS DÉVELOPPÉS

- **Une année plutôt tactique avec des interrogations sur la soutenabilité des profits** p. 18

GESTION FACTORIELLE

- **Combiner Qualité et Value : la solution gagnante** p. 20

OBLIGATIONS

- **Les principaux moteurs sont la liquidité mondiale, les perspectives américaines et la politique** p. 22

DEVISES

- **Le risque géopolitique va continuer à jouer un rôle clé** p. 25

ÉMERGENTS

- **Recherche des points d'entrée et d'opportunités de portage** p. 27

MATIÈRES PREMIÈRES

- **L'offre restera la clé en 2019** p. 31

ACTIFS RÉELS

- **Attrait des sources de diversification à long terme** p. 32

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

- **Tableaux** p. 34

LES VUES DES CIO POUR 2019

Le cycle avance : attention à la pérennité des rendements

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Avec des signes de fin de cycle de plus en plus manifestes et un niveau de vulnérabilité plus élevé dû à un contexte géopolitique incertain, les investisseurs devront adopter une approche plus prudente en 2019. Selon nous, cette nouvelle conjoncture en matière d'investissement devrait se traduire par le besoin d'une allocation d'actifs plus prudente au cours de l'année mais également d'une exposition plus sélective aux pays/secteurs et émetteurs qui devront être **plus solides** : niveau d'endettement plus faible et exposition moindre tant aux tensions géopolitiques qu'aux déséquilibres financiers et économiques. **La pérennité des rendements sera la clé de 2019**. Cette année sera également placée sous le signe de la construction de portefeuille et de la diversification, pour équilibrer les risques, éviter les actifs trop populaires (« *crowded trades* ») et gérer les nombreuses divergences qui devraient survenir. En parallèle la gestion de la liquidité sera encore plus critique, avec le resserrement des politiques des banques centrales (BC) pour la première fois depuis la dernière crise financière – un terrain inexploré jusqu'ici. Confrontés à des marchés très fluctuants et sans directionnalité marquée, les investisseurs devront chercher des opportunités tactiques tout au long de l'année qui devraient se présenter en fonction de l'évolution de **trois thèmes principaux** présentés ci-après.

1 – Économie : de l'accélération synchronisée au ralentissement hétérogène sans appréhension

Retour sur nos perspectives de 2018 : Évènements anticipés et imprévus

Ce qui avait été anticipé

Sur le plan de l'économie

- **Croissance du PIB mondial** : stabilisation sur les niveaux de 2017 (au-dessus du potentiel)
- **Inflation sous-jacente** : accélération dans certaines régions, bien que modérée
- Tendance au **rééquilibrage des politiques monétaires et budgétaires** dans certains pays clés avec une diminution progressive des mesures d'assouplissement excessives

Sur les marchés financiers

- Transition d'une phase de **reflation des actifs** à un régime de **fin de cycle financier**
- **Performances ajustées des risques** plus faibles par rapport aux années précédentes
- Sens **des taux d'intérêt** (attendus à la hausse bien que modérément)

Les surprises

Sur le plan de l'économie

- **Croissance plus forte aux États-Unis** grâce à la politique budgétaire et **désynchronisation** de la croissance
- **Thèmes idiosyncrasiques dans les marchés émergents** (Turquie, Argentine)
- **Renaissance européenne** freinée à cause du manque de réformes et de la montée du populisme
- Escalade de la **guerre commerciale** et représailles associées

Sur les marchés financiers

- **Attrait puissant des actifs américains** (surperformance des marchés actions nourris par une forte expansion des BPA, dollar fort)
- **Taux d'intérêt** plus élevés qu'attendu aux États-Unis, mais moins en Europe.
- Faiblesse généralisée des **marchés émergents**

La phase d'accélération synchronisée qui a caractérisé le premier semestre 2018 a ouvert la voie à un léger ralentissement de l'économie mondiale en 2019 et 2020. Aux États-Unis en particulier, la relance budgétaire qui a permis d'allonger le cycle et de dynamiser significativement la croissance bénéficiaire devrait peu à peu perdre son élan dans la deuxième partie de l'année. Dans un contexte de plein-emploi, ceci devrait permettre de calmer l'optimisme des perspectives actuelles tout en évitant davantage de surchauffe pour l'économie. D'un autre côté, l'Europe porte déjà le poids du Brexit et de la fragile discipline budgétaire de l'Italie (sur le plan économique et sur les actifs financiers) tout en restant vulnérable aux marchés émergents et aux risques géopolitiques mondiaux (cours plus élevés du pétrole notamment).

MACRO

- 1** Économie: de l'accélération synchronisée au ralentissement hétérogène sans appréhension
- 2** BC: de liquidités abondantes à la normalisation et au resserrement
- 3** Politique: d'interférences à facteurs dominants.

STRATÉGIE

ACTIONS
À la recherche de qualité sur des marchés évoluant dans une fourchette étroite

MARCHES OBLIGATAIRES
Plus de duration, moins de risque crédit

MARCHES ÉMERGENTS
Recherche de points d'entrée et d'opportunités de portage

DEVISES
Diversifier l'exposition au risque de change dans un contexte de volatilité croissante

GESTION DIVERSIFIÉE
Allocation dynamique des risques et couverture en point de mire.

Les perspectives pour l'Europe restent incertaines et hautement dépendantes du paysage politique, mais les marchés semblent déjà avoir pris en compte la plupart des mauvaises nouvelles. Parmi les principaux acteurs mondiaux, le Japon pourrait se classer un peu à part grâce à sa bonne situation domestique et à l'absence de réelles incertitudes sur le plan politique. La décélération se poursuivra pour les marchés émergents, en particulier au premier semestre 2019, suite aux faiblesses héritées de 2018, avec de nouvelles divergences à venir, la hausse des taux d'intérêt américains et la force du dollar amplifiant les faiblesses au niveau national. En outre, les prêts en dollars américains aux résidents non bancaires des pays émergents ont plus que doublé depuis la Grande Récession. La hausse des cours du pétrole génère également de nouvelles divergences entre pays émergents, les exportateurs de pétrole étant favorisés par rapport aux importateurs. Dans l'ensemble, nous ne prévoyons pas de perturbations majeures pour les marchés émergents, car nous pensons que l'économie chinoise fera preuve de solidité et que le gouvernement continuera de prendre des mesures budgétaires et monétaires pour gérer tout ralentissement de façon ordonnée. Les moteurs économiques nationaux et leur capacité de résistance face au ralentissement du commerce mondial constituent des thèmes clés à surveiller dans ces pays émergents afin d'identifier les scénarios plus durables. **Dans l'ensemble, le contexte économique mondial sera plus dispersé, ce qui permettra de tirer parti des différents rythmes de croissance et ajustements économiques au cours de l'année.**

2 – Banques centrales: d'une liquidité abondante à une normalisation puis au resserrement

Alors qu'en 2018, les banques centrales injectaient encore des liquidités dans le système, 2019 pourrait être la première année à solde négatif en termes de rachats d'actifs par les banques centrales des marchés développés. Par conséquent, **les conditions financières devraient continuer de se resserrer à l'échelle mondiale**, ce qui entrainera des difficultés pour les économies et les secteurs les plus endettés dans un contexte de niveaux d'endettement élevés. Un focus plus important des banques centrales sur leurs objectifs domestiques conduira à une désynchronisation des politiques monétaires. En ce qui concerne les marchés développés, la Réserve fédérale mettra probablement fin au cycle de hausses en 2019, tandis que la BCE n'en sera qu'au début et que la Banque du Japon restera accommodante dans l'ensemble. Les politiques monétaires des pays émergents seront plus restrictives, à des degrés divers, en raison d'une hausse des anticipations d'inflation. Dans l'ensemble, **l'incertitude concernant les prochaines décisions des banques centrales augmentera avec la maturité du cycle. L'environnement général des marchés sera ainsi plus sensible à d'éventuelles erreurs dans les décisions prises.**

3 – Politique: d'un bruit diffus à un facteur prépondérant

Cette année marque le début de l'ère de la domination de la politique sur les marchés financiers. Jusqu'à l'année dernière, les facteurs politiques étaient généralement perçus comme des risques ou de simples interférences, tandis qu'ils constituent maintenant des éléments prépondérants dans un environnement économique et financier plus fragile. En Europe, les élections législatives de mai 2019 seront cruciales pour identifier les dynamiques politiques dominantes, appréhender le potentiel d'intégration et finalement évaluer le potentiel de survie de l'euro sur le long terme. En outre, les politiques protectionnistes du président américain Donald Trump seront attentivement suivies. Si, à court terme, les États-Unis ont relativement peu souffert des effets des tarifs douaniers, les conséquences de ces décisions devraient bientôt se traduire par une baisse des marges des entreprises et par des effets collatéraux à moyen terme sur les prix. **Un recul du commerce mondial a déjà été amorcé après des décennies d'ouverture, et un retour à des tendances plus domestiques pourrait constituer l'un des risques naturels liés à la guerre commerciale.**

Les implications de ces thèmes pour les investisseurs

Les obligations d'État et les actions américaines resteront privilégiées en 2019. Cette forte domination américaine devrait s'estomper à mesure que les niveaux de croissance des bénéfices convergent dans les principales économies. En revanche, **la réévaluation de la « grande périphérie »** (marchés émergents et Europe) observée au second semestre 2018 **donnera lieu, à notre avis, à de nouvelles opportunités de diversification de l'exposition au risque en 2019** à des prix raisonnables, sur la base d'un positionnement neutre à prudent sur les actifs à risque. Le scénario reflationniste tiré par l'excès de liquidité du marché prenant fin, les investisseurs devront revoir leurs attentes à la baisse en matière de performance. **Les investisseurs dans un portefeuille 50 % actions/50 % obligations devraient s'attendre à des rendements faibles, à un chiffre, en particulier les investisseurs en euros.** En effet le climat européen est plus sombre et, les taux restant très bas, les investisseurs ne bénéficient pas de revenus obligataires attractifs. Dans ce domaine, la recherche d'opportunités sur l'ensemble du continuum de crédit (actifs liquides et non liquides) et l'ajout de sources de rendement non corrélées permettraient, à notre avis, d'améliorer le profil rendement/risque d'une allocation globale. **Dans l'ensemble, nous pensons que 2019 sera une année où l'accent sera mis sur les fondamentaux afin de trouver des rendements pérennes et d'éviter les principales zones de risque dans les différentes classes d'actifs.**

“En 2019, l'accent mis sur la génération d'alpha sera essentiel, car nous prévoyons une faible hausse directionnelle des marchés. Cela soulignera l'importance d'une rotation tactique des régions/thèmes et d'une sélection minutieuse des titres en fonction de la pérennité des rendements. On pourrait éventuellement plaider en faveur d'un positionnement plus défensif plus tard dans l'année, lorsque le cycle approchera de sa fin.”

- **Gestion diversifiée – Allocation dynamique des risques et couverture en point de mire.** Les investisseurs devront gérer des risques multiples. Les erreurs de politique monétaire sont l'un d'entre eux, car les effets négatifs involontaires des tensions commerciales sur les prix pourraient être sous-estimés. Le ralentissement engendré par un resserrement excessif pourrait s'avérer particulièrement délicat pour le secteur des entreprises très endettées, et un élargissement des écarts de taux pourrait déclencher des réactions négatives sur les marchés actions, contre lesquelles il serait judicieux de se couvrir. Une détérioration de l'environnement macroéconomique, qui pourrait se faire davantage sentir au second semestre de 2019 et en 2020, nécessiterait, en revanche, une réduction des risques dans l'allocation des actifs.
- **Actions – À la recherche de qualité sur des marchés évoluant dans une fourchette étroite.** Nous ne suggérons pas de choix directionnels majeurs, et favorisons davantage une approche sélective, avec comme paramètre la pérennité, tant en termes de croissance des bénéfices, de structure de la dette et de business models. Ce sera essentiel pour aborder cette fin de cycle pour les actions. Les perspectives de bénéfices devraient demeurer favorables, avec une certaine décélération, en particulier aux États-Unis, où la croissance des bénéfices devrait retomber des sommets atteints en 2018, à mesure que la hausse des coûts de production commence à avoir un impact négatif. Dans un contexte plus équilibré, **les investisseurs pourraient chercher à sélectionner des opportunités dans les secteurs les moins chers du marché, à savoir en Europe.** Si, comme nous le pensons, la situation italienne se stabilise à moyen terme, elle devrait constituer une opportunité d'investissement pour repositionner des portefeuilles d'actions européennes avec des valorisations attractives, la plupart des mauvaises nouvelles ayant déjà été prises en compte. Sur le marché américain, nous nous attendons à ce que les investisseurs deviennent plus sélectifs et nous favorisons une rotation des styles, passant d'un style « growth » tendu à une combinaison des styles qualité et « value ». **La gestion des risques devient alors cruciale pour éviter la concentration générée par une plus grande incertitude.**

- **Marchés obligataires – Plus de duration, moins de risque crédit.** Le mouvement haussier des taux s'essoufflera à mesure que la Fed s'approchera de la fin de son cycle de resserrement. Avec des rendements plus élevés les bons du Trésor américain, seront de nouveau en faveur pour la recherche de rendements tandis que les investisseurs devraient ajouter de la duration pour bénéficier de taux plus élevés (États-Unis) et pour se protéger en cas d'aversion au risque. Au fur et à mesure de la diminution de la liquidité et du retrait des banques centrales, les investisseurs devraient adopter une approche très sélective à l'égard des marchés de crédit. Parmi les principaux risques auxquels les investisseurs sont confrontés, nous relevons la **diminution de la liquidité**, le changement structurel de certains marchés ou encore les erreurs de politique monétaire (en particulier, une Fed plus agressive face à une économie américaine en surchauffe). Les défauts sont rares et ne devraient pas augmenter sensiblement en 2019, mais il s'agit d'un domaine qui exige une attention croissante à mesure que la conjoncture économique se détériore et que les conditions financières se resserrent.
- **Marchés émergents – Recherche des points d'entrée et d'opportunités de portage.** Les marchés émergents demeurent des secteurs clés en termes d'opportunités à moyen et long terme. Certains secteurs émergents, qui ont déjà été réévalués, offrent des sources de rendement intéressantes, mais la sélection reste essentielle, étant donné les différents profils de vulnérabilité parmi les pays émergents. En parallèle, la fin du cycle de resserrement de la Fed devrait apporter un certain soulagement aux actifs émergents survendus.
- **Devises – Diversification dans un contexte de volatilité croissante.** La devise étant le premier mécanisme utilisé pour ajuster les flux, nous nous attendons à ce que la volatilité reste élevée, ce qui suggère une exposition diversifiée au risque de change dans les marchés développés. Nous restons prudents à l'égard des marchés émergents, qui sont plus vulnérables dans la phase actuelle. Le dollar américain a été le principal bénéficiaire de l'appétit des investisseurs, en raison du rapatriement des actifs, une tendance qui pourrait s'affaiblir plus tard dans l'année, avec des fondamentaux (déficits budgétaires plus importants) qui pourraient refaire surface avec la dissipation des effets de la politique fiscale.

CONVICTIONS AMUNDI POUR 2019

	Classe d'actifs	Vues	Fondement
Actions	Actions Monde	==	Une croissance globale de plus de 3 % est tout à fait acceptable pour les bénéfices des entreprises. Mais le ralentissement économique, conjugué à l'arrêt des injections de liquidités par les banques centrales, constitue un cocktail risqué pour les actions. La diversification régionale, la sélection d'entreprises de qualité et l'allocation tactique basée sur les dynamiques régionales seront essentielles.
	États-Unis	+	Le marché américain devrait continuer à surperformer les autres marchés d'actions en termes de croissance des bénéfices, malgré un ralentissement en 2019. Toutefois, le point culminant du cycle américain constitue un obstacle à une hausse des ratios P/E et les performances devraient rester cohérentes avec la croissance des BPA.
	Europe	==	Les questions politiques pèseront sur les marchés exigeant une prime de risque. La croissance des bénéfices est faible par rapport au marché américain, mais la décote des ratios P/E pourrait donner un coup de fouet à ces marchés, si la perception des risques évolue. Une fois le Brexit finalisé et le cycle plus avancé, le Royaume-Uni pourrait bénéficier de rendements du dividende élevés.
	Japon	==	La situation politique au Japon est bien plus claire qu'en Europe, mais la reprise des bénéfices est plus avancée et les prévisions de croissance pour 2019 sont parmi les plus faibles de tous les grands marchés. Les performances de ce marché dépendent fortement de la dynamique du yen, amplifiant ainsi les comportements « risk-on/risk-off ».
	Asie Pacifique hors Japon	-	Cette région (57 % Australie, 29 % Hong Kong) est très sensible à l'impact de la Chine, notamment sur les prix et le commerce des matières premières industrielles. Une plus grande visibilité sur le plan de relance chinois, notamment en termes d'infrastructures, pourrait permettre un rebond sur ce marché au cours de l'année (tendance provisoire).
	Marchés émergents	==	Des obstacles subsisteront en 2019, parmi ceux-ci : la politique de la Fed au premier semestre, le durcissement de ton des banques centrales des pays émergents, le ralentissement de l'économie mondiale et les différends commerciaux actuels. L'agenda politique sera également très chargé. Néanmoins, la correction récente sur les marchés émergents globaux a été trop brutale, de sorte que malgré un cycle en décélération, un potentiel de hausse subsiste.
Obligations	Obligations Monde	==	2019 exige une approche active et tactique sur les obligations mondiales. Le positionnement sous-exposé à la durée, qui a caractérisé la majeure partie de 2018, sera remplacé par une approche plus constructive de la durée (en particulier aux États-Unis), dans une optique de couverture contre les risques mondiaux notamment.
	Govies américains	+	Les taux d'intérêt devraient se stabiliser ou n'augmenter que légèrement au premier semestre 2019. Ainsi, le rendement à 10 ans se maintiendra autour des niveaux actuels au cours des prochains mois. Nous observons un léger risque de baisse des rendements obligataires au second semestre 2019, ainsi qu'un ralentissement de la croissance américaine et l'atteinte par la Fed de son objectif de normalisation des taux.
	Entreprises américaines IG	==	Les valorisations semblent plus tendues dans l'ensemble pour les obligations à bêta élevé libellées en USD, où les risques de complaisance des marchés sont plus élevés en cas de mauvaises surprises concernant les tendances économiques ou le resserrement des conditions financières. La préférence va aux échéances courtes des entreprises américaines à notation élevée.

Légende: --- Négatif, - Légèrement négatif, = Neutre, + Légèrement Positif, ++ Positif

CONVICTIONS AMUNDI POUR 2019

	Classe d'actifs	Vues	Fondement
Obligations	Obligations d'entreprises HY US	—	Les perspectives relatives aux événements de défaut sont favorables à court terme, mais l'endettement élevé des entreprises amplifie l'impact d'un retournement du cycle économique. Les valorisations des obligations US HY ne sont pas intéressantes au regard des risques croissants qui se profilent à l'horizon.
	Entreprises euro	—	La BCE devrait s'en tenir à son orientation prudente en matière de taux. Nous nous attendons à une hausse, bien que limitée, des Bunds à 10 ans. La quête de rendement dans la tranche de deux à cinq ans de la courbe se maintient grâce à une BCE accommodante. C'est aussi sur ce segment que les <i>spreads</i> italiens offrent plus de possibilités de normalisation en cas de confrontation préalable avec l'UE.
	Euro IG	=	Les risques politiques et une croissance macroéconomique moins brillante, ainsi que la fin du programme d'achat d'obligations émises par des entreprises (Corporate Sector Purchase Programme - CSPP), seront autant de défis pour les entreprises européennes. Elles restent cependant plus attractives que les obligations « core » européennes.
	HY Euro	+	Les fondamentaux du segment Euro HY restent très solides et le rapport offre/demande devrait soutenir les performances. Nous nous efforçons d'adopter un positionnement tactique sur les financières et sur le segment Euro HY en général, selon l'évolution des risques politiques.
	Obligations émergentes	=	Après une année difficile, nous pensons que les conditions s'amélioreront progressivement, en particulier au second semestre 2019. En ce qui concerne la dette en devise locale, nous considérons que les valorisations ne sont pas particulièrement intéressantes pour la classe d'actifs. Pour l'année à venir, nous privilégierons la dette en USD, en mettant l'accent sur la sélection des meilleurs rendements ajustés du risque.
Autres	Matières premières		Les performances des métaux de base et du pétrole divergent de manière significative en 2018 et nous pensons que cela continuera en 2019. Nos fourchettes cibles pour 2019 sont de 65 à 75 USD pour le WTI et de 70 à 80 USD pour le Brent. En ce qui concerne l'or, nous pensons qu'il doit encore être considéré comme une couverture efficace pour se protéger d'une crise financière.
	Actifs réels		Dans un contexte de baisse des rendements attendus, les investisseurs de long terme peuvent optimiser la diversification de leurs portefeuilles et leurs rendements potentiels grâce aux primes de liquidité des actifs réels.
	Devises		Le Brexit et les turbulences politiques dans la zone euro pourraient peser sur la livre sterling et l'euro durant un certain temps. Nous nous attendons à ce que le dollar américain soit fort à court terme pour ensuite s'affaiblir à moyen terme, car en plus d'autres facteurs, l'économie est en passe d'atteindre la phase de maturité de son cycle, une situation qui, habituellement, mène à un dollar américain plus faible.

Légende : — Négatif, — Légèrement négatif, = Neutre, + Légèrement Positif, ++ Positif

Source: Amundi, jeudi 1 novembre 2018. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. **Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.**

CONTEXTE MACROECONOMIQUE

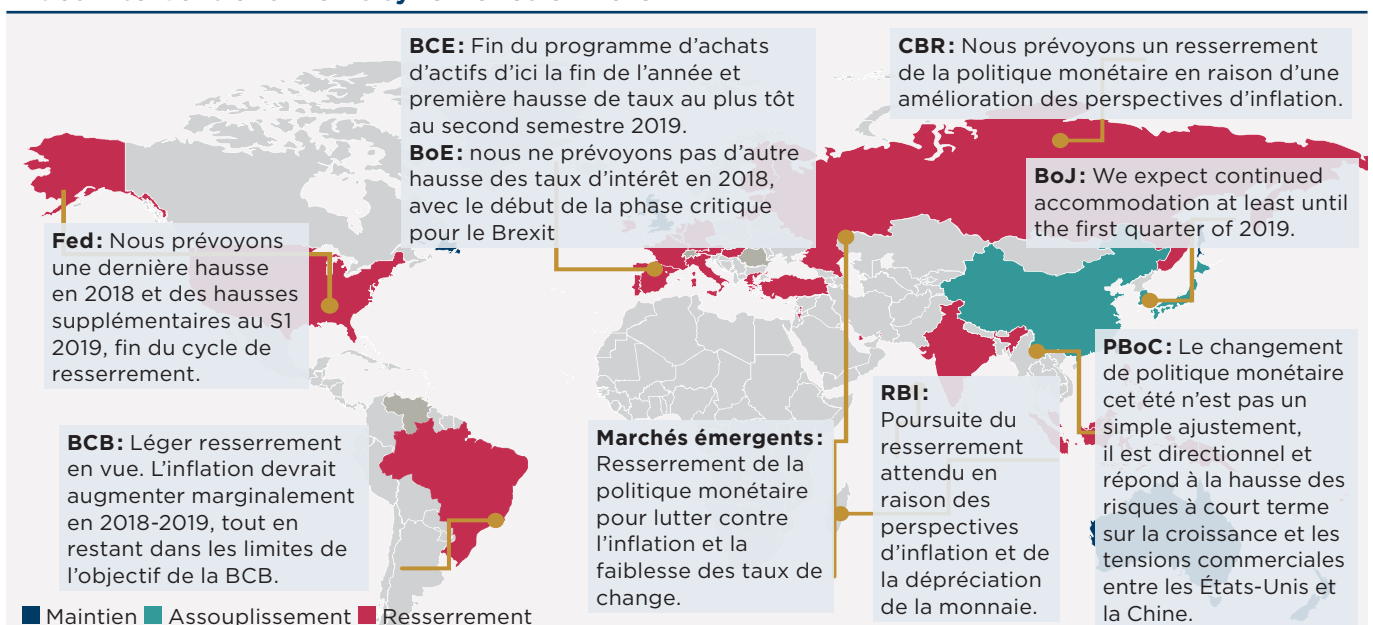
Nos convictions et nos scénarios

Scénario central (probabilité 70%) : Un ralentissement asynchrone qui pourrait devenir synchrone du fait de la multiplication des risques

ANALYSE RÉGION PAR RÉGION

- Dans l'économie mondiale, l'année 2018 a commencé sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cela n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont très endettées en dollar, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur devise a généré de l'inflation locale et conduit leur banque centrale à durcir la politique monétaire, ce qui a contribué à affaiblir des économies déjà fragilisées par des sorties massives de capitaux. Les économies avancées ont de leur côté commencé à ralentir. **En définitive, l'année va s'achever avec une économie mondiale qui évolue en ordre dispersé, avec des risques baissiers accrus.**
- **Aux États-Unis**, l'économie a été portée par une politique budgétaire très accommodante qui va probablement continuer de produire ses effets encore quelque temps; mais les multiplicateurs budgétaires vont s'éroder progressivement l'an prochain. Nous tablons sur un repli de la croissance sur son rythme potentiel, mais pas avant 2019/2020, ce qui signifie que l'économie américaine va perdre 1 pt de croissance d'ici à 2020, une évolution naturellement lourde de conséquences pour les profits des entreprises surtout si les pressions inflationnistes s'intensifient ce qui est possible compte tenu du quasi plein emploi.
- **En Europe**, en dépit d'une reprise beaucoup plus tardive qu'aux États-Unis, les économies ont commencé à ralentir en 2018. L'output gap est fermé dans la plupart des pays et l'Italie est le seul des pays de la zone euro (hors Grèce) qui n'a pas retrouvé son niveau d'activité de 2008. Plusieurs facteurs ont contribué au tassement de la croissance en 2018 : la montée des prix du pétrole, le ralentissement du commerce mondial, le ralentissement des économies émergentes. Des incertitudes politiques majeures sont en outre venues obscurcir le ciel européen (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne à la suite de la défaite des deux grands partis qui forment la coalition (CDU et SPD) aux élections régionales signe la fin de l'ère Merkel. La perte du leadership de la Chancelière va freiner les initiatives de renforcement

1/ Politique monétaire des banques centrales : des interventions moins synchrones en 2019



Source: Amundi, vendredi 5 octobre 2018. Carte des politiques monétaires. La réduction ou fin de l'assouplissement quantitatif est interprétée comme un resserrement. Termes utilisés: Réserve Fédérale (FED), Banque nationale suisse (SNB), Banque d'Angleterre (BOE), Banque Populaire de Chine (PBoC), Banque du Japon (BOJ), Riksbank (Banque centrale de Suède). BCB = Banque centrale brésilienne. CBR= Banque centrale russe. Banque centrale européenne, (BCE). Marchés émergents (ME), RBI = Reserve Bank of India

de l'intégration de la zone euro qui étaient à l'étude. Il faudra probablement attendre les élections de mai 2019 puis un nouveau parlement, une nouvelle Commission européenne, un nouveau chancelier en Allemagne et une clarification du leadership des institutions européennes (Commission, BCE) pour réaliser des progrès significatifs dans le renforcement de l'architecture financière de la zone euro. Le gouvernement italien, sensible à la pression des marchés, semble prêt à reporter certaines mesures coûteuses. Le Royaume-Uni, continue de voir son sort suspendu aux modalités du Brexit. Il nous semble très probable que le gouvernement britannique et l'UE parviennent à un accord sur la frontière irlandaise qui permettra au Royaume-Uni de bénéficier d'une période de transition (de mars 2019 à décembre 2020) pendant laquelle les négociations se poursuivront.

- **Au Japon**, les perspectives sont favorables. La fébrilité observée depuis la mi-2018 devrait être temporaire. Nous pensons que le Japon est à l'abri du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine. Les exportations à destination des États-Unis et de la Chine représentent environ 3% du PIB. Cela signifie qu'un ralentissement de l'économie chinoise qui surviendrait à l'issue de sanctions devrait être globalement compensé par la vigueur de l'économie américaine (à court terme). Il est frappant d'observer que les entreprises projettent d'augmenter leurs dépenses d'investissement à un rythme inobservé depuis 2007 et ce en dépit des menaces qui pèsent sur le commerce mondial. Le marché du travail n'a jamais été aussi tendu depuis 1974 et les salaires croissent au rythme le plus élevé depuis plus de 20 ans (+1,8% sur un an au S1 2018). La hausse du taux de TVA prévue en octobre 2019 (de 8% à 10%) devrait doper la consommation avant de peser sur les dépenses des ménages, une fois la mesure mise en place. Nous anticipons cependant un impact de 30% plus faible que lors de la dernière hausse de TVA en 2014. Malgré tout, la croissance va mécaniquement chuter fin 2019 et début 2020, nettement en dessous de son rythme potentiel. Mais ce ralentissement ne devrait pas durer.
- **En Chine**, la montée des menaces protectionnistes a affaibli l'économie et le risque d'un ralentissement brutal s'est accru en cours d'année. Les autorités chinoises ont radicalement changé l'orientation de leur politique économique durant l'été en optant pour une politique de stabilisation contra-cyclique. La Chine utilisera tous les leviers qui sont à sa disposition pour éviter un atterrissage brutal. Et à ce jeu-là, les autorités locales disposent de davantage de degrés de liberté que les États-Unis. Dans ces conditions, nous tablons sur un ralentissement graduel et maîtrisé de l'économie chinoise. Tous les yeux sont naturellement rivés sur le G20 qui se tiendra en Argentine fin novembre 2018, durant lequel les présidents Trump et Xi ont prévu de se rencontrer. et qui pourrait alléger la pression, au moins temporairement.
- **Dans les autres économies émergentes**, la détérioration des conditions domestiques - liée notamment aux risques que font peser les mesures protectionnistes des États-Unis - va continuer de peser sur le climat des affaires et l'investissement (notamment en Asie du Nord au Mexique). D'autres pays en revanche continueront vraisemblablement de combler leur besoins en matière d'infrastructure (Indonésie et Philippines par exemple). La consommation devrait quant à elle rester soutenue dans les économies proches du plein emploi. Même si de nombreuses économies émergentes sont encore fragiles (Argentine, Turquie, Afrique du Sud) et que les économies émergentes sont très endettées, il faut garder à l'esprit que la croissance potentielle nominale reste favorable aux économies émergentes relativement aux économies avancées.

THÈMES MONDIAUX

A l'échelle mondiale, la situation macrofinancière demeure très déséquilibrée. Même si les perspectives économiques sont dans l'ensemble satisfaisantes (croissance proche voire supérieure du potentiel au cours des deux prochaines années) la multiplication des foyers de risques –notamment ceux de nature politique – tend à accroître l'incertitude globale ce qui risque de peser davantage sur les décisions d'investissement.

Guerre commerciale Etats-Unis/Chine, sanctions américaines sur l'Iran, tensions au Moyen-Orient, défis politiques en Europe sont là pour durer, sans compter les problèmes de fond qui persistent. En effet, la croissance demeure tirée en grande partie par la dette à l'échelle mondiale. Et la croissance potentielle nominale est affaiblie à l'échelle mondiale par le vieillissement de la population, le ralentissement (observé) des gains de productivité et l'affaiblissement structurel de l'inflation des biens et services. En d'autres termes, le « régime de croissance » mondial actuel n'est pas viable à moyen et long terme. L'économie mondiale continue à croître mais cette croissance repose sur des fondements très fragiles, notamment en cas de remontée brutale des taux d'intérêt (hausse des primes de risques). Cette fragilité est d'autant plus préoccupante que les marges de manœuvre des banques centrales et des gouvernements se sont amenuisées au fil du temps dans de nombreux pays : de plus en plus rares sont ceux qui ont les moyens de mettre en place une politique de stabilisation contra-cyclique.

En particulier, **aux Etats-Unis la politique budgétaire pro-cyclique laisse peu de marges de manœuvre** en cas de retournement, et ce d'autant plus que le Congrès est désormais divisé (les Démocrates contrôlent désormais la Chambre des Représentants tandis que les Républicains disposent de la majorité au Sénat). En Europe, les marges de manœuvre sont moindres tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire. La BCE n'a pas commencé à normaliser sa politique que la croissance ralentit déjà. Il lui sera difficile de remonter ses taux d'intérêt en 2019 si la Fed décide de réorienter la trajectoire de sa politique monétaire (avec l'anticipation d'un ralentissement économique).

L'économie mondiale marche en ordre dispersé. Les perturbations des chaînes de valeur induites par la guerre commerciale sont en train de redessiner les cartes du commerce international, au bénéfice de la Chine. Ce dernier ne sera plus le moteur qu'il a été au cours des dernières décennies. Ceci dit, il ne s'agit pas selon nous d'un retour en arrière. Le commerce de services se développe, les économies demeurent étroitement imbriquées et Donald Trump est isolé sur le plan international. Il est en particulier important de noter que les intérêts des régimes populistes/nationalistes ne convergent pas forcément : très nombreuses sont en effet les économies qui ont besoin du reste du monde pour se développer (Europe de l'Est, Turquie, Brésil entre autres).

Dans ces conditions, les économies ont davantage de chances à l'avenir de connaître des cycles économiques plus autonomes car plus dépendants de la demande domestique. Dans un monde de plus en plus instable sur le plan politique, une désynchronisation durable des cycles est une bonne nouvelle. Ceci dit, les États-Unis pourraient entraîner l'économie mondiale en récession si Donald Trump poursuit son offensive sur le commerce. Un affrontement plus fort avec la Chine ne ferait que des perdants, à commencer par les protagonistes du conflit. L'économie mondiale devrait continuer de croître en « ordre dispersé » (croissance non synchrone, avec possibilité de cas isolés de ralentissement). Mais à ce jour, les risques nous semblent clairement baissiers, avec notamment la possibilité d'un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale.



Scénario baissier (probabilité de 25 %) : un ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, une crise géopolitique

Le risque d'annonce de nouvelles mesures protectionnistes par les États-Unis et de mesures de rétorsion par le reste du monde reste élevé. Le risque concerne particulièrement la Chine et l'UE.

- Aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Le prix du pétrole pourrait dépasser 100 \$ le baril.
- 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 par exemple), de crise dans plusieurs grands pays émergents (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement en Chine et de tensions politiques en Europe (une détérioration de la situation 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) et une 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 ré-accélère en zone euro après un trou d'air. Ré-accélération en Chine compte tenu du *policy mix* stimulant au premier semestre
- 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*.

POINT DE VUE DES STRATÉGISTES

Le sommet cyclique étant passé, il faut surveiller les indicateurs du marché

L'essentiel

À l'approche de 2019, tandis que le cycle progresse, il est essentiel d'évaluer les zones susceptibles de présenter des excès sur le marché et de détecter d'éventuels indicateurs qui pourraient indiquer l'approche d'un retournement du marché. À notre avis, les principaux indicateurs à surveiller, ceux qui, dans le passé, se sont révélés être de bons signaux précurseurs de la correction des marchés, sont la liquidité mondiale, les révisions et la dynamique des BPA ainsi que les valorisations ajustées du risque.

Nous avons entamé 2018 conscients que le régime de reflation des actifs serait passé à une phase de plus grande maturité au premier semestre, les banques centrales réajustant enfin leur politique monétaire et l'environnement mondial devenant progressivement plus difficile. Par conséquent, nous avons ajusté les allocations pour nous préparer à une diminution de la liquidité, à une volatilité accrue et, finalement, à une hausse progressive des taux d'intérêt. Notre logique d'investissement a été d'opérer une rotation afin de réduire progressivement les risques, toutefois, à la fin du premier trimestre, les tensions croissantes sur le commerce mondial et la suralimentation budgétaire inattendue des États-Unis ont détourné notre attention des taux et des prévisions d'inflation vers le ralentissement du commerce mondial et ses retombées sur la croissance mondiale et les marchés émergents en particulier. Dans le même temps, aux États-Unis, les mesures de politique budgétaire ont soutenu l'expansion des bénéficiaires, stimulant, au final, le marché financier. Les marchés émergents ont ainsi subi une pression due au renforcement du dollar américain et à l'augmentation du rendement des bons du Trésor et des cours du pétrole.

Nous constatons que les excès se sont accumulés au fil du temps dans un contexte d'abondance de liquidités, tandis que les déséquilibres financiers ont continué de se creuser. Nous voyons désormais une configuration potentiellement dangereuse des forces financières, résultant de la détérioration de fin de cycle du crédit, d'un dollar américain plus fort, d'un niveau d'endettement élevé (dans les secteurs public et privé, avec des répartitions différentes dans les marchés développés et émergents) et de valorisations moins favorables des actions et du crédit. Les droits de douane et l'augmentation des barrières commerciales, le resserrement des conditions du marché du travail et, par conséquent, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre ainsi que l'augmentation de l'indice des prix à la production (hausse des prix du pétrole) commencent à peser sur les marges bénéficiaires, plus que sur l'inflation globale.

Dans les pays émergents, les conditions financières se sont globalement resserrées. L'intensification des préoccupations politiques intérieures dans certains cas, l'appréciation du dollar américain et la hausse des taux américains ont entraîné des sorties de capitaux (pour l'instant, elles sont largement contenues en ce qui concerne les obligations et plus manifestes pour les actions). Cela pourrait s'avérer potentiellement risqué pour les pays ayant un niveau d'endettement élevé sans réserve de capital adéquate (Pologne, Chili, Afrique du Sud, Turquie).

Indicateurs clés à surveiller en 2019

En ce qui concerne l'avenir, il faut que les investisseurs sachent que plus la fin de cycle se prolonge et que les conditions financières se resserrent, compte tenu du niveau actuel des valorisations, plus le risque d'une correction significative engendrée par les turbulences des marchés financiers est élevé, même si les conditions économiques demeurent saines. Ainsi, la volatilité financière, essentiellement liée aux dérèglements de la politique mondiale, a ébranlé les investisseurs, mais n'a pas encore déstabilisé les fondamentaux économiques et macroéconomiques.

De même que lors des deux derniers cycles, **nous pensons que le risque financier est supérieur au risque économique**. Il est donc crucial de surveiller les conditions financières et de financement tout au long de l'évolution du cycle de profit. En fait, dans cette phase tardive du cycle, les prix des actifs évolueront en fonction des fondamentaux plutôt que des liquidités abondantes, comme cela a été le cas ces dernières années.

À notre avis, les principaux indicateurs à surveiller, ceux qui, dans le passé, se sont révélés être de bons signaux précurseurs de la correction des marchés, sont la liquidité mondiale, les révisions et la dynamique des BPA ainsi que les valorisations ajustées du risque.

1 - Liquidité mondiale

Nous pensons que les taux réels, les spreads de crédit et l'indice USD pondéré des échanges commerciaux sont, dans l'ensemble, de bons indicateurs des conditions de liquidité mondiale. Plus spécifiquement,

“**Nous pensons que le risque financier est supérieur au risque économique.**”

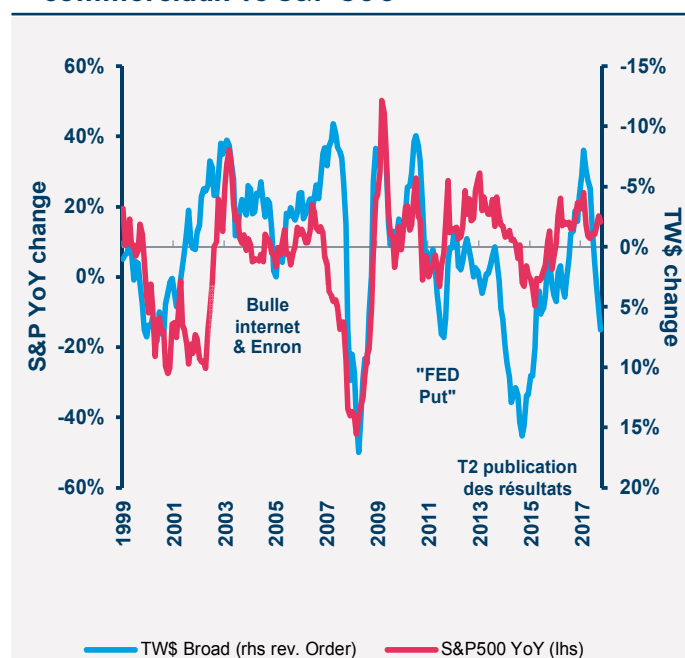
l'appréciation du dollar américain exerce une pression sur les conditions de crédit externes des marchés émergents, ce qui pourrait se propager d'abord aux marchés des changes, mais aussi créer des tensions, à l'échelle mondiale, sur les marchés financiers. Dans le même temps, il y a eu de nombreuses hausses des taux dans les marchés émergents, en raison du resserrement progressif de la politique de la Fed, qui, conjugué à des préoccupations commerciales et à quelques cas particuliers (notamment l'Argentine, la Turquie, le Brésil et l'Afrique du Sud) ont entraîné des conditions financières beaucoup plus restrictives dans les marchés émergents. En ce qui concerne les marchés développés, les mouvements des taux du Trésor américain en termes réels n'ont pas entraîné d'anticipations d'inflation plus élevées (conformément à nos anticipations) et les conditions financières restent globalement accommodantes. Nous prévoyons qu'à mesure que les banques centrales poursuivent leur processus de normalisation, les liquidités mondiales se resserreront. En même temps, la Fed étant probablement à la fin de son cycle de resserrement, nous pourrions nous attendre à moins de pression sur les marchés émergents.

2 - BPA : révisions et dynamique

Le cycle des bénéfiques ouvre la voie à une remontée des actifs risqués. Comme nous ne nous attendons pas à ce que les multiples (c'est-à-dire le ratio cours/bénéfice) augmentent comme ce fut le cas durant le régime de reflation des actifs (du second semestre 2012 au premier semestre 2018), nous pensons que les marchés actions devront à terme évoluer sur la base de leurs fondamentaux. L'on peut également s'attendre à une plus grande volatilité liée aux tensions commerciales et à des facteurs techniques (c.-à-d. trading systématique, débouclage des positions de risque) qui pourraient accentuer les mouvements de prix des actifs. Nous nous attendons à des révisions à la baisse et à un ralentissement de la dynamique des BPA en parallèle d'un régime de fin de cycle financier. Au moment de la rédaction du présent rapport, les révisions de BPA étaient déjà négatives dans l'ensemble, sauf aux États-Unis, en raison des tensions commerciales et monétaires. Nous continuerons de surveiller les révisions de BPA et les prévisions de chiffre d'affaires afin de déterminer comment les entreprises intègrent les hausses des tarifs douaniers et des coûts unitaires de main-d'œuvre probablement plus élevés (autre variable à surveiller).

Cela sera particulièrement pertinent pour les États-Unis. Cela dit, même si nous constatons un ralentissement mondial de la croissance des BPA en lien avec la phase de fin de cycle, nous maintenons une prévision optimiste de près de 10 % du BPA mondial pour 2019. Nous sommes conscients que les anticipations sont à la baisse, car les conflits sur le plan du commerce et des devises augmentent les coûts matériels, ce qui risque de limiter les marges bénéficiaires. D'ici la fin de l'année, nous pourrions observer un rebond temporaire en Europe (où les problèmes restent essentiellement d'ordre politique) et peut-être dans les marchés émergents, si les tensions commerciales s'estompent. Toutefois, la convergence de croissance des résultats n'est pas susceptible de conduire à des recommandations géographiques marquées en 2019.

1/ Indice USD pondéré des échanges commerciaux vs S&P 500



2/ Rendement des bénéfiques / spread Moody's vs S&P500



Source : Recherche Amundi, Bloomberg. Données au 15 octobre 2018.

3 - Valorisations ajustées du risque

Indicateur rendement des bénéfices / spread Moody's BAA-AAA. Les *spreads* de taux sont fonction de l'effet de levier et de l'échéance ou de l'asymétrie de financement. Ainsi, l'élargissement des *spreads* de taux est symptomatique de l'accumulation de faiblesses financières. Dans ce cadre, nous pensons que le *spread* Moody's BAA - AAA est un bon annonciateur d'une baisse des actifs risqués. À cet égard, nous n'avons pas encore atteint de point de retournement, mais depuis mars, nous nous rapprochons progressivement du seuil d'alerte (=100). Dans le même temps, nous comparons le *spread* de Moody's (ou son substitut pour les régions autres que les États-Unis) à l'*earnings yield* (1/PER). Cet écart de valorisation est ajusté du risque, pour considérer la valeur du marché actions, en tenant compte implicitement de l'endettement des entreprises (élevé), des volatilités implicites (à la hausse) et des taux de défaut (historiquement bas).

Pour résumer, nos indicateurs n'ont pas encore atteint le point de bascule, mais nous n'en sommes pas loin. À notre avis, la meilleure stratégie consiste à maintenir une légère surpondération des actions, tout en débutant une rotation des portefeuilles vers une allocation plus fine, sur les secteurs défensifs et les actions de qualité, afin d'en accroître la solidité. Au second semestre de 2019, quand le cycle des bénéfices américains devrait ralentir, nous pourrions également prévoir d'autres ajustements, afin de réduire le risque global des portefeuilles.

GESTION DIVERSIFIÉE

Les marchés à la croisée des chemins! Prudence et qualité

L'essentiel

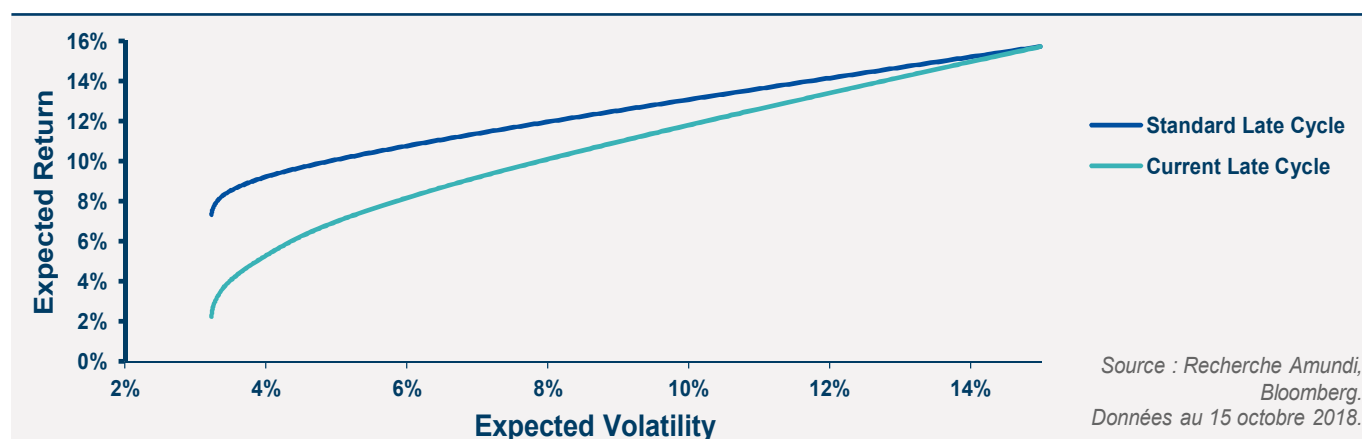
Avec l'avancement du cycle en 2019, les marchés vont devenir plus volatils et seront vulnérables au resserrement des conditions financières. Les investisseurs devront reconsidérer leurs attentes en matière de performances, car les rendements ajustés du risque devraient être moins élevés. D'une part, les investisseurs devront chercher à saisir les opportunités que les marchés, en particulier du côté des actions, offrent dans cette phase, tout en étant préparés à d'éventuels signes de détérioration des marchés, notamment dans la seconde partie de l'année.

Le contexte économique et des marchés financiers changera en 2019 et la phase tardive du cycle soulèvera de nombreux défis. Au niveau macroéconomique, l'expansion mondiale doit se poursuivre, mais elle sera confrontée à plus d'incertitude qu'il y a quelques mois, les risques baissiers ayant augmenté. La croissance économique devrait ralentir, tout en restant supérieure à son potentiel en 2019. La dynamique de l'inflation reste orientée à la hausse en raison de la hausse des prix de l'énergie et de la pression croissante sur les salaires et autres compensations. Le cycle des bénéfices global approche de son point culminant dans certaines régions comme le Japon et les États-Unis, comme c'est normalement le cas dans une phase mature du cycle financier, et le point d'inflexion devrait se concrétiser au premier semestre 2019. Les anticipations de bénéfices sont plus fragiles, car le resserrement des conditions économiques et financières pourrait aggraver les perspectives de croissance des BPA, qui, bien que déjà en décélération, reste modérée (croissance des BPA américains prévue à +10 % en 2019). Les variables essentielles pour les prochaines saisons de publication seront davantage d'ordre financier : taux d'intérêt, *spreads* de crédit et dynamique du dollar, confirmant que ce sont les conditions financières plus que celles économiques qui seront sous surveillance en 2019. Dans l'ensemble, les indicateurs actuels, tant économiques que fondamentaux, sont plus conformes aux valeurs de référence historiques du dernier cycle.

2019 : des rendements ajustés du risque plus faibles dans un contexte de valorisations tendues et de volatilité plus élevée

Cette transition vers la prochaine phase du cycle financier parvenu à maturité créera un environnement encore plus difficile qu'en 2018, que ce soit en termes de diversification du portefeuille que de rendement ajusté du

1/ Frontière efficiente basse en perspective



Le graphique compare deux frontières efficientes et cartographie les profils de risque et de rendement total de 200 portefeuilles diversifiés (au sein desquels la volatilité optimise les différentes expositions) pour chaque frontière. La frontière standard de fin de cycle est calculée à partir des rendements annuels historiques moyens et la matrice de covariance du régime de fin de cycle. La frontière actuelle de fin de cycle est calculée à partir des rendements obligataires et des rendements de dividende actuels. Univers de la classe d'actifs (en monnaie locale) : Actions américaines de rendement total (S&P 500), emprunts d'État américains et européens (JPM), obligations IG US et européennes (ML), obligations à haut rendement US et européennes (ML), obligations des marchés émergents mondiaux (JPM), obligations US indexées sur l'inflation de toutes maturités (Barclays).

risque. La faiblesse des taux de portage et les modestes taux européens réduisent le potentiel de rendement des allocations prudentes basées sur l'euro, tandis que les niveaux actuels des prix des actifs risqués intègrent déjà l'essentiel des perspectives de bénéfices et de croissance économique, ce qui en limite le potentiel de hausse. D'une manière générale, nous nous attendons à ce que la volatilité reste modérément élevée et sujette à des épisodes de fluctuations, conformément à la tendance amorcée en 2018. Historiquement, la phase de maturité d'un cycle financier correspond à une période charnière, vulnérable aux conditions financières, et se termine habituellement par une bifurcation avec deux issues opposées : soit une correction soit une relance du marché. Cette fois-ci, le risque est nettement axé à la baisse, avec des problématiques sans précédent, une dette et des liquidités élevées ainsi que des tensions géopolitiques. De plus les valorisations absolues des obligations et des actions sont globalement tendues. Les niveaux actuels, malgré la correction récente des actions et les taux d'intérêt plus élevés, n'apportent que peu de valeur.

Les taux d'intérêt devraient évoluer légèrement à la hausse tandis que les « spread » de crédit devraient s'élargir, d'autre part, les prévisions de croissance des BPA sont déjà partiellement intégrées aux niveaux de valorisation actuels, ce qui signifie qu'une nouvelle réduction des multiples est probable. Dans une optique de gestion diversifiée, les taux d'intérêt à long terme américains supérieurs à 3 % représentent les meilleures valorisations en termes relatifs pour les obligations souveraines depuis 2009, ce qui suggère un léger déplacement de la balance des actions vers les emprunts d'État. Le crédit, dans l'ensemble, est moins attrayant que les autres catégories d'actifs, car les valorisations sont tendues pour le crédit de qualité « investment grade » et de haut rendement, avec quelques signes d'une détérioration des perspectives en raison de conditions financières plus difficiles. Pourtant, en ce qui concerne les actifs libellés en euros, le portage est toujours en faveur du crédit de haute qualité par rapport aux obligations d'État, bien que dans une moindre mesure qu'au cours des six dernières années de réflation des actifs. À l'avenir, l'évaluation de la liquidité de chaque catégorie d'actifs deviendra de plus en plus nécessaire à mesure que les marchés deviennent vulnérables aux changements d'appétit pour le risque des investisseurs. À cet égard, le positionnement et les flux des investisseurs seront les principaux facteurs tactiques à surveiller. La correction récente a permis de dégager certaines zones d'excès de marché sur les actifs risqués et le positionnement est désormais moins concentré qu'il y a quelques mois.

Recherche d'opportunités autour de cinq grands thèmes d'investissement

Les principaux thèmes que les investisseurs pourraient exploiter en 2019 seront :

1	Miser sur la « dernière ligne droite » pour les actifs à risque, mais sans quitter la sortie des yeux	Dans une phase tardive du cycle, les actions devraient être privilégiées par rapport au crédit. Avec un potentiel de rendement faible, attention à ne pas sortir du marché actions prématurément. Concentrez-vous sur la sélection et les opportunités tactiques et soyez prêt à réajuster les risques. Maintien de la préférence américaine.
2	Jouer les réajustements sur les marchés obligataires des banques centrales	Rechercher les opportunités de valeur relative dans les courbes et les mouvements de devises pour tirer profit de l'action asynchrone des banques centrales. Renforcer la duration (États-Unis) sur la poche obligataire.
3	Attention au dilemme de l'inflation	La pression à la hausse sur l'inflation reste un thème que les investisseurs multi-actifs pourraient jouer en détectant les opportunités tactiques dans les obligations indexées sur l'inflation, les matières premières et les actions.
4	Exploiter la dynamique des marchés émergents	Si les marchés émergents sont, en moyenne, moins fragiles que dans le passé, certaines dynamiques spécifiques et structures de marché sont essentielles pour détecter les thèmes les plus rentables. Quant aux marchés émergents globaux, nous constatons encore certains défis et pensons que les investisseurs devraient jouer les thèmes de valeur relative (p.ex. la Chine).
5	Accent sur la dynamique de la dette pour la sélection d'idées d'investissement	La dynamique de la dette sera, à notre avis, le principal catalyseur d'une éventuelle détérioration de la situation financière. La sélection de thèmes obligataires viables sera donc essentielle pour toutes les classes d'actifs.

Rééquilibrage de l'allocation des risques à mesure que le cycle avance et mettre l'accent sur la dynamique de la dette

Une approche prudente de l'allocation des risques sera essentielle en 2019. D'un côté, les investisseurs devront chercher à saisir les opportunités que les marchés, en particulier les actions, pourraient offrir, tout en étant préparés à d'éventuels signes de détérioration des conditions de marché, en particulier dans la seconde partie

Sélection sous l'angle de la qualité

Afin d'améliorer les performances tout en maîtrisant les risques, nous pensons qu'il sera essentiel de jouer la carte de la qualité de la dette au niveau des pays, des secteurs et des entreprises.

Paramètres de sélection de la dette

- * Dette macro : Faible endettement total/ PIB, déficit (pour la sélection régions/pays des obligations/devises/actions)
- * Dette d'entreprise : Faible ratio d'endettement total sur fonds propres et faible endettement net sur Ebitda

Paramètres de sélection en fin de cycle

- * Faible sensibilité aux hausses des taux d'intérêt
- * Faible sensibilité à la détérioration du commerce mondial
- * Sensibilité élevée au facteur qualité global
- * Juste valeur et multiples raisonnables

de l'année. Malgré ce contexte difficile et ses défis concernant l'inflation, les guerres commerciales, les taux d'intérêt, les devises, etc., nous croyons qu'une stratégie diversifiée visant à éviter les secteurs d'endettement excessif (public, privé et entreprise) constitue un positionnement gagnant à ce stade, peu importe le résultat de la bifurcation ; la dette de mauvaise qualité souffrira et sera sérieusement affectée dans le futur.

Par conséquent, les axes prioritaires de l'allocation diversifiée pour 2019 seront les suivants :

- Maintien d'une exposition diversifiée au risque et d'une couverture structurelle contre les risques extrêmes ;
- Examen dynamique des déclencheurs potentiels d'un passage à une phase de ralentissement nécessitant une allocation défensive
- Attention marquée à la qualité de la dette au niveau multi-actifs, combinant une allocation bêta faible / défensive et des considérations de dette, car, dans le cas présent, il n'est pas nécessairement vrai que les classes d'actifs historiquement défensives soient les moins risquées en termes de qualité de la dette.

ACTIONS - MARCHÉS DÉVELOPPÉS

Une année plutôt tactique avec des interrogations sur la soutenabilité des profits

L'essentiel

La croissance économique a atteint son paroxysme alors que l'abondance des liquidités va se réduire. Ce contexte conduira à un ralentissement des croissances bénéficiaires, qui resteront quand même positives, et à une pression sur les PER, au-delà de probables rebonds. Ce contexte appelle à une certaine prudence. Cela conforte notre rotation graduelle vers des secteurs plus défensifs. Au niveau régional, la convergence des profits ne conduit toujours pas à prendre des paris marqués; le marché américain reste à privilégier, mais il faut s'attendre à des rebonds temporaires des autres marchés. La sélection de valeurs aux profits soutenables et capables de délivrer sera clé, car quand le cycle est mûr, les déceptions sur les résultats sont plus fortement sanctionnées que ne sont récompensées les bonnes surprises.

Le cycle a atteint son paroxysme. Combien de temps va durer cette phase de transition ?

En 2017, la croissance mondiale a été forte et synchronisée (positif pour les actions). En 2018, elle a été forte et désynchronisée (hausse de la volatilité). En 2019, elle restera élevée, mais va ralentir (la prudence est de mise). Attendu à plus de 3 %, son niveau restera par exemple suffisant pour justifier une croissance positive des profits en Europe (voir graphique). Mais le ralentissement économique combiné au resserrement des conditions monétaires au niveau mondial ne vont pas dans la bonne direction pour les actions, soutenues depuis 10 ans par des liquidités abondantes; d'autant qu'après 8 hausses de taux, le « taux neutre » de la Fed n'est maintenant plus très loin. Cette situation rend les marchés sensibles aux risques. Beaucoup de ces risques se sont déjà manifestés en 2018 (protectionnisme, risque émergent, budget italien, Brexit, Iran) et sont donc partiellement intégrés. S'il convient d'être prudent, il faut aussi garder en mémoire qu'un soulagement passager de ces risques pourrait entraîner de forts rebonds sur les marchés d'actions. La volatilité, fonction retardée de la politique des banques centrales, sera encore de la partie en 2019. Cela suggère une bonne diversification et une bonne réactivité tactique au niveau régional, sectoriel et factoriel pour bien en tirer parti.

Faibles rendements en perspective pour les actions

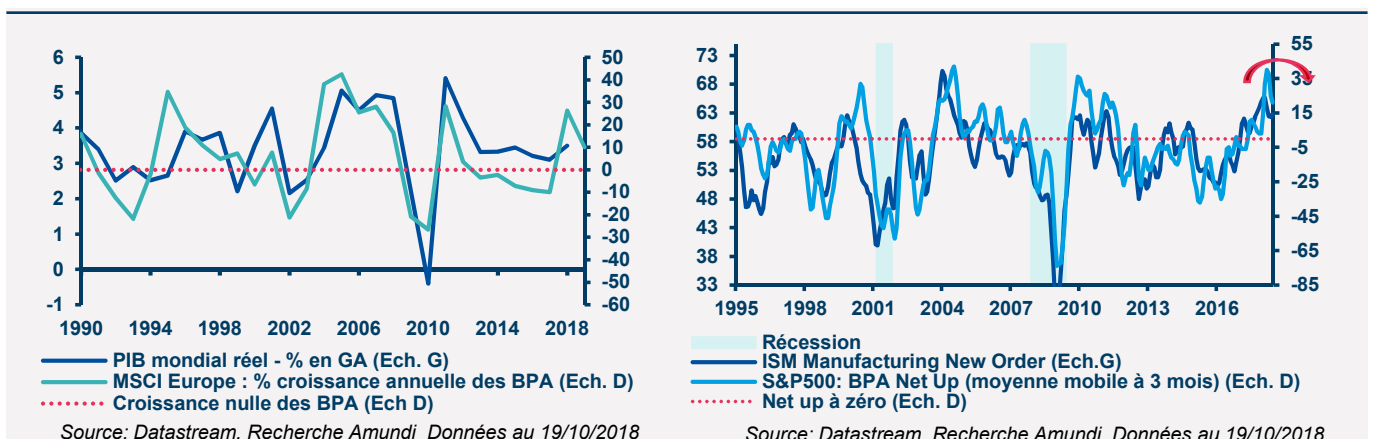
Il faut tabler sur des rendements limités sur les 12 prochains mois. Hors dividendes, la rentabilité d'un placement en actions dépend en effet de 2 paramètres: la croissance des profits et la variation du PER. Or ces 2 facteurs nous semblent fragiles à l'horizon 2019. La croissance des profits devrait se normaliser après 2 années de forte hausse (+17 % et +16 % pour le MSCI ACWI selon le consensus Ibes sur 2017 et 2018). Les marges ont déjà bien rebondi, dans toutes les régions du monde. Elles sont maintenant proches de leur point haut cyclique (hausse des coûts salariaux et des prix du pétrole, risque de rupture de la chaîne d'approvisionnement eu égard à la montée du protectionnisme). Avec une croissance économique qui a dépassé son point d'orgue, il est probable que les révisions de bénéfices se réorientent à la baisse (cf. graphique 1) et que

Croissance des Bénéfices par Action 2019 (Consensus Ibes)

Monde	+9,8 %
États-Unis	+10,6 %
Zone euro	+9,9 %
Royaume-Uni	+7,7 %
Japon	+4,4 %
Pacifique hors Japon	+5,4 %

Données au 15 octobre 2018 de MSCI indices.

1/ PIB mondial et profits européens (% annuels) 2/ ISM et révisions de bénéfices aux États-Unis



les prévisions du consensus IBES pour 2019 (voir tableau) constituent un haut de fourchette, tout en restant néanmoins positives. Elles devraient selon nous rester un peu plus élevées aux États-Unis qu'ailleurs. Quant aux PER, ils ont sans doute atteint leur point haut cyclique en 2018 aux États-Unis. Historiquement les PER baissent vers la fin du cycle de resserrement monétaire. Un rebond est possible en cas de levée des risques, mais ne nous semble pas devoir durer dans un contexte de poursuite du durcissement de politique monétaire. Si les multiples devaient néanmoins aller plus haut aux États-Unis, comme cela arrive parfois en cas de bulles, il conviendrait d'être encore plus sélectif. Des rebonds temporaires de PER pourraient être plus marqués en dehors des États-Unis en fonction de l'évolution de la perception des risques.

Rotation graduellement plus défensive

Les signaux sont encore brouillés, mais la direction à prendre est d'augmenter progressivement la part des actifs défensifs par rapport aux actifs pro-cycliques. On profitera des rebonds de contre-tendance pour accentuer progressivement le mouvement.

En 2018, le retour de la volatilité, 2 ans après la première hausse des taux de la Fed, le plafonnement des marges aux États-Unis et le coût d'arrêt au resserrement des *spreads* de crédit (qui ont même commencé à s'élargir) ont sonné le signal d'alarme.

Deux autres facteurs clé signalent traditionnellement une rotation plus défensive :

- Le facteur « taux ». Influencé au premier chef par les États-Unis, il est encore neutre, voire un peu pro-cyclique. Une hausse de taux joue en général plutôt en faveur des cycliques alors que les défensives, qui présentent des rendements et endettements plus élevés, sont négativement impactés. Compte tenu de l'élan fiscal américain, la Fed ne devrait pas stopper ses hausses de taux avant la fin du premier semestre 2019.
- Le facteur « matières premières industrielles ». Fortement influencé par la Chine depuis les années 2000, il est passé en mode prudence à l'été 2018. Il traduit notamment l'impact négatif sur le commerce mondial de la montée du protectionnisme. On peut admettre que si le soutien de la Chine à son économie, notamment au niveau des infrastructures, devient visible, ce risque s'estompera temporairement, renforçant l'argument d'une rotation seulement graduelle envers les actifs plus défensifs.

3 remarques au niveau régional : 1) la convergence des croissances de profits entre régions n'incite pas à prendre des paris géographiques marqués 2) la lecture cyclique invite à la prudence et favorise les marchés américain (mais à court terme on se méfie de la consolidation des valeurs de croissance) et britannique (mais le Brexit approche), 3) les mouvements de contre-tendance devraient surtout profiter aux autres marchés (zone euro, Japon et émergents) et ces mouvements pourraient aussi être violents. Au final, rechercher la qualité et ne surtout pas la surpayer sera primordial pour bien appréhender cet environnement volatil.

RÉGIONS : TENDANCES VS. CONTRE-TENDANCES

États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Pacifique ex Japon
Le marché américain est le grand gagnant du cycle qui a démarré en 2009. La divergence de performance avec les autres marchés a quand même fini par provoquer une consolidation des valeurs leaders de ce cycle (valeurs de croissance), sans remettre en cause leur tendance à ce stade. La croissance bénéficiaire va aussi se normaliser, le marché américain conservera néanmoins un avantage sur ce point, du fait du poids des valeurs disruptives. Notre biais reste donc plutôt positif en termes relatifs, avec une prudence de court terme, y compris si les risques globaux devaient s'estomper.	La zone euro est candidate pour profiter d'une correction du thème Growth/Value. De même, les profits sont sensibles à l'évolution des devises émergentes, et une baisse de ce risque lui serait bénéfique (un tiers du chiffre d'affaires provient des émergents). Surtout si cela n'empêchait pas la courbe des taux de se tendre un peu, soulageant d'autant le secteur bancaire. La zone euro pourrait donc temporairement profiter d'un rallye de soulagement (Relief Rallye). Plusieurs défis politiques (à commencer par les élections européennes) pourraient cependant freiner l'enthousiasme des investisseurs alors que la croissance mondiale doit lentement ralentir.	Le marché britannique est un proxy du secteur énergie par rapport au secteur industriel. À ce titre, il a pu tirer son épingle du jeu en 2018 alors que l'échéance du Brexit maintenait le Sterling sous une certaine pression. L'autre caractéristique de ce marché est qu'il présente l'un des meilleurs rendements au monde (4.7% vs. 2.5% pour le MSCI World), ce qui fait qu'une fois que les taux longs auront plafonné, il devrait à nouveau attirer les investisseurs. Entre-temps, l'approche du Brexit n'incite pas à prendre de risque sur ce marché qui ne surperformera pas si s'enclenchait, et qui pourrait souffrir en cas de soft Brexit (qui est notre scénario préféré), du fait d'une réaction à la hausse possible du Sterling.	La situation politique du Japon est beaucoup plus dégagée qu'en Europe. La gouvernance d'entreprise s'est aussi beaucoup améliorée. Mais le cycle de profits est l'un des plus avancés. En 2019, hors impact du Yen, la croissance bénéficiaire devrait désormais être l'une des plus faibles. Le comportement du marché japonais restera tributaire des fluctuations du Yen. Il s'agit donc avant tout d'un pari « Risk on/Risk off ».	L'Australie représente 57% de cette région et Hong Kong 29%. Elle est donc très impactée par la politique de la Chine et ses répercussions sur le prix des matières premières industrielles et le négoce. Une relance chinoise en faveur des infrastructures permettrait à ce marché régional de rebondir, mais le timing et la soutenabilité de ce mouvement sont incertains.

GESTION FACTORIELLE

Combiner Qualité et Value: la solution gagnante

L'essentiel

Le facteur Qualité, notre principal pari de 2018, a bien délivré et reste d'actualité. Il s'agit d'investir sur des valeurs peu endettées et présentant une croissance pérenne des profits. Mais plus on avance dans le cycle, plus il va falloir être vigilant et ne pas surpayer ces valeurs. Progressivement, les facteurs *High Dividends* et *Minimum Volatility* devraient aussi apporter un complément judicieux.

Quel est le meilleur facteur à ce stade du cycle ?

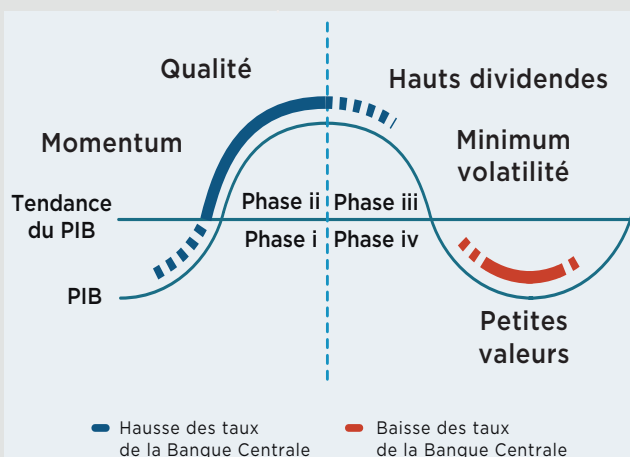
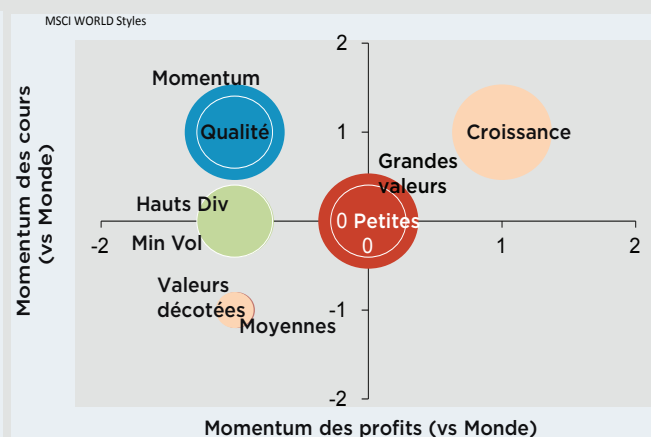
2018 a été une année de forte croissance mondiale, désormais à son apogée. Les principales économies mondiales progressent plus vite que leur potentiel et les banques centrales durcissent leurs politiques monétaires, à commencer par la Fed. Elles devraient continuer en 2019 et le débat va finir par se centrer sur le niveau du « taux neutre » aux États-Unis, toujours délicat à prévoir.

Le cycle d'investissement est donc mûr ; il est encore en phase ii¹ mais certains indicateurs, notamment ceux liés aux risques (volatilité, *spreads* IG, marges des entreprises, prix des matières premières industrielles, marchés émergents) plaident pour une maturité du cycle même déjà un peu plus forte. Au niveau des facteurs, cette phase reste donc propice à la Qualité selon notre feuille de route. On peut aussi commencer à s'intéresser aux styles qui profiteront de la phase suivante, *High Dividends* (forts rendements sécurisés) et *Minimum Volatility*. Ces deux styles, plus défensifs, sont cependant négativement sensibles aux taux ; il conviendra donc de s'y intéresser plus franchement une fois que les taux longs plafonneront.

Prenons une photographie de la situation actuelle

L'axe vertical de l'autre mapping (graphique de droite) représente le momentum boursier ; si le facteur est positionné en haut, il surperforme le MSCI World (en US dollar) et inversement s'il se positionne en bas. L'axe horizontal représente le momentum des profits ; enfin, la taille du cercle fait référence à sa valorisation relative. Les marchés anticipant les profits, le sens logique est le sens de rotation des aiguilles d'une montre. Un code couleur met en évidence 3 types de facteurs : *Growth* et *Value*, la taille (grandes - moyennes - petites valeurs), puis les autres styles.

¹ Voir "Cycle d'investissement et allocation d'actifs", Éric Mijot, *Economica*, 2018

1/ Facteurs :
Notre feuille de route2/ Mapping des facteurs
MSCI Monde (en USD)

Source : Recherche Amundi

Conclusion

Le ratio *Growth/Value*, en fort excès au cours de 2018, a commencé à se détendre sans pour autant inverser la tendance pour l'instant. Les petites valeurs, stars pendant une bonne partie de 2018, ont aussi fini par lâcher prise. Elles avaient largement profité de leur dominante domestique aux États-Unis suite à la relance fiscale d'une part, et en termes relatifs, de la « guerre commerciale » d'autre part. En Europe, les petites valeurs ont joué le rôle de valeurs de croissance. La hausse de volatilité et le plafonnement probable des marges à brève échéance (hausse des salaires) jouent désormais contre elles. Elles ressortent seulement à neutre sur notre mapping (au centre).

En revanche, ces deux paramètres profitent au facteur Qualité (croissance durable sans levier financier) qui a réussi à s'imposer en 2018. Il reste un bon compromis pour 2019, tant qu'on veille à ne pas le surpayer. La combinaison Qualité-Value revient à éviter les trappes à valeur (Value Trap) du style purement Value tel que défini par exemple par MSCI. Si les prochains styles sur notre liste d'achat sont *High Dividends* (élevés et soutenables) et *Minimum Volatility*, on notera qu'ils ont déjà profité du *sell-off* d'octobre pour démontrer leur intérêt dans un portefeuille (arrêt de leur tendance baissière, notamment pour le *High Dividends* dans la zone euro et le *Minimum Volatility* aux États-Unis). Un plafonnement des taux longs profiterait pleinement à ces deux facteurs.

OBLIGATIONS

Les principaux moteurs sont la liquidité mondiale, les perspectives américaines et la politique

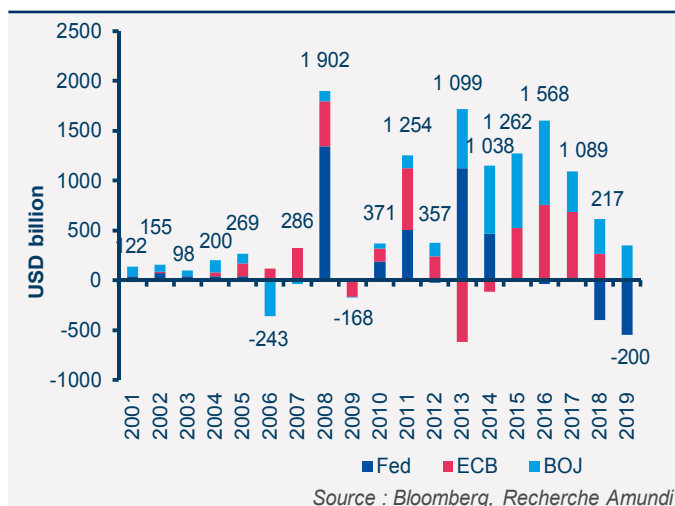
L'essentiel

Les perspectives économiques américaines, le cycle mondial des liquidités et la politique seront les principaux moteurs des marchés obligataires en 2019. Nous prévoyons que la forte croissance américaine ralentira au cours des prochains trimestres, ce qui déterminera la fin du cycle de durcissement de la Fed et limitera la hausse des rendements obligataires américains. Les risques géopolitiques pourraient peser à la fois sur la croissance mondiale et sur l'aversion globale au risque du marché. Ceci pourrait pousser le rendement des principaux marchés obligataires vers le bas. Le statut de valeur refuge du marché des bons du Trésor américain de l'USD et du Bund mérite d'être noté. La combinaison d'une augmentation de l'offre de dette américaine et d'une réduction des injections de liquidités de la banque centrale jouera un rôle dans la détermination des facteurs techniques, tant pour le marché des obligations souveraines que pour celui des obligations d'entreprises. Dans ce contexte, les investisseurs devront augmenter la duration, en particulier aux États-Unis, en tant que stratégie défensive, et réduire les risques dans leurs portefeuilles. Nous restons prudents sur les émetteurs périphériques de la zone euro, et très sélectifs sur le crédit, où les valorisations sont tendues, en particulier pour le haut rendement américain de moindre qualité.

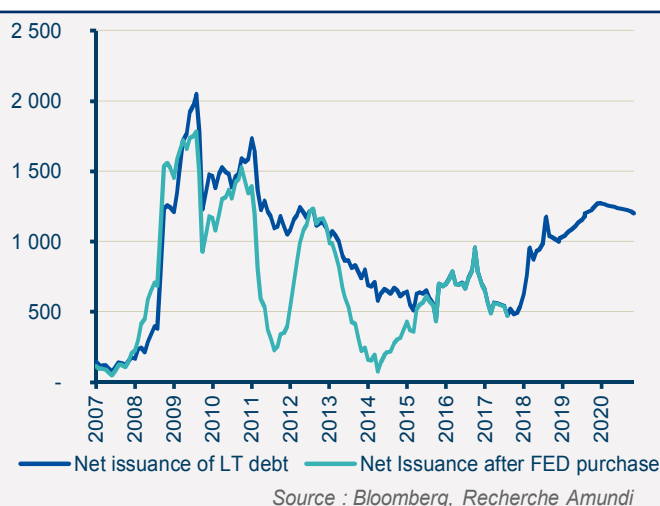
Divergences sur les rendements des obligations « core » : les perspectives américaines, la Fed et la liquidité mondiale sont à surveiller

- **Le ralentissement de la croissance américaine attendu au second semestre 2019 et la maîtrise des pressions inflationnistes devraient limiter la hausse des taux longs dans les marchés développés.** Aux États-Unis, la fin du cycle de durcissement monétaire est en vue après une hausse des taux de la Fed en décembre 2018 suivie de deux hausses au premier semestre 2019. De leur côté, les membres du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale semblent moins certains des perspectives économiques à partir de 2020-2021. Un scénario avec des taux à long terme plus élevés exigerait : (1) une expansion économique américaine soutenue sur une plus longue période, sans forte pression sur l'inflation ; ou (2) un pic d'inflation. La réalisation de ces deux facteurs est peu probable et nous pensons que toute nouvelle hausse des rendements obligataires américains, induite par une certaine pression sur les salaires, pourrait être de courte durée et d'ampleur limitée. En Europe, les taux à long terme devraient atteindre leur niveau plancher, avec la fin du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE et la première hausse des taux d'intérêt (mais pas avant septembre 2019). Nous prévoyons également que la tendance à la hausse des taux à long terme sera limitée, la suppression des mesures accommodantes de la BCE restant très progressive.
- **Des facteurs techniques de moins en moins favorables devraient encourager la hausse des taux et l'élargissement des spreads, mais devraient aussi peser sur la croissance mondiale.** En 2019, les injections nettes de liquidités par les banques centrales des marchés développés deviendront négatives. Dans le même

1/ Bilan des banques centrales



2/ États-Unis : volume net d'émission obligataire du Trésor (12 m glissants, milliards USD)



temps, l'offre de dette américaine va faire un bond pour financer la politique expansionniste de l'administration américaine et les échéances des entreprises américaines lourdement endettées. Les investisseurs non-résidents ont apporté un soutien considérable au marché des obligations d'entreprises libellées en dollars américains ces dernières années, mais le contexte a évolué et d'énormes coûts de couverture ont réduit l'intérêt des investisseurs japonais ou de la zone euro pour les actifs américains. Au deuxième trimestre 2018, les investisseurs de la zone euro ont réduit leurs avoirs nets en titres de dette américains pour la première fois en quatre ans tandis que les avoirs japonais en bons du Trésor américain sont à leur plus bas niveau depuis 2011. Ainsi, l'augmentation considérable des besoins de financement aux États-Unis sera probablement absorbée par les investisseurs en dollars aux dépens des marchés émergents. Par conséquent, la hausse de l'offre de titres d'emprunt américains pourrait pousser les taux à la hausse, mais une telle hausse pouvant accroître les risques à la baisse pour l'économie mondiale, nous prévoyons une pression haussière limitée sur les rendements obligataires américains. En Europe, malgré la fin des nouveaux achats d'assouplissement quantitatif, les facteurs techniques seront encore partiellement soutenus par des volumes importants de réinvestissements de la BCE et par l'approche très progressive que la banque centrale est susceptible d'adopter quant à la normalisation des taux.

Principales convictions pour les marchés obligataires et de crédit en 2019

Le potentiel d'augmentation des taux américains est, à notre avis, limité par plusieurs facteurs : 1) la forte demande de bons du Trésor américain par les investisseurs en dollars américains ; 2) le risque de baisse associé au scénario de croissance mondiale (sensibilité des marchés émergents et de la croissance mondiale aux niveaux des taux américains) ; et 3) la phase de maturité du cycle américain (niveau élevé de la dette publique et privée, faiblesse du marché immobilier). Dans la zone euro, la BCE va se montrer prudente sur les hausses de taux et l'aversion au risque devrait rester élevée. Par conséquent, nous prévoyons une pression limitée sur les taux d'intérêt.

Dans le scénario de hausses limitées, nous prévoyons ceci :

- **Aux États-Unis : Au premier semestre 2019 :** les taux d'intérêt devraient se stabiliser ou n'augmenter que légèrement, les rendements à 10 ans atteignant leur pic proche de celui attendu des Fed Funds. Selon ce scénario, les rendements à 10 ans pourraient osciller aux alentours des niveaux actuels au cours des prochains mois, et la courbe des taux américains ne s'aplatirait que légèrement. Ainsi, en termes de segments de courbe, le segment court à moyen continuerait d'offrir une combinaison risque/rendement intéressante par rapport à la partie longue de la courbe. **Au second semestre 2019 :** nous percevons un léger risque de baisse des rendements obligataires, ainsi qu'un ralentissement de la croissance américaine et la réalisation par la Fed de son objectif de normalisation des taux.
- **En Europe :** la BCE devrait s'en tenir à ses prévisions prudentes en matière de taux. La première hausse ne devrait pas intervenir avant le troisième trimestre 2019 et devrait être suivie d'une longue période de réinvestissements (de deux à trois ans). Cette approche très progressive dépendra des statistiques (et des questions commerciales/risques politiques/impact des cours pétroliers sur l'euro). La BCE devra choisir le moment de la première hausse des taux d'intérêt avec soin, le risque étant qu'elle intervienne alors même que la Fed suspend son cycle monétaire et que l'euro se renforce, entraînant potentiellement un durcissement excessif des conditions financières. En outre, malgré un contexte de croissance positive, les risques persistent sur le front politique (Italie, élections européennes, Brexit). Pour ces raisons, nous nous attendons à ce que les Bunds à 10 ans augmentent, bien que de

Rendements obligataires à 10 ans - Déc. 2019	
	Fourchette cible (%)
États-Unis	3,1/3,2
Allemagne	0,55/0,75
Japon	0,1/0,2
Royaume-Uni	1,7/1,8

Données au lundi 15 octobre 2018.

Déclencheurs positifs	Risques à surveiller
<ul style="list-style-type: none"> ● L'assouplissement du risque politique ainsi qu'un éventuel « soft Brexit » favoriseraient une reprise des écarts de taux sur les obligations périphériques et les obligations d'entreprises dans la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Dans le domaine des emprunts d'État, une surprise positive en matière d'inflation/croissance aux États-Unis et/ou une erreur de politique monétaire (un retrait trop rapide de l'assouplissement quantitatif par la BCE ou la BoJ) pourraient entraîner une hausse des taux d'intérêt.
<ul style="list-style-type: none"> ● Un accord entre la Chine et les États-Unis sur les échanges commerciaux serait positif pour le crédit mondial et américain ainsi que pour les écarts de taux dans la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Dans la zone euro, la persistance ou l'augmentation du risque politique pèseraient sur les pays périphériques et les obligations d'entreprises, malgré un risque de contagion limité jusqu'à présent.
<ul style="list-style-type: none"> ● Sur le segment des obligations d'État, les risques de croissance et/ou d'ordre géopolitique favoriseraient la recherche de valeurs refuges. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Sur les marchés du crédit, les risques proviennent d'un durcissement soudain et non désiré des conditions de financement lié à des surprises négatives sur la croissance, en particulier aux États-Unis où les niveaux d'endettement sont plus élevés.

façon limitée. Une BCE conciliante permet le maintien de la quête de rendement sur les échéances de deux à cinq ans, segment dans lequel les *spreads* italiens offrent également plus d'espace pour une normalisation en cas de confrontation préalable avec l'UE.

- Dans un tel contexte, les investisseurs pourraient envisager de couvrir les portefeuilles obligataires contre le **risque d'inflation** qui persiste.
- **Les marchés du crédit** offrent une combinaison de fondamentaux plutôt favorables, mais de facteurs techniques qui le sont moins, tandis que les valorisations diffèrent plus significativement entre les États-Unis et la zone euro et entre les notations supérieures et celles spéculatives. L'effet de levier, les valorisations et le soutien des investisseurs étrangers sont des défis plus difficiles à relever aux États-Unis. Sur ce plan, un certain niveau de diversification vers les secteurs du crédit structuré, y compris les MBS d'agences ou les MBS et ABS hors agences, peut offrir une valeur relative plus intéressante aux investisseurs. Les risques politiques et une croissance macroéconomique moins éclatante, ainsi que la fin du programme d'achat d'obligations émises par des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme* - CSPP), constituent des défis de taille pour les entreprises européennes. Parallèlement, les valorisations semblent plus tendues dans l'ensemble pour les obligations à bêta élevé libellées en USD. Les entreprises américaines de notation supérieure (Investment Grade) et de durée faible, ainsi qu'une approche plus tactique du haut rendement (High Yield) en euro et du secteur financier, en fonction de l'évolution des risques politiques, auront la préférence, tandis que les émetteurs « core » maintiennent leur solidité.

En conclusion, l'environnement décrit ci-dessus nécessite une approche active et tactique des titres obligataires mondiaux pour l'année prochaine. Le positionnement sous-exposé en durée caractéristique de la majeure partie de 2018 sera remplacé par une approche plus constructive de la durée (neutre aux États-Unis), qui sert également de couverture aux risques mondiaux. Du côté du crédit, l'amélioration de la qualité sera essentielle. La rotation sectorielle d'un large éventail d'actifs obligataires et la diversification du continuum du crédit (actifs liquides et illiquides/dette privée) pourraient contribuer à créer de la valeur pour les investisseurs. Alors que la liquidité mondiale est appelée à se contracter, nous pourrions assister à des épisodes de détérioration de la liquidité du marché. Par conséquent, il sera essentiel de mettre l'accent sur la gestion des liquidités pour pouvoir se saisir des occasions qui devraient se présenter au cours de l'année.

DEVISES

Le risque géopolitique va continuer à jouer un rôle clé

L'essentiel

La normalisation en cours des politiques monétaires des banques centrales, les tensions commerciales et les questions politiques seront les principaux facteurs à surveiller sur le marché des changes. Le Brexit et les turbulences politiques dans la zone euro pourraient peser sur la livre sterling et l'euro durant un certain temps. Nous nous attendons à ce que le dollar américain soit fort à court terme pour ensuite s'affaiblir à moyen terme, car en plus d'autres facteurs, l'économie est en passe d'atteindre la phase de maturité de son cycle, une situation qui, historiquement, coïncide avec un dollar américain plus faible.

EUR/USD : vents contraires à court terme, perspectives plus optimistes à moyen terme

Durant l'année, l'euro a subi les effets à la fois de conditions financières divergentes par rapport aux États-Unis, d'une croissance modérée (bien qu'en hausse), d'inquiétudes quant à l'impact d'une guerre commerciale sur les exportations européennes et enfin, de risques politiques croissants. Plus récemment, les turbulences liées à l'annonce du budget italien ont mis une limite au cours de l'euro en raison des nombreuses incertitudes qui demeurent et qui devraient encore persister, les négociations avec la Commission européenne risquant de prendre du temps pour parvenir à une résolution. Avec

la recrudescence des incertitudes politiques allemandes et les risques politiques italiens en hausse, certaines pressions à court terme pourraient faire surface, empêchant l'EUR/USD de s'apprécier par rapport aux niveaux actuels. Les élections européennes présentent également des risques supplémentaires pour la monnaie et, comme l'ont récemment illustré les élections bavaroises, on peut s'attendre à un accroissement de la fragmentation politique, en plus des risques de percée des populistes. Malgré la nervosité ambiante, le haut niveau de positions spéculatives courtes indique que les éléments négatifs sont déjà bien pris en compte de sorte que de nouvelles ventes de l'euro semblent peu probables, en particulier si l'on considère la solidité des fondamentaux. Alors que la croissance de la zone euro devrait rester supérieure à son potentiel, les chiffres du secteur extérieur sont également favorables à la monnaie (importants excédents de la balance courante). En outre, nous nous attendons à ce que la BCE poursuive sa trajectoire de normalisation avec une hausse des taux d'intérêt au second semestre 2019, réduisant ainsi l'écart de politique monétaire avec la Fed. Nous restons par conséquent optimistes sur l'euro à moyen terme.

Objectifs de change pour déc 2019	
	Target range
EUR/USD	1,23-1,25
USD/JPY	105-107
GBP/USD	1,39-1,42

Données au 15 octobre 2018.

USD/JPY : tendance baissière pour l'année à venir

Malgré notre anticipation de stabilité pour la paire USD/JPY, qui devrait rester autour de ses niveaux actuels (nous prévoyons 112 pour la fin de l'année), nous nous attendons à ce que le yen japonais adopte une tendance haussière en 2019, sous l'impulsion de la politique monétaire et de la persistance des négociations commerciales protectionnistes. Malgré la confirmation récente par la Banque du Japon (BoJ) de la poursuite de la politique monétaire ultra accommodante pendant un certain temps encore, nous nous attendons à ce que la BoJ accorde une plus grande flexibilité à sa politique de rendement à long terme l'an prochain, s'orientant ainsi (à un rythme toutefois très progressif) vers la normalisation de son orientation de politique monétaire. De plus, les risques de frictions commerciales mondiales pourraient persister ou s'intensifier davantage à moyen terme. Ceci devrait apporter un soutien supplémentaire à la monnaie, qui bénéficie de son statut traditionnel de valeur refuge. Sa valorisation extrêmement bon marché (la plus faible parmi les pays du G10) et la reprise d'une tendance baissière à moyen terme du dollar américain pourraient également soutenir l'appréciation de la monnaie. En outre, l'expérience du passé montre que le yen a tendance à s'apprécier davantage en période de volatilité croissante des obligations américaines, en raison de l'effet du rééquilibrage des positions et du rapatriement des capitaux au Japon. Nous notons, en effet, que les ratios de couverture sur les investissements japonais dans des actifs américains ont considérablement diminué en raison du coût élevé des opérations de couverture et qu'il est peu probable que le rapatriement soit neutre sur le plan du change.

GBP/USD : tout est question de politique

Les négociations au sujet du Brexit entrent dans une phase critique, la livre réagissant aux développements politiques. Avec les nombreuses incertitudes qui demeurent quant à l'avenir de l'économie britannique, nous

nous attendons à ce que la volatilité de la monnaie demeure élevée à court comme à moyen terme. Quand bien même dans notre scénario principal (probabilité de 70 %), i) le Royaume-Uni et l'UE parviennent à un accord à la fin de 2018 ou au début de 2019 ; et ii) le Royaume-Uni quitte l'UE en mars 2019 ou peu après pour entamer une période de transition, nous restons d'avis qu'un tel accord ne pourra être conclu qu'en empruntant un chemin semé d'embûches. Ainsi les délais initiaux seront probablement dépassés, l'accord sera probablement conclu en dernière minute et le processus d'approbation parlementaire sera particulièrement ardu. Mais il semblerait que ces difficultés soient déjà prises en compte par les investisseurs qui maintiennent leurs positions à découvert sur la devise tout comme les participants du marché des options qui demeure orienté à la baisse, même sur un horizon d'un an. Par conséquent, nous nous attendons à ce que des tensions temporaires sur le marché concernant le Brexit procurent un certain soulagement à la devise. À notre avis, le potentiel haussier devrait rester contenu, car les marchés pourraient commencer à regarder de plus près la capacité du pays à financer son important déficit de balance courante dans le nouveau contexte, ce qui plafonnerait la livre sterling. Nous notons également l'absence de soutien clair de la politique monétaire, puisque de nouvelles hausses de taux par la Banque d'Angleterre dépendent en grande partie du résultat final du Brexit et, surtout (du maintien) de la résilience de l'économie l'an prochain.

ÉMERGENTS

Recherche des points d'entrée et d'opportunités de portage

L'essentiel

Après une année difficile pour les actifs émergents, nous prévoyons une amélioration de l'environnement économique et financier jusqu'en 2019, et nous entrevoyons quelques points d'entrée possibles durant la seconde partie de l'année, lorsque le cycle de durcissement de la Fed sera proche de sa fin. L'exposition aux dynamiques commerciales, les faibles vulnérabilités externes et les marges de manœuvre en termes d'action politique seront les facteurs clés pour identifier les gagnants et les perdants parmi les actions, les obligations et les devises émergentes. La sélection restera le maître-mot en termes de placements sur les marchés émergents en 2019.

Accélération de la croissance dans les pays émergents par rapport aux marchés développés au second semestre 2019 et en 2020

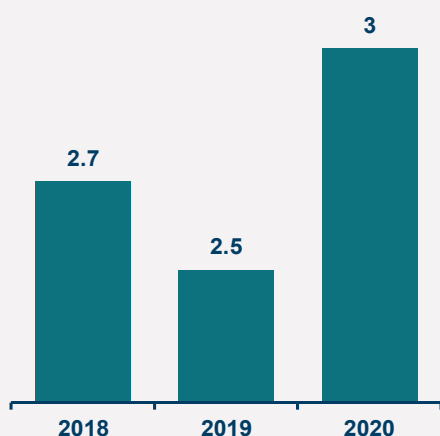
Nous prévoyons que le différentiel de croissance entre marchés émergents et développés se retournera en faveur des émergents au second semestre 2019, en raison du ralentissement probable du cycle économique américain et de la légère reprise des émergents. Comme en 2018, la performance économique des **marchés émergents sera principalement tirée par la demande intérieure** (consommation des ménages et investissements), plus que par la demande extérieure, sauf perturbation majeure dans les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine. En ce qui concerne les investissements en capital fixe, nous pourrions observer une certaine stabilisation/décélération résultant des tensions commerciales (déjà mises en œuvre ou prévues) qui ont affecté la confiance des entreprises et donc les décisions d'investissement (notamment en Asie du Nord et au Mexique). Les projets nationaux, notamment ceux visant à combler les lacunes en matière d'infrastructures - dont certains ont déjà été lancés en 2018 - se poursuivront en 2019 (notamment en Indonésie et aux Philippines).

En ce qui concerne la consommation, nous verrons une inflation très modeste et des économies plus proches de leur potentiel, ce qui devrait réduire les capacités inutilisées sur le marché du travail et soutenir les dépenses des ménages.

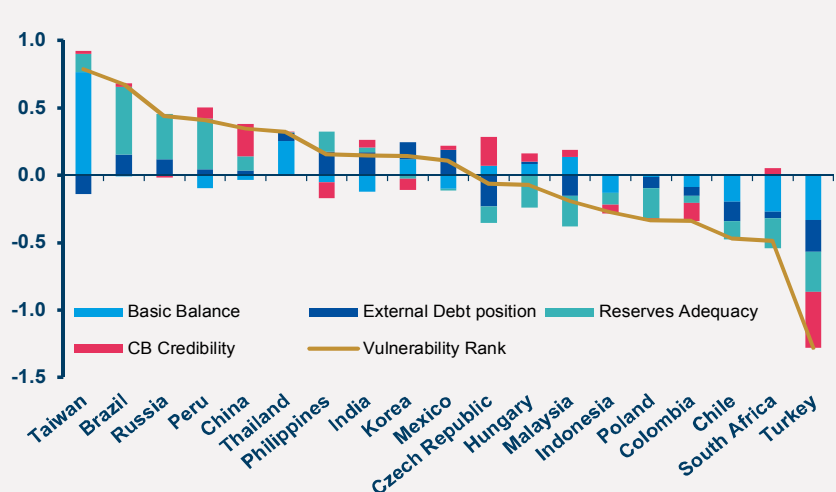
Gagnants et perdants : observer la dynamique commerciale et la solidité de la Chine...

2018 a été une année de changement dans la dynamique de la mondialisation à travers le monde. Une évolution vers moins de multilatéralisme est en cours, accélérée par le populisme et par des gouvernements plus nationalistes dans de nombreux pays. **L'évolution de l'environnement commercial mondial est devenu moins**

1/ Écart de PIB réel entre marchés développés et émergents (%)



2/ Classement Amundi de la vulnérabilité des pays émergents



Source : Recherche Amundi. Données au 15 octobre 2018.

certaine. D'un côté, il y a encore de bonnes pratiques à adopter pour essayer de maintenir la coopération mondiale : modernisation et implication de l'Organisation mondiale du commerce dans certains domaines qui sont aujourd'hui plus pertinents que par le passé (p. ex., les services) et conclusion d'accords régionaux nouveaux ou en cours d'élaboration, afin de construire un multilatéralisme plus adapté. Mais d'autre part, l'urgence pour les pays de défendre leurs propres cycles économiques contre la récente vague de protectionnisme et de volatilité sur le marché des changes incite à des représailles unilatérales qui pourraient devenir plus désordonnées dans un avenir proche (notamment les augmentations de droits d'importation en Inde et en Indonésie). L'évolution des mesures liées au commerce demeure très incertaine ; nous croyons qu'une escalade vers une guerre commerciale généralisée est possible, ce n'est cependant pas notre scénario de base, même si une forte amélioration et un recul des tarifs douaniers nous semblent également très improbables.

Les perspectives de la Chine sont cruciales dans un contexte de restriction des échanges commerciaux. Malgré les droits de douane américains sur une valeur de 250 milliards de dollars d'exportations chinoises, la croissance de la Chine devrait se maintenir grâce à une combinaison de mesures concernant la politique monétaire, budgétaire et du RMB.

Si des tarifs douaniers supplémentaires sur 267 milliards de dollars de marchandises sont mis en œuvre (couvrant la totalité des exportations chinoises vers les États-Unis), la Chine devra procéder à de nouvelles réductions de son ratio de réserves obligatoires ainsi qu'à des réductions des taux bancaires de référence. Elle devra aussi adopter une politique budgétaire plus agressive et déprécier le RMB davantage, pour compenser partiellement les éventuels dommages. En outre, des effets de contagion négatifs pourraient apparaître suite aux modifications de la chaîne d'approvisionnement chinoise, qui est profondément intégrée avec d'autres pays, principalement dans la région asiatique. Alors que nous nous attendons à ce que la Chine fasse plus d'efforts pour s'orienter vers le secteur manufacturier moyen et haut de gamme, le déplacement du bas de gamme et d'une partie du milieu de gamme vers d'autres marchés émergents pourrait s'accélérer. Des pourparlers stratégiques sont déjà en cours dans certains pays de la région, comme l'Indonésie, au sujet d'une éventuelle délocalisation de la production dans des secteurs tels que le mobilier.

... tout en se concentrant sur les pays moins vulnérables aux facteurs extérieurs et disposant de marges de manœuvre en matière de politiques économiques

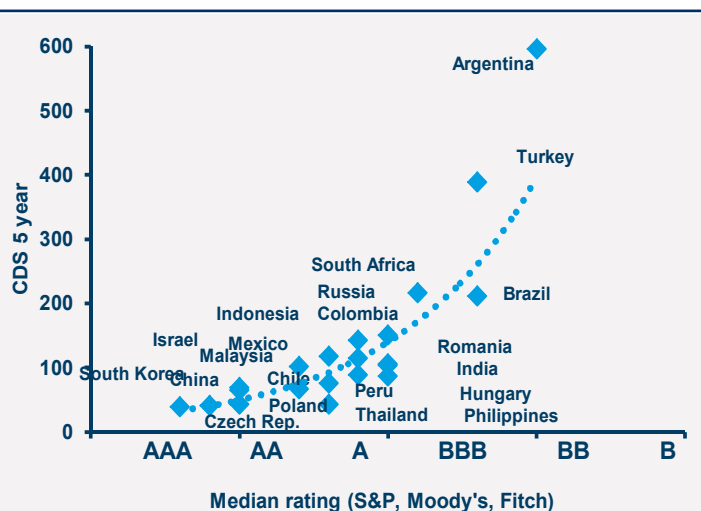
Depuis avril 2018, lorsque le dollar américain a commencé à se renforcer de manière plus convaincante, l'attention des banques centrales s'est clairement déplacée des considérations nationales vers des facteurs mondiaux/externes. Pour 2019, nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive tant que la Fed maintiendra un discours de resserrement monétaire. Toutefois, la détérioration des conditions macroéconomiques (essentiellement d'origine extérieure) devrait bientôt commencer à peser davantage sur les décisions des banques centrales. **Nous considérons les pays ayant la capacité de soutenir leur économie avec leur politique monétaire comme étant les moins vulnérables aux facteurs extérieurs** (plus sûrs dans un contexte de durcissement de la politique monétaire américaine), et des perspectives d'inflation plus stables dans la fourchette cible des banques centrales. En ce qui concerne leurs politiques budgétaires, les différents gouvernements devraient faire des progrès dans la mise en place de mesures fiscales tampons grâce à des trajectoires de dette soutenables, des objectifs budgétaires prudents et crédibles, des assiettes fiscales plus élevées, des politiques de subventions mieux ciblées (le cas échéant) et des règles budgétaires transparentes. À cet égard, nous ne pensons pas que l'objectif budgétaire de

3/ Capacité fiscale vs capacité de la politique monétaire des émergents

Capacité budgétaire			
Capacité de la politique monétaire	BASSE	MOYENNE	ÉLEVÉE
BASSE	Pologne, Turquie.	Mexique, Philippines, Afrique du Sud	Chili, Indonésie, Malaisie
MOYENNE	Brésil, Hongrie, Inde		Colombie, Rep. Tchèque
ÉLEVÉE		Chine, Corée du Sud, Thaïlande	

Source : Recherche Amundi, données au 15 octobre 2018.

4/ Niveaux des CDS vs notation des émergents



Source : Recherche Amundi. Données au 15 octobre 2018.

L'Argentine, tel que défini dans le plan révisé du FMI, soit crédible et financièrement réalisable ; à un moment donné il deviendra nécessaire de le renégocier. Ces tampons devront permettre à certains pays de mieux gérer le contexte de fin de cycle.

Obligations des marchés émergents

Après une année difficile, les conditions devraient s'améliorer progressivement tout au long de 2019. Dans la première partie de l'année, nous prévoyons toujours une certaine pression sur la classe d'actifs, car la Fed continuera à normaliser son bilan et à relever ses taux, dans un contexte de liquidité plus serrée qui est moins favorable aux actifs à risque. Les vulnérabilités externes doivent faire l'objet d'un suivi rigoureux au cours des prochains mois, car le durcissement des conditions financières peut entraîner des tensions, et ce, non seulement dans les pays les plus vulnérables, responsables des risques idiosyncrasiques de 2018, mais également à un niveau plus large. **En ce qui concerne la dette en devise locale, nous estimons que les valorisations ne sont pas particulièrement attractives pour la classe d'actifs** et nous prévoyons que les taux réels augmenteront en 2019, tout en demeurant légèrement inférieurs à la moyenne post-*tapering*. En matière de dette en devises fortes, notre objectif d'écart de taux pour l'EBMI en 2019 est proche de 400 points de base, légèrement supérieur aux niveaux actuels. En raison d'un contexte difficile pour les taux de change des pays émergents (voir page suivante), **notre préférence pour l'année à venir reste la dette en devise forte**. Dans la deuxième partie de l'année prochaine, nous prévoyons des conditions plus favorables tant pour la dette en devise forte qu'en devise locale, lorsque les signes d'un ralentissement de l'économie américaine se manifesteront, et que nous approcherons de la fin du cycle de durcissement de la Fed. Dans ce contexte, nous pensons que les obligations émergentes seront de nouveau sous les feux de la rampe, grâce également aux **rendements attractifs offerts aux investisseurs**. La sélection sera essentielle, avec une attention particulière à la soutenabilité de la dette, en particulier dans le secteur des entreprises. Enfin, il convient de noter que certains facteurs techniques pourraient affecter la classe d'actifs l'an prochain. En avril, les obligations chinoises seront intégrées au Bloomberg Barclays Global Aggregate Index. Or les étrangers ne détiennent actuellement que 2,3 % de ce qui est le troisième marché obligataire mondial en taille. De plus, en 2019, les pays du Conseil de coopération du Golfe (GCC) seront ajoutés au JPM EM USD Sovereign index. L'inclusion de la dette souveraine du Conseil de coopération du Golfe pourrait s'avérer être un stimulant majeur pour la région, peut-être aux dépens de pays à haut rendement. Que ce soit l'inclusion des pays du GCC ou de la Chine, les investisseurs mondiaux devraient voir une opportunité dans cet élargissement de la diversification.

Actions des marchés émergents

Cette année, les actions émergentes ont rencontré de nombreux obstacles en termes de croissance, de durcissement des liquidités et de hausse des taux américains. **Certains obstacles subsisteront en 2019** : le durcissement de la politique de la Fed au premier semestre, un ton plus dur de la part des banques centrales des pays émergents, le ralentissement de l'économie mondiale et les problèmes actuels liés aux échanges commerciaux. En outre, 2019 devrait à nouveau être une année **chargée pour l'agenda politique des marchés émergents** avec probablement une volatilité élevée. Par ailleurs, **les perspectives relatives aux produits de base constituent probablement un autre facteur à surveiller** : d'une part, la correction des cours du pétrole attendue en 2019 est un facteur négatif pour l'ensemble des actions émergentes, tant en termes de cours que de bénéfices, mais aussi pour les exportateurs de pétrole comme la Russie ; d'autre part, la baisse des cours du pétrole peut partiellement compenser le ralentissement de l'activité mondiale chez les importateurs de pétrole tels que l'Inde, les Philippines et la Turquie. Pour l'ensemble des marchés émergents, les valorisations sont neutres/légèrement bon marché par rapport aux niveaux corrigés des variations conjoncturelles. Cela signifie que la correction récente sur les marchés émergents a été trop brutale et que, malgré un cycle en décélération, **un potentiel de hausse subsiste**. Le positionnement des investisseurs n'est pas non plus excessif sur les marchés émergents, ce qui pourrait fixer un plancher à la baisse. En termes de **prévisions de bénéfices**, nous sommes plus prudents que le marché. 2018 a déjà été marqué par la décélération de la croissance des BPA. Si l'on considère que nous nous attendons à un scénario peu brillant en termes de demande mondiale, d'exportations des marchés émergents et de pétrole, les BPA des émergents devraient encore ralentir ; nos prévisions internes pour 2019 sont faibles (+4 %) et inférieures au consensus IBES (proche de +12 %). Des surprises positives pourraient provenir d'un rebond des matières premières hors pétrole (tant les métaux de base que l'agriculture) et d'une dépréciation de l'USD pondéré des échanges commerciaux par rapport aux devises émergentes, ce qui a historiquement profité aux BPA des marchés émergents.

En termes de styles, nous pensons que la **valeur** et, en particulier les **dividendes**, seront des facteurs clés à surveiller en 2019. Les actions émergentes à dividendes élevés se classent parmi les meilleures performances en cumul annuel, dans un contexte de perception accrue du risque. De nombreuses entreprises émergentes augmentent leur taux de distribution et nous pensons que le rendement restera favorable en raison d'un réajustement général pour faire face au ralentissement économique cyclique. Le rendement est très élevé en République tchèque, en Turquie, en Russie et à Taïwan, mais il augmente également dans d'autres pays comme la Turquie, l'Indonésie, les Philippines et la Chine. Il s'améliore également en Inde mais, malgré la récente correction, les valorisations sont encore un peu chères. Un autre facteur de surperformance en phase de fin de cycle est la **qualité**. Elle se réfère principalement aux entreprises affichant une rentabilité des fonds propres élevée et stable. En termes de rentabilité prévisionnelle des fonds propres, nous prévoyons de bons chiffres pour l'Indonésie, la Turquie, le Mexique et l'Inde, ainsi que quelques améliorations pour le Brésil.

L'ensemble des éléments décrits ci-dessus (politique, différends commerciaux, matières premières et perspectives de bénéfiques) détermineront les gagnants et les perdants sur le plan des actions émergentes. **Dans cette classe d'actifs, certains points d'entrée se concrétiseront potentiellement durant la seconde partie de l'année**, mais une approche très sélective restera essentielle pour éviter les écueils. Nos préférences géographiques pour l'année à venir sont :

- En **Asie**, la Chine, les Philippines, l'Indonésie et, partiellement, l'Inde. Ces pays présentent une bonne combinaison de fondamentaux favorables, de valorisations robustes et de solidité macroéconomique. Dans le cas de l'Indonésie, la vulnérabilité externe est à surveiller de près. L'Inde, l'Indonésie et les Philippines devraient également bénéficier de la baisse des cours du pétrole.
- En **Amérique latine**, le Brésil et le Pérou. Au Brésil, les fondamentaux se sont améliorés sur le plan des valorisations, de la rentabilité prévisionnelle et des dividendes, cependant certaines incertitudes entourent le programme de réformes qui sera mis en œuvre par le nouveau gouvernement.
- Dans la zone **EMOA**, nous sommes actuellement optimistes à l'égard de la Russie au vu de la conjoncture économique positive et des cours du pétrole, mais nous restons prudents pour 2019 en raison de la dynamique pétrolière. La Turquie semble très attrayante du point de vue fondamental, mais la décélération de la croissance due à la rigidité de la politique monétaire imposée par les fragilités du marché des changes fera dérailler la croissance du PIB au cours de l'année prochaine. Notre scénario de référence est donc celui d'une récession en 2019.

Devises émergentes : moteurs et perspectives

Nous restons prudents sur les marchés des changes émergents. Il sera très important, à notre avis, d'être sélectif parmi les pays qui affichent des valorisations favorables sur le marché des changes. Nous continuons à préférer les devises à portage élevé/faible volatilité qui sont moins exposées aux vulnérabilités externes et qui bénéficient de valorisations correctes (rouble, real brésilien, peso mexicain, renminbi, baht thaïlandais, won sud-coréen, roupie indienne).

Perspectives de l'USD	Nous prévoyons une appréciation marginale des devises émergentes par rapport à l'USD, principalement en raison de la sous-évaluation du MXN et, à notre avis, à l'appréciation du CNY (en cas d'absence d'escalade de la guerre commerciale). Le rapatriement des bénéfices des sociétés américaines continuera d'exercer une pression sur les marchés des changes émergents.
Rendements américains et taux réels émergents	Les taux réels devraient augmenter, en raison de la tendance au durcissement des banques centrales des marchés émergents. En ce qui concerne les taux américains, nous nous attendons à ce que le rendement américain à 10 ans reste stable l'année prochaine, mais chaque mouvement un peu brusque sera observé par les investisseurs et les banques centrales des pays émergents, ceux-ci étant considérés comme un risque pour les taux de change émergents.
Conflits commerciaux	Dans notre scénario de référence, les tensions sur le commerce persisteront, mais ne s'intensifieront pas. Cependant, la situation n'évoluera pas de manière linéaire et ces difficultés provoqueront probablement une dépréciation des devises dans les pays préoccupés par leur croissance intérieure.
Rôle du renminbi	Nous prévoyons une appréciation du renminbi à 6,7, celui-ci prenant une part croissante dans les réserves de change mondiales, à commencer par les banques centrales asiatiques. Ce point de vue pourrait être remis en question en cas d'escalade des tensions commerciales : une faiblesse accrue du CNY nuirait au reste du marché des devises des pays émergents.

MATIÈRES PREMIÈRES

L'offre restera la clé en 2019

L'essentiel

Les performances des métaux de base et du pétrole divergent de manière significative en 2018 (le pétrole a surperformé l'indice des métaux de base de plus de 30 %). C'est presque exceptionnel, même sur un marché aussi volatil que celui des matières premières; plusieurs facteurs importants expliquent toutefois cette rupture, la plupart étant liés à l'évolution du pétrole et qui devraient persister l'an prochain. Confirmant la tendance observée lors des périodes d'appréciation du dollar, les métaux de base ont souffert, la dégradation de la dynamique économique liée aux fortes tensions commerciales n'y ayant rien arrangé. De plus, la décélération de la diminution de la surcapacité des producteurs de métaux de base a constitué un frein pour ces matières premières.

Pétrole : pression haussière au premier semestre, baissière au second

Nos fourchettes cibles pour 2019 sont toujours de 65 à 75 USD pour le WTI et de 70 à 80 USD pour le Brent. Les prix du pétrole ont augmenté de façon significative en raison des préoccupations liées à l'approvisionnement (rétablissement des sanctions par Donald Trump sur l'Iran et situation politique au Venezuela). Jusqu'à présent, l'Iran a réduit ses exportations de pétrole de 0,9 mb/j depuis le mois d'avril, faisant craindre une pénurie mondiale. Par ailleurs, la production pétrolière réelle des pays de l'OPEP est très proche de la capacité totale de production du cartel, le ratio production/capacité de l'OPEP ayant atteint son niveau le plus élevé depuis 2008. Par conséquent, le prix du pétrole est très vulnérable aux perturbations de l'offre, car les possibilités d'ajustement de la production sont limitées et sans doute insuffisantes pour compenser des perturbations importantes en Iran et au Venezuela. La montée en flèche du pétrole depuis quelques mois s'inscrit dans ce contexte: le baril de Brent, qui est le plus sensible au Moyen-Orient, a franchi la barre des 80 USD. De plus, les producteurs américains de pétrole de schiste, qui, à la suite de l'effondrement de 2016 se sont redressés et ont, depuis, dynamisé leur production, sont désormais victimes de goulots d'étranglement liés aux pipelines et au transport du pétrole et ne peuvent par conséquent combler le déficit de production de l'OPEP et ainsi restaurer l'équilibre entre l'offre et la demande à court terme. La vulnérabilité aux ruptures d'approvisionnement perdurera donc dans les mois à venir et le risque demeure orienté à la hausse pour le premier semestre 2019. Nous n'anticipons pas de bond structurel à 100 USD/baril, car certains pays, notamment l'Arabie Saoudite au sein de l'OPEP et la Russie, collaborent tacitement et disposent de marges pour augmenter leur production en cas de besoin. Aux États-Unis, la production de pétrole de schiste devrait se reprendre si le secteur parvient à faire disparaître les goulots d'étranglement liés aux pipelines et au transport du pétrole. Le scénario le plus plausible est l'ajout de 3 mb/j supplémentaires dans le marché pétrolier de schiste des États-Unis d'ici la fin de 2019 ou au début de 2020. Ainsi la pression devrait repartir à la baisse au cours du second semestre 2019, compte tenu également des prévisions de décélération de la demande en 2020 sous l'effet du ralentissement économique.

Or : soutien historique et nouveaux obstacles pour les cours en 2019

L'or n'est pas surévalué et ses cours élevés sont soutenus par des tendances séculaires, à savoir le niveau important et toujours croissant de la dette dans le monde et l'extraordinaire expansion du bilan des banques centrales. Dans un tel contexte, l'or devrait toujours être considéré comme une couverture sérieuse pour se prémunir d'une crise financière et il est toujours perçu comme le refuge ultime et le dernier recours pour l'épargne mondiale. Cela étant dit, des obstacles ont récemment émergé concernant l'or et sa capacité de couverture: il ne s'agit pas uniquement de craintes liées aux hausses des taux réels, gonflés par l'action attendue de la Fed et qui ne soutiennent généralement pas l'or car il est en corrélation négative avec eux, mais aussi et surtout des tentatives et plans du gouvernement chinois pour remplacer le dollar américain par le yuan comme monnaie de refuge, du moins en Asie. La corrélation entre les cours de l'or et le yuan a grimpé à 80 % en 2018, ce qui suggère une sorte d'ancrage de la monnaie chinoise à l'or comme première étape, en vue de gagner en crédibilité sur les marchés financiers. L'escalade de la guerre commerciale et la récente dévaluation du renminbi ont nuí à la performance de l'or au cours des derniers mois, compensant partiellement sa capacité de couverture. **Les politiques chinoises devraient également affecter l'or l'an prochain en limitant le potentiel haussier attendu pour l'or** (la fourchette est de 1300 à 1350 pour 2019). Sur le long terme, l'or reste soutenu par le fait que nous sommes dans la phase de maturité des marchés financiers et que la probabilité d'un risque à la baisse pour l'économie a augmenté en 2018; dans un tel cas de figure, l'or a encore de solides arguments en sa faveur.

ACTIFS RÉELS

Attrait des sources de diversification à long terme

L'essentiel

Dans un contexte de taux d'intérêt bas, de perspectives de croissance favorables et de forte concentration dans certains secteurs des marchés traditionnels, les investisseurs continueront de chercher à diversifier leur portefeuille et à en améliorer le rendement. À notre avis, une allocation sélective à certains actifs réels peut aider à capter les primes de liquidité sur le marché, ainsi qu'à améliorer les rendements en se protégeant contre l'inflation étant donné les cash-flows récurrents dégagés par certains placements tels que l'infrastructure ou les biens immobiliers.

Les moteurs des actifs réels en 2019 devraient rester inchangés dans l'ensemble par rapport à l'an dernier. Dans un contexte de rendements faibles, en particulier en Europe, où il est peu probable que la BCE relève les taux avant le troisième trimestre 2019, les investisseurs sont structurellement plus enclins à investir dans des classes d'actifs alternatives qui, grâce à leur capacité à exploiter la prime d'illiquidité, peuvent potentiellement générer des revenus et des rendements supérieurs tout en diversifiant les risques. En conséquence, la collecte de fonds sur les marchés privés et les actifs réels, qui viennent de retrouver leur niveau d'avant la crise, pourraient même s'accélérer.

En ce qui concerne les obligations, les investisseurs se montrent toujours favorables aux solutions de **dette privée** et de continuum de crédit (qui combinent des instruments liquides et illiquides), étant donné les avantages qu'elles peuvent apporter aux portefeuilles, tant en termes de diversification (hors des zones les plus chargées du marché traditionnel du crédit) que d'amélioration potentielle du rendement. Nous prévoyons donc une accélération de la demande pour cette classe d'actifs au cours de l'année 2019. Au-delà des conditions du marché, la réglementation prudentielle dans le secteur financier pourrait également stimuler la demande en sources alternatives de financement pour compléter l'intermédiation des banques dans le financement de l'économie réelle.

Les investissements en actifs réels, en particulier dans **les infrastructures et l'immobilier**, peuvent servir de couverture structurelle contre l'inflation, ce qui constitue un facteur important pour les investisseurs puisque le risque d'une hausse de l'inflation est toujours d'actualité. En termes d'investissements dans **les infrastructures**, nous pensons que les perspectives seront maintenues grâce à l'importance accordée par les décideurs politiques au soutien de la reprise au-delà de l'actuelle phase cyclique. L'actuelle reprise économique en Europe pourrait également favoriser l'immobilier en raison de la demande d'espace et des perspectives d'augmentation des loyers (qui devrait être le principal moteur de la performance), en France, en Espagne, en Allemagne et au Benelux. Selon nous, des stratégies de gestion active de l'immobilier seront essentielles pour faire face aux valorisations actuelles élevées et essayer de se protéger contre les risques de hausse des taux d'intérêt.

Dans le domaine du **capital-investissement**, les perspectives sont plus difficiles. L'environnement macroéconomique complexe exige des investisseurs qu'ils soient encore plus sélectifs en termes de zones géographiques et d'entreprises cibles appropriées. L'Europe nous semble toujours bénéficier d'un contexte économique favorable et le capital-investissement devrait rester en vogue dans cette région. Cependant, il sera essentiel d'identifier les facteurs qui rendent une entreprise capable de créer de la valeur ajoutée pour les investisseurs sur le long terme. Parmi ces facteurs, on peut souligner : 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 à dégager 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. Pourtant, le capital investissement reste l'une des classes d'actifs les plus performantes sur le long terme. Pour les investisseurs disposant d'un horizon de placement

“ Dans un contexte de phase tardive du cycle, un rendement plus faible et un environnement d'investissement plus risqué obligeront les investisseurs à réévaluer leur allocation d'actifs, à accroître la diversification et à prendre en considération des actifs réels pour capter la prime de liquidité. La sélection deviendra de plus en plus importante pour se saisir des opportunités qu'un environnement plus difficile peut offrir aux investisseurs à long terme.”

suffisant (8 à 10 ans), nous pensons que le capital investissement reste une source précieuse de rendement et de prime d'illiquidité.

Compte tenu de l'ensemble des conditions, tant structurelles que de marché, examinées ci-dessus, nous estimons qu'à long terme, les actifs réels continueront de faire l'objet d'une demande soutenue. Selon les estimations récentes de Preqin, les actifs alternatifs sous gestion atteindront 14 000 milliards de dollars américains d'ici 2023, soit une hausse de 59 % par rapport aux 8 800 milliards de dollars à la fin de 2017. Parmi les tendances en hausse dans l'univers de l'investissement alternatif, on notera également l'importance accrue accordée aux considérations ESG en tant qu'élément clé d'identification des meilleures pratiques commerciales.

PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Stratégie et Recherche Économique

Prévisions PIB inflation						
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,7	2,0	2,5	2,4	2,3
Japon	0,9	1,2	0,4	1,0	1,0	1,2
Zone euro	1,9	1,6	1,6	1,8	1,9	2,0
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,5	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	1,0	0,9	0,9	1,2	1,5	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	3,8	5,1	4,8
Russie	1,8	1,7	1,7	2,8	4,4	4,0
Inde	7,7	6,8	7,0	4,2	4,6	5,1
Indonésie	5,1	5,3	5,4	3,2	3,8	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,5	2,7
Turquie	2,3	-1,0	1,5	16,8	18,4	11,0
Pays développés	2,2	2,1	1,7	2,0	2,0	2,0
Pays émergents	4,9	4,7	4,7	4,0	4,2	3,9
Monde	3,8	3,6	3,5	3,2	3,3	3,1

Dernière mise à jour le 7 novembre 2018

Prévisions de taux directeurs								
	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	0,50	0,75	1,50	2,25	3,00	3,00	3,00	3,00
Zone euro	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15
Japon	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	-0,10	0,00
Royaume-Uni	0,50	0,25	0,50	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00
Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,30	4,35	4,30
Inde	6,75	6,25	6,00	6,50	6,75	6,75	7,00	7,00
Brésil	14,25	13,75	7,00	6,50	6,50	6,65	6,75	8,20
Mexique	3,25	5,75	7,25	7,75	8,00	7,25	7,75	6,85
Russie	11,00	10,00	7,75	7,50	7,50	7,55	7,75	7,40
Turquie	7,50	8,00	8,00	24,00	24,00	24,50	24,00	21,80
Afrique du Sud	6,25	7,00	6,75	6,50	6,75	6,80	7,00	6,85

Source : Recherche Amundi

Taux 2 ans

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019	Forward + 12m.
US	1,04	1,18	1,9	2,84	2,90/3,1	3,13	3,01	2,9/3,1	3,26	3,06
Allemagne	-0,34	-0,8	-0,63	-0,62	-0,4/-0,3	-0,34	-0,5	-0,3/-0,2	-0,07	-0,37
Japon	-0,05	-0,19	-0,13	-0,13	-0,2/0,0	-0,07	-0,1	-0,1/0,1	-0,04	-0,1
RU	0,65	0,08	0,44	0,72	0,8/1,0	1,14	0,71	0,9/1,1	1,43	0,77

Taux 10 ans

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019	Forward + 12m.
US	2,27	2,45	2,42	3,11	3,10/3,25	3,33	3,17	3,10/3,20	3,41	3,19
Allemagne	0,63	0,11	0,43	0,39	0,55/0,65	0,87	0,49	0,55/0,65	1,07	0,57
Japon	0,25	0,05	0,05	0,12	0,15/0,25	0,15	0,17	0,10/0,20	0,16	0,21
RU	1,96	1,24	1,19	1,41	1,50/1,70	1,82	1,49	1,50/1,70	2,01	1,56

Prévisions de taux de change vs USD

	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,09	1,05	1,20	1,13	1,19	1,20	1,24	1,25
USD/JPY	120,3	116,6	113	113	109	110	105	108
GBP/USD	1,47	1,24	1,35	1,27	1,33	1,35	1,40	1,40
USD/CHF	1,00	1,02	0,97	1,01	0,98	0,97	0,93	0,96
USD/NOK	8,85	8,61	8,20	8,41	7,75	7,71	7,44	7,16
USD/SEK	8,43	9,08	8,18	9,18	8,40	8,39	7,60	7,84
USD/CAD	1,39	1,34	1,26	1,31	1,25	1,26	1,23	1,25
AUD/USD	0,73	0,72	0,78	0,71	0,75	0,73	0,76	0,75
NZD/USD	0,68	0,70	0,71	0,66	0,68	0,66	0,68	0,70

Prévisions de taux de change vs EUR

	Fin 2015	Fin 2015	Fin 2017	30/10/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,09	1,05	1,20	1,13	1,20	1,20	1,24	1,25
EUR/JPY	130,68	123,02	135	128	130	133	130	135
EUR/GBP	0,74	0,85	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
EUR/CHF	1,09	1,07	1,17	1,14	1,17	1,16	1,18	1,20
EUR/NOK	9,62	9,08	9,84	9,55	9,20	9,25	9,30	8,95
EUR/SEK	9,16	9,58	9,83	10,41	10,00	10,07	9,50	9,80
EUR/CAD	1,51	1,41	1,51	1,49	1,49	1,51	1,53	1,56
EUR/AUD	1,49	1,46	1,54	1,60	1,59	1,64	1,68	1,67
EUR/NZD	1,59	1,51	1,69	1,73	1,77	1,82	1,82	1,79

* Le consensus pour EUR/CAD, EUR/AUD et EUR/NZD est calculé indirectement car aucune prévision Bloomberg n'est disponible.

Source: recherche Amundi

Avertissement

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

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

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

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 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 - metamorworks; blackdovfx

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**

Contributeurs

AINOUZ Valentine, Stratégiste Taux et change

ARIAS Pedro Antonio, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs

BERARDI Alessia, Responsable adjoint de la Recherche Macroéconomique

BERTINO Claudia, Responsable Amundi Investment Insights Unit

BERTONCINI Sergio, Responsable de la Recherche Taux et change

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

BRARD Eric, Directeur du métier Fixed Income

CESARINI Federico, Stratégiste Multi-Asset

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

DELBÒ Debora, Stratégiste Actions

DRABOWICZ Alexandre, Responsable adjoint Actions

FIOROT Laura, Responsable adjointe Amundi Investment Insights Unit

FORTES Roberta, Stratégiste Change

GERMANO Matteo, Directeur du Métier Gestions diversifiées

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie Actions, Responsable adjoint de la Stratégie

MORTIER Vincent, CIO Adjoint Groupe

PIRONDINI Marco, Directeur Actions, États-Unis

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Stratégie Multi-Asset

SYZDYKOV Yerlan, Responsable des Marchés Émergents

TAUBES Kenneth J. Directeur des Investissements US

TROTTIER Laurent, Responsable de la Gestion ETF, Indicielle & Smart Beta

WANE Ibra, Stratégiste Actions

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la Recherche Macroéconomique

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

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche