

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT  
POUR MARCHÉS DIFFICILES**

**LE THÈME DU MOIS**

**DOUBLE CHOC SUR LES PERSPECTIVES  
DES PAYS ÉMERGENTS**

Research  
& Macro  
Strategy

## VUES DES CIO

## Stratégies d'investissement pour marchés difficiles

---

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

---

2018 n'aura pas été une année facile pour la construction des portefeuilles, ni pour les performances. Afin de remettre les choses en perspective, notre analyse montre qu'entre 2009 et 2017, 76 % des classes d'actifs en moyenne (y compris les différents marchés régionaux d'emprunts d'État, d'actions, d'obligations indexées sur l'inflation, de devises et de matières premières) ont enregistré des performances positives chaque année. En 2018, tout a changé : moins de 20 % des classes d'actifs devraient clôturer l'année en hausse, une première\*<sup>1</sup>. Les marchés commencent à anticiper un ralentissement de la croissance mondiale et un resserrement des conditions de liquidité, dans un environnement politique plus complexe que prévu (droits de douane et populisme). Les principales conséquences de ces changements sont des vulnérabilités au niveau des segments les plus tendus (valeurs de croissance et marchés du crédit) et de certains pays en proie à des situations particulières (Argentine, Turquie, Italie). En 2019, la politique des banques centrales continuera d'influencer de manière décisive le sentiment des investisseurs. Compte tenu du possible ralentissement de la croissance et de la dégradation des conditions financières, un peu de souplesse de la part de la Fed par rapport à ses projets de resserrement monétaire offrirait un peu d'oxygène aux marchés. La BCE devrait elle aussi se trouver dans une situation de plus en plus inconfortable pour relever ses taux comme elle l'a promis. Dans l'intervalle, le risque d'erreur politique restera important : jusqu'où peut aller la politique commerciale de Donald Trump ? Quelles peuvent être les implications pour les prix des facteurs de production et les marges des entreprises ? La croissance chinoise peut-elle résister ? Autant de questions qui peuvent alimenter la volatilité, mais également créer de nouvelles opportunités d'investissement.

Nous pensons qu'il sera possible d'augmenter la prise de risque sur certains segments du marché au moins pendant le premier semestre 2019, car les valorisations seront devenues plus attrayantes et l'essentiel de la réévaluation des rendements obligataires sera derrière nous. Un autre facteur de soutien pourrait se mettre en place si la Fed donne des signes d'assouplissement de sa politique. L'attrait des actions devrait se renforcer grâce aux perspectives positives des bénéficiaires, sur fond de rotation des thèmes du marché. Nous recommandons toujours une approche sélective axée sur la qualité et les valorisations (puis, plus tard dans l'année, sur les dividendes), en privilégiant toujours le marché actions américain. Nous identifions deux points d'entrée qui devraient permettre de bénéficier des dislocations de prix à l'œuvre cette année. Le premier se trouvera en Europe, une fois que le risque politique lié aux législatives européennes de mai aura diminué. L'autre opportunité intéressante pourrait se situer sur les marchés émergents, où la menace de la hausse des taux d'intérêt et du dollar devrait se dissiper avec les premiers signes d'un

ralentissement aux États-Unis. Dans ce contexte d'incertitude économique et politique, nous insistons toujours sur la gestion des pertes, car la préservation du capital sera le souci premier des investisseurs. Cela signifie qu'il faudra mettre l'accent sur la recherche *bottom-up*, afin de sélectionner des actions et des obligations dotées de fondamentaux plus robustes et pouvant résister aux marchés baissiers, et éviter toute concentration sur les segments les plus risqués du marché où la viabilité des performances pourrait être menacée (entreprises surendettées, actions surévaluées).

---

\*Analyse conduite sur 30 indices de classes d'actifs distinctes, à partir de données arrêtées au 20 novembre 2018.

BCE = Banque centrale européenne, ME = marchés émergents, MD = marchés développés.

## Nos convictions

### GESTION DIVERSIFIÉE

Les actifs risqués nous inspirent toujours de la méfiance. Les investisseurs ont intérêt à accroître la diversification géographique pour renforcer la résistance des portefeuilles au risque politique et à l'incertitude entourant les interventions de politique publique. Une stratégie consiste à miser sur la rotation des thèmes en Europe en privilégiant les actions sous-évaluées de l'UEM par rapport à l'ensemble du marché. Le Japon nous inspire aussi de meilleures perspectives, car le marché se caractérise toujours par des valorisations faibles, des positions peu nombreuses et une certaine résistance malgré une saison des résultats sans éclats. Nous maintenons une exposition limitée au risque sur le marché du crédit des pays développés.

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le fléchissement de la dynamique de croissance atténue les pressions en faveur d'une normalisation de la politique monétaire des banques centrales. Les raisons d'être sous-exposé en duration sont donc moins importantes et notre opinion est désormais neutre envers le marché américain (davantage concernant les créances hypothécaires/titres à garantie gouvernementale que les bons du Trésor). Pour le crédit, notre opinion est toujours prudente et nous privilégions les émetteurs moins endettés, moins vulnérables aux conséquences du resserrement des conditions de liquidité. En Europe, pour des raisons tactiques, nous avons encore renforcé notre niveau de prudence à court terme en raison des émissions attendues dans le secteur financier, mais nous sommes plus optimistes à moyen terme.

### ACTIONS

La saison des résultats du 3<sup>e</sup> trimestre confirme les bonnes perspectives des États-Unis, mais le paysage est plus contrasté pour l'instant en Europe et au Japon. La rotation en faveur des thèmes plus défensifs se confirme également, tout comme la correction de la domination des valeurs de croissance sur les actions sous-évaluées. Aux États-Unis, nous faisons preuve d'une grande circonspection vis-à-vis des actions à fort(e) croissance/momentum. En Europe, nous privilégions les entreprises dont les valorisations semblent excessivement sanctionnées et intègrent une (trop) grande faiblesse du bénéfice par action.

### ACTIFS RÉELS

Dans un monde de taux d'intérêt faibles, les investisseurs vont continuer d'être à l'affût de rendements et d'outils de diversification. Nous pensons qu'une allocation sélective aux actifs réels peut aider à capter des primes de liquidité sur le marché, à améliorer les revenus et à bénéficier d'une protection contre l'inflation grâce aux flux de trésorerie récurrents accompagnant certains placements, comme les infrastructures et l'immobilier. Ces deux segments (ainsi que les ressources naturelles) devraient être ceux qui enregistreront la plus forte croissance de leurs actifs au cours des cinq prochaines années.

## MACRO

## La croissance ralentit et les incertitudes politiques dominant

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

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

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

**G20: relâche temporaire mais significative des tensions commerciales sino-américaines.** À la suite des discussions du G20, Donald Trump a convenu avec Xi Jinping d'interrompre provisoirement les augmentations de droits de douane. Maintenant que les élections de mi-mandat sont passées, le Président américain pourrait en profiter pour conduire des négociations plus approfondies. Néanmoins, toute accalmie sera de courte durée. Le conflit entre les deux pays devrait repasser au premier plan en 2019, en raison des divergences entre leurs intérêts stratégiques (hautes technologies, droits de propriété intellectuelle, etc.) et parce qu'une grande partie de l'électorat américain soutiendra l'opposition à la Chine (souvenons-nous que la campagne des présidentielles 2020 commencera dès l'année prochaine). **Cycle économique américain: ralentissement en vue.** La Fed devrait marquer une pause dans le resserrement de sa politique monétaire en 2019. Si elle se poursuit, la hausse récente des spreads de crédit causera un resserrement des conditions de financement pour les entreprises très endettées. La situation sera alors prise au sérieux par la Fed, qui devra également tenir compte de l'érosion progressive des multiplicateurs budgétaires à prévoir l'an prochain. Depuis peu, le discours des membres du FOMC présente une tonalité accommodante. La communication de la Fed vise à préparer les marchés à un ajustement de ses projections de taux (les « dots ») en annonçant l'arrêt de son cycle de resserrement monétaire plus tôt que prévu. Cela rejoint nos anticipations et correspond, à ce stade, aux trois autres relèvements de taux que nous prévoyons (un en décembre et deux autres au premier semestre 2019). En revanche, ce changement de cap indique clairement que le risque est que la Fed intervienne moins.

**Europe: le brouillard s'épaissit dans le sillage de l'incertitude politique. Pas d'embellie avant le printemps?**

Dans la zone euro, la croissance ralentit mais devrait demeurer supérieure au potentiel. Les conditions monétaires sont toujours accommodantes, et les cours pétroliers reculent depuis peu. Seule réserve, la politique prend le pas sur l'économie, notamment en ce qui concerne le Brexit et le budget italien. **Au Royaume-Uni**, notre scénario principal prévoit la ratification de l'accord de retrait négocié par Theresa May. Même s'il est rejeté le 10 décembre, ce plan pourra toujours faire l'objet d'amendements (légers) et être soumis à un nouveau vote début 2019. La majorité des députés conservateurs eurosceptiques sont modérés et voteront probablement « pour » afin d'éviter un Brexit dur fin mars. Dans ce cas, le Royaume-Uni bénéficierait d'une période de transition prolongée, durant laquelle les règles commerciales resteraient inchangées. Avec la dissipation de l'incertitude, la croissance britannique devrait pouvoir regagner une partie de la dynamique cédée depuis mi-2016. **En Italie**, les tensions avec la Commission européenne devraient perdurer jusqu'au scrutin européen de mai 2019. D'ici là, la possibilité de nouvelles élections législatives n'est cependant pas à exclure. La Ligue continue de gagner en popularité par rapport au Mouvement 5 Étoiles, et cette tendance, si elle se confirme, pourrait déboucher (après de nouvelles élections) sur une coalition entre la Ligue et Forza Italia, laquelle mettrait sûrement un terme à certaines mesures de relance. Sur le front de l'économie, la croissance italienne a nettement ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre et les conditions de crédit bancaire commencent à se durcir. Il faudra surveiller attentivement la hausse des rendements obligataires, afin de voir si celle-ci resserre les conditions de crédit bancaire au point de peser sur les perspectives économiques. Les risques pour la croissance sont baissiers.

“La volatilité restera élevée sous l'effet des risques politiques.”

## Le point de vue des stratégestes

### Réévaluation du crédit en EUR

Réévaluation plus importante du crédit européen sur fond d'affaiblissement des marchés actions et d'incertitudes politiques. **Les valorisations se sont nettement améliorées** tandis que les positions ont continué de s'alléger, les intervenants poursuivant la réduction de leurs expositions. Le marché primaire a connu de premiers signes encourageants d'augmentation de l'activité au niveau d'émetteurs européens et financiers, mais cela n'a pas suffi pour relancer le marché secondaire et empêcher une altération de la liquidité et de l'activité causée par la réduction des expositions au risque. Dans l'ensemble, **les banques de l'UE ont publié des résultats positifs aux stress tests de 2018**, illustrant la situation robuste du secteur bancaire européen avec une nette amélioration des fonds propres et de la qualité des actifs par rapport aux tests effectués deux ans plus tôt. Parmi les émetteurs non financiers, la saison des résultats a confirmé la solidité globale des indicateurs de crédit, le levier se maintenant à des niveaux historiquement faibles.

La **décision de S&P** (révision de la perspective, et non de la note de l'Italie) a représenté une surprise partiellement positive. En l'occurrence, les titres à échéance courte ont surperformé les échéances longues et moyennes après cette intervention, confirmant la persistance du thème de la quête de rendement sur ce segment. Toutefois, la confrontation qui s'en est suivie entre le gouvernement italien et la Commission européenne a entretenu des pressions et de la volatilité au niveau des émetteurs de la périphérie. Pour conclure, et bien que le sentiment soit toujours à la méfiance envers les actifs risqués, **la combinaison de valorisations plus intéressantes, d'indicateurs de crédit toujours solides et de positions de marché allégées plaide globalement en faveur des obligations privées à terme**. Dans l'immédiat, le marché devrait évoluer principalement au gré des événements politiques et des prochaines indications de la BCE concernant les réinvestissements de l'an prochain. En cette phase de fin de cycle, il est important de rester concentré sur la sélection des titres en évitant les émetteurs surendettés et en surveillant la liquidité du marché.

## GESTION DIVERSIFIÉE

## Miser sur la diversification géographique selon une approche prudente

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

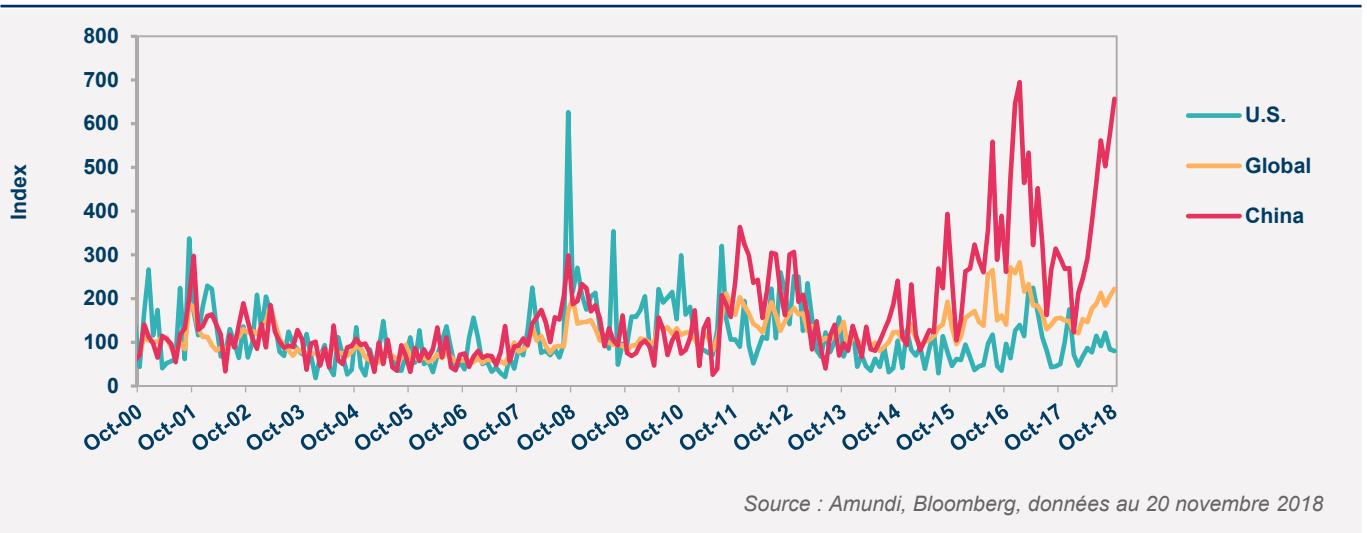
Jusqu'à présent, les investisseurs ont dû faire face à des valorisations élevées et des performances faibles en 2018. Quels sont donc les principaux thèmes à prendre en compte dans l'allocation d'actifs ces prochains mois? Premièrement, les conditions de **fin de cycle** sont toujours en place (caractérisées par un ralentissement de la croissance, une légère hausse de l'inflation et un pic de la croissance des bénéfices). Deuxièmement, l'accroissement des **risques géopolitiques et idiosyncratiques** continue d'assombrir le moral des marchés. Par conséquent, nous confirmons notre recommandation de **faible exposition absolue aux actifs risqués**. Néanmoins, ces derniers se trouvent toujours dans la « **dernière course** », d'où la possibilité de miser sur des opportunités tactiques ou d'investir sur des marchés sous-évalués comme les actions japonaises ou le style valeur dans l'UEM. D'un autre côté, les investisseurs ont intérêt à réduire leur exposition aux actifs onéreux, en particulier les segments du crédit où les spreads ne rémunèrent pas suffisamment le risque de marché et la liquidité en baisse. La dégradation des perspectives de liquidité, dans un contexte de faiblesse des performances attendues, est une des difficultés que devront surmonter les investisseurs en se focalisant sur l'efficacité de la diversification et de la gestion de la liquidité.

“ Les thèmes géopolitiques à l'œuvre dans le contexte de resserrement des conditions de liquidité nécessitent une allocation prudente aux actifs risqués.”

## Idées à conviction forte

L'importance des incertitudes actuelles plaide pour une attitude prudente vis-à-vis des actifs risqués. Notre opinion demeure légèrement positive/proche de la neutralité concernant les actions, mais dans le cadre d'une exposition géographique diversifiée et très axée sur la valeur. Nous privilégions notamment des segments moins exposés aux risques géopolitiques actuels, comme par exemple le Japon, qui résiste malgré une saison de résultats décevante et se trouve assez peu concerné par les litiges commerciaux des États-Unis et de la Chine, ainsi que par la crise politique européenne. Cet aspect, conjugué à des valorisations raisonnables et des positions

## Hausse de l'incertitude politique



modestes sur le marché, fait de l'indice NIKKEI une opportunité intéressante. Les actions américaines nous inspirent toujours un biais positif, car leur profil est attrayant au regard des fondamentaux macroéconomiques (perspectives de croissance, bénéfiques et rachats d'actions). En Europe, notre préférence va à l'indice EMU Value dans le cadre d'une approche défensive, car ses valorisations sont faibles et les facteurs techniques favorables.

Nous privilégions la Chine à l'ensemble des marchés émergents, car l'attitude proactive de Pékin (mesures de soutien à travers différents canaux) devrait suffire pour maintenir la croissance sur les rails (principalement face aux risques émanant de la menace des droits de douane).

Sur les marchés des emprunts d'État, nous pensons que les investisseurs doivent maintenir une légère sous-exposition à la courbe allemande (où les rendements pourraient atteindre un plancher, puis se redresser); en revanche, nous sommes plus optimistes envers les bons du Trésor américain, qui pourraient bénéficier de leur statut de valeur refuge dans les phases de volatilité du marché. Nous recommandons également les stratégies exposées aux surprises sur le front de l'inflation (obligations indexées sur l'inflation) en cette phase de fin de cycle. Dans la confusion toujours élevée qui règne au sujet du Brexit, les taux britanniques sont sujets à des corrections; toutefois, les conditions sont encore favorables à une exposition défensive aux taux réels à 10 ans du Royaume-Uni. Au niveau du crédit, notre opinion est neutre. Nous allégeons notre exposition depuis quelques mois en raison de la cherté des valorisations, de l'accroissement des risques politiques et de la dégradation de la liquidité.

### Risques et couverture

Une exposition à l'or est toujours recommandée, afin de couvrir le risque d'escalade des tensions géopolitiques et de tirer bénéfice de l'assouplissement éventuel de la position de la Fed. En cas de pics de volatilité, le yen aura tendance à surperformer le dollar américain. Nous recommandons également la mise en œuvre de stratégies d'options pour acquérir une protection contre le creusement des *spreads* dans l'univers du haut rendement.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Resserrement de la liquidité sur les marchés du crédit

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

#### Évaluation globale

L'année a été difficile pour les investisseurs obligataires, qui ont dû faire face à la hausse des taux américains, à des crises idiosyncratiques (Italie, marchés émergents) et à la réévaluation des marchés du crédit. Pour l'an prochain, la trajectoire de politique monétaire aura un poids déterminant: si, comme nous le pensons, la Fed marque une pause dans son cycle en raison du risque de ralentissement économique lié aux questions commerciales, les conditions pourraient alors s'améliorer pour les adeptes d'une gestion obligataire active. Les leviers permettant de bénéficier de dislocations de prix seraient plus nombreux qu'en 2018 (creusement des *spreads* émergents/du crédit, baisse des devises émergentes). Les taux restent exposés à certaines tensions haussières à court terme, car le marché du travail américain est toujours très tendu. Mais l'essoufflement de la dynamique de la croissance mondiale devrait finir par toucher aussi les États-Unis, ce qui aura tendance à générer des pressions baissières sur les taux dans le contexte de la fin du cycle et de l'incertitude élevée des marchés. Nous recommandons donc une position plus proche de la neutralité sur la durée, en particulier aux États-Unis. Concernant le crédit, notre opinion est prudente, car la hausse des taux et le resserrement de la liquidité pénalisent la classe d'actifs. La sélection des titres est déterminante, tout comme l'attention portée à la dynamique de la dette (pour éviter les cas de surendettement). Si la Fed adoucit le ton, les ME peuvent redevenir des sources de portage intéressantes, mais les investisseurs doivent se préparer à de la volatilité et se concentrer sur des horizons de placement appropriés.

## Obligations d'État des marchés développés

La nécessité d'un positionnement très défensif sur les obligations « cœur » devient moins évidente, car aux États-Unis les taux réels ont été réévalués à la hausse et le marché anticipe entièrement la trajectoire de resserrement de la Fed, tandis qu'en Europe, la BCE aura de plus en plus de mal à relever ses taux face au ralentissement de l'économie. Nous recommandons donc de maintenir une exposition quasiment neutre à la durée. Selon nous, les investisseurs doivent essayer de bénéficier des mouvements des courbes de taux et de positions en valeur relative. Au niveau des courbes, nous privilégions les expositions à l'aplatissement dans l'UE et à la pentification aux États-Unis. Les obligations du marché américain exposées à l'inflation sont toujours intéressantes. Dans l'UE, notre opinion est neutre envers les obligations périphériques et prudente vis-à-vis de l'Italie, mais nous pensons que de nouvelles opportunités vont apparaître en 2019 après le creusement des spreads.

## Crédit

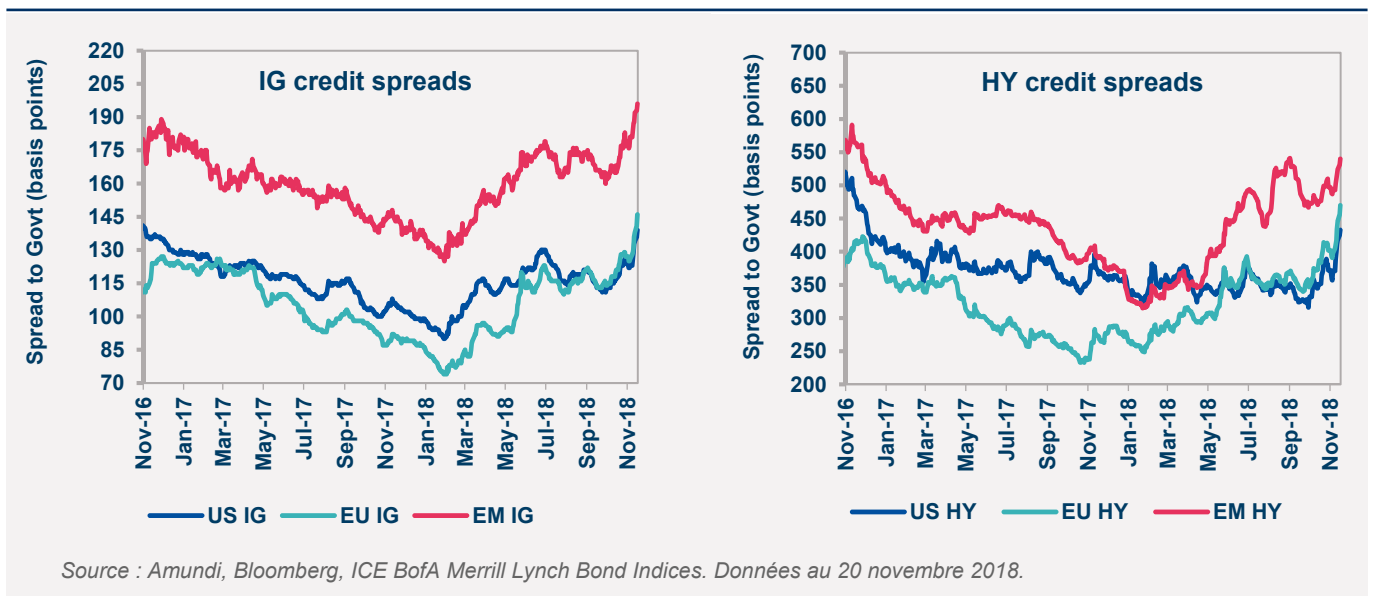
Les fondamentaux et les valorisations sont favorables au crédit en EUR, mais nous recommandons une sous-pondération tactique dans la perspective de nouvelles émissions dans le secteur financier. Les valorisations élevées nous inspirent de la prudence sur le marché américain. La sélection des titres et la qualité jouent toujours un rôle décisif. Des opportunités pourraient apparaître au cas par cas dans l'univers américain des obligations industrielles IG à échéance longue (secteurs de l'énergie et des télécommunications). Prudence à l'égard du haut rendement, plus exposé aux risques idiosyncratiques et cher dans l'ensemble.

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

## Obligations des marchés émergents

Les perspectives à court terme sont toujours difficiles. L'appétit pour le risque est faible, dans un contexte de ralentissement de l'économie en Chine et dans l'ensemble du monde. Il est donc conseillé de réduire l'exposition au risque dans la classe d'actifs (par ex. au Mexique, qui s'est bien redressé après la signature de l'AEUMC), sans oublier de privilégier quelques opportunités de valeur au cas par cas dans des pays ou secteurs survendus. Les obligations des ME devraient redevenir plus attrayantes en 2019, car les relèvements de taux américains deviendront moins nécessaires et l'essentiel de l'appréciation de l'USD sera intégrée par le marché. Le dollar fort pénalise la dette émergente en devise locale, où les collectes vont certainement ralentir. Prudence donc, sur ce segment. Les obligations d'entreprises émergentes résistent pour l'instant et conservent notre préférence par rapport aux emprunts d'État.

## Creusement des spreads sur les marchés du crédit





## Marché des changes

Notre opinion est toujours positive à l'égard de l'USD, en raison des divergences persistantes entre les approches des banques centrales. Nous sommes neutres concernant la GBP, exposée à une importante volatilité

## ACTIONS

### Forte rotation des thèmes de marché

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

### Évaluation globale

La correction de ces dernières semaines a confirmé une rotation des thèmes du marché actions (de croissance à 'Valeur' et des actions cycliques aux plus défensives). Selon nous, cette tendance devrait se poursuivre malgré la croissance robuste des bénéfiques, car la volatilité devrait s'accroître à mesure de développement du cycle.

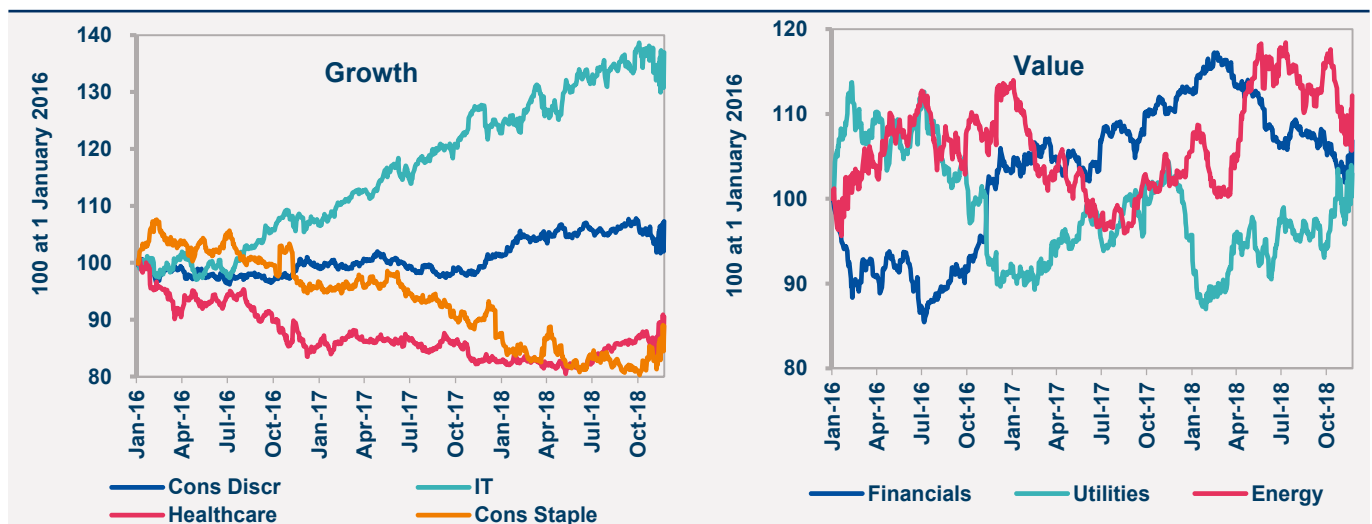
### Europe

Pour la première fois depuis dix ans, le style valeur a surperformé pendant une correction de marché. La saison des résultats confirme la croissance positive des bénéfiques, mais celle-ci a été inférieure aux attentes, et au lieu de récompenser les bons élèves, le marché a préféré sanctionner ceux dont les chiffres n'étaient pas à la hauteur. Les rapports de résultats indiquent que les trois principaux facteurs ayant pesé sur les bénéfiques dans l'indice Stoxx600 ont été la hausse des coûts des facteurs de production, la guerre commerciale/les droits de douane et la dynamique du taux de change. Ces facteurs doivent donc continuer d'être surveillés dans le cadre de la sélection des valeurs. Les investisseurs doivent privilégier les entreprises dont les valorisations semblent excessivement sanctionnées et intègrent une (trop) grande faiblesse du bénéfice par action (BPA).

### États-Unis

Les actions américaines ont corrigé au mois d'octobre et affiché une importante rotation des thèmes en défaveur des valeurs à fort(e) croissance/momentum. Des ajustements peuvent encore survenir à court terme dans le

### MSCI World – Secteurs Growth et Value



Les performances sont exprimées en termes de rendements supérieurs à l'indice de référence Rebasé à 100 au 31 décembre 2015. Source : Recherche Amundi, Bloomberg. Au 22 novembre 2018.

sillage du léger ralentissement de l'activité industrielle, mais dans l'ensemble, la tendance haussière du marché ne semble pas en danger. Par le passé, les marchés baissiers sont apparus dans un contexte de récession (sauf en 1987) : or nous n'observons pas de signes avant-coureurs d'une récession. Les entreprises ont publié de très bons résultats pour le 3e trimestre. Parmi les 90 % d'entreprises du S&P 500 ayant déjà publié leurs rapports, le BPA s'inscrit en forte hausse (+27 %), de même que la croissance des chiffres d'affaires (+12 %). L'augmentation des BPA n'est pas seulement due à la réforme fiscale : les bénéfices avant impôt ont enregistré une progression annuelle de 14 % au cours des trois premiers trimestres de 2018. L'an prochain, la croissance bénéficiaire devrait se normaliser et le marché évaluera scrupuleusement la durabilité des résultats. Les marges subiront des pressions accrues émanant des droits de douane, de la hausse des taux d'intérêt, d'un possible aplatissement de la courbe des taux et de l'augmentation des coûts des facteurs de production, notamment des salaires. Les dépenses d'infrastructure et la réglementation du segment pharmaceutique/soins de santé après les élections de mi-mandat sont des domaines à surveiller et une grande attention devra être portée à la sélection des valeurs. Sur le plan sectoriel, les biens d'équipement, la rénovation et la remise en état (financée par emprunt), les services financiers et les télécommunications offrent le meilleur potentiel de création de valeur.

“Les marchés anticipent un scénario de croissance et de bénéfices trop négatif.”

## Marchés émergents

Le sentiment manque toujours de netteté. Aucun grand déséquilibre macroéconomique n'est en vue ; toutefois, la classe d'actifs est pénalisée par la dynamique affaiblie des économies (et des bénéfices), ainsi que par l'incertitude entourant l'ampleur du fléchissement de la croissance chinoise. Les valorisations sont attractives et un rebond semble possible d'ici la fin de l'année en cas de mouvement de soulagement touchant l'ensemble des actions. En revanche, un redressement structurel nécessitera au préalable une stabilisation de l'USD, un apaisement des différends commerciaux et la non-réalisation du risque d'atterrissage forcé de la Chine. L'issue des élections américaines de mi-mandat (qui signifie moins de relances budgétaires) et l'absence de dégradation des conditions commerciales sont des facteurs potentiellement positifs à surveiller l'an prochain. Par thématiques, le pétrole nous inspire maintenant plus de prudence en raison des pressions liées aux dernières mesures des États-Unis concernant les importations de pétrole iranien. Nous privilégions le Brésil et le Mexique, mais à condition de surveiller l'évolution des réformes (au Brésil) et les mesures qui devront être prises en faveur des marchés (au Mexique). Notre opinion est favorable concernant la Russie.

## ACTIFS RÉELS

### Pourquoi une allocation (sélective) aux actifs réels

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

#### Des sources de diversification à long terme

Les moteurs des marchés des actifs réels en 2019 devraient être assez proches de ceux de cette année. Dans un environnement de taux faibles (notamment en Europe, où la politique de la BCE reste globalement accommodante), les investisseurs ont structurellement tendance à investir plus dans des classes d'actifs alternatives, pouvant générer des performances et des revenus plus élevés grâce à leur aptitude à capter les primes d'illiquidité, tout en contribuant à la diversification des risques. Les investissements sur les marchés privés et les actifs réels, qui viennent tout juste de revenir à leurs niveaux d'avant la crise, pourraient donc même s'accélérer davantage.

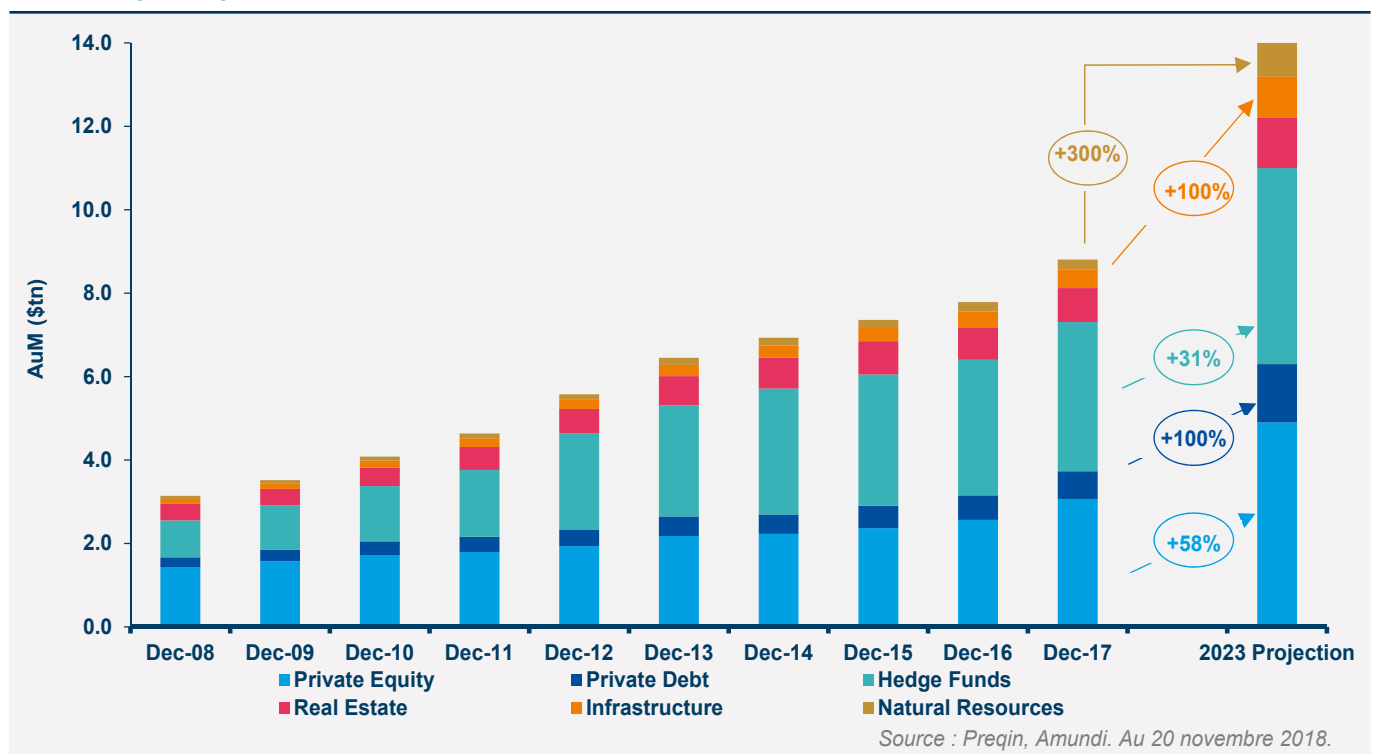
Parmi les obligations, les investisseurs ont toujours un avis positif à l'égard de la **dette privée** et des solutions de continuum de crédit (combinant des instruments liquides et illiquides) en raison des avantages qu'elles peuvent procurer en matière de diversification (moins recherchées que certains segments du crédit traditionnel) et d'augmentation des rendements. Nous anticipons donc une accélération de la demande pour cette classe d'actifs l'an prochain. Outre les conditions de marché, la réglementation prudentielle du secteur financier pourrait aussi continuer de doper la demande en sources de financement alternatives pour compléter l'intermédiation bancaire dans l'économie réelle.

Les investissements en actifs réels, en particulier dans les **infrastructures** et l'**immobilier**, peuvent également offrir une couverture potentielle contre l'inflation, qui fait partie des grandes préoccupations des investisseurs étant donné le risque d'accélération de la hausse des prix. Selon nous, les investissements en infrastructure offrent des perspectives durables en raison de la volonté politique de soutenir la reprise au-delà de la phase actuelle du cycle. Les perspectives économiques de l'Europe pourraient également bénéficier au secteur immobilier, en raison de la demande en espaces vacants et de la hausse prévue des loyers (qui devrait être le principal moteur de la performance) en France, en Espagne, en Allemagne et au Benelux. Selon nous, les stratégies actives de gestion immobilière sont décisives pour surmonter le niveau actuellement élevé des valorisations et se protéger contre le risque futur de hausse des taux d'intérêt. Les perspectives sont plus compliquées sur le **private equity**. La complexité de l'environnement macroéconomique nécessite une sélectivité encore plus grande au niveau des marchés géographiques et des entreprises ciblées. L'Europe nous semble toujours bénéficier d'un contexte économique favorable et le capital-investissement devrait rester demandé dans cette zone. Toutefois, il est essentiel d'identifier les facteurs qui permettent à une entreprise de créer de la valeur ajoutée pour les investisseurs sur le long terme. Parmi ces facteurs, nous mettons particulièrement l'accent sur : la qualité de l'équipe de direction et son implication dans la structure du capital ; des fondamentaux solides et un historique de rentabilité ; la capacité de bénéficier d'un avantage concurrentiel grâce à une croissance organique régulière et à des projets ambitieux de croissance externe grâce à l'internationalisation ; une approche flexible et la capacité de s'adapter rapidement à l'évolution de l'environnement d'activité. Notons cependant que le private equity reste l'une des classes d'actifs les plus performantes sur le long terme. Pour les investisseurs dotés d'un horizon de placement assez long (8-10 ans), le private equity demeure une source précieuse de performance et de prime d'illiquidité. Compte tenu de l'ensemble de ces conditions structurelles/de marché, nous pensons qu'à long terme, les actifs réels devraient continuer de faire l'objet d'une demande soutenue.

“Les prévisions relatives aux actifs réels indiquent une croissance forte au cours des cinq prochaines années.”

Les dernières prévisions de Preqin estiment que l'encours sous gestion investi en actifs alternatifs atteindra 14 000 milliards USD en 2023 contre 8 800 milliards USD fin 2017, soit une hausse de 59 %. Enfin, soulignons, parmi les tendances croissantes de l'investissement alternatif, l'intérêt plus marqué porté aux aspects ESG, qui sont considérés comme décisifs dans l'identification des meilleures pratiques.

**Encours gérés par classe d'actifs**



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

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

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

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

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

### DEVICES ET ACTIFS RÉELS

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

### LÉGENDE

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

Source: Amundi, 20 novembre 2018. Les perspectives de performance à 3-6 mois reflètent nos opinions de recherche basées sur le rendement attendu de chaque classe d'actifs. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. **Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.**

## LE THÈME DU MOIS

# Double choc sur les perspectives des pays émergents

ALESSIA BERARDI, Responsable Adjoint de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 4/12/2018

### L'essentiel

En 2019, nous anticipons un certain ralentissement économique jusqu'au milieu de l'année, suivi d'une légère ré-accélération au second semestre (en l'absence de scénario de récession en Chine et aux États-Unis).

Ces perspectives plus sombres, mais toujours positives, nous ont conduits à évaluer quel type de « policy mix » peuvent se permettre les différents pays émergents si les conditions économiques s'écartent plus sensiblement de notre scénario central.

Nous estimons que les pays dont la politique monétaire pourrait s'avérer plus favorable sont ceux qui sont les moins vulnérables aux facteurs extérieurs et qui sont dotés de prévisions d'inflation mieux ancrées. D'un autre côté, les réserves budgétaires constituées permettront aux pays émergents de mieux faire face aux temps difficiles à venir.

Depuis la mi-2018, les conditions macroéconomiques mondiales se sont détériorées à tel point que nous avons dû revoir notre scénario principal à la baisse en termes d'anticipations de croissance. Depuis le début de l'année, nous ne cessons de relever la probabilité de risque baissier de nos projections, éliminant quasiment tout risque haussier. À l'heure actuelle, la probabilité de risque baissier est de 25 % contre 5 % pour une hausse. Le prolongement d'un cycle solide aux États-Unis aura permis au différentiel de croissance entre marchés émergents et développés de devenir nettement favorable à ces derniers.

**Pour 2019, nous anticipons un certain ralentissement économique jusqu'au milieu de l'année, suivi d'une légère ré-accélération au second semestre (en l'absence de scénario de récession en Chine et aux États-Unis).** La performance économique et financière des marchés émergents en 2018 a subi l'impact de deux chocs, à savoir d'une part une politique commerciale désorientée, en rupture avec le processus de la mondialisation, et de l'autre, la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Certes, cette dernière n'est pas une surprise ; mais l'appréciation brutale du dollar depuis le mois d'avril a tout de suite modifié la perspective de nombreuses banques centrales de pays émergents à cause de son impact sur leurs marchés financiers domestiques (actions et dette en devise locale, principalement). Ce n'est que récemment que le Président de la Fed Jerome Powell semble avoir adopté une rhétorique plus accommodante, annonçant une probable fin du cycle de resserrement monétaire plus tôt que prévu. Néanmoins, les tensions commerciales, et notamment l'approche de confrontation choisie par la Maison Blanche vis-à-vis des pratiques commerciales chinoises (jugées parfois inéquitables), continuent d'entretenir des risques géopolitiques élevés dans l'ensemble du monde et soutiennent le dollar américain en tant qu'actif stratégique, ce qui limite les chances d'issue plus positive pour les marchés émergents à court terme.

D'un point de vue structurel, le monde se dirige de toute évidence vers moins de multilatéralisme, et l'avenir des conditions du commerce international est devenu plus incertain. Toutefois, il reste encore des bonnes pratiques à suivre afin de maintenir une sorte de coopération, comme la modernisation de l'OMC et/ou la signature d'un plus grand nombre d'accords régionaux sur mesure.

Ces perspectives plus sombres, mais toujours positives, nous ont conduits à évaluer quel type de « policy mix » peuvent se permettre les différents pays émergents si les conditions se dégradent et s'écartent plus sensiblement de notre scénario central. D'un côté, il est utile de savoir quelles banques centrales disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour faire marche arrière et assouplir leur politique afin de soutenir le cycle économique, en équilibrant des anticipations d'inflation mal ancrées (impact important de la devise) et des vulnérabilités

externes toujours élevées. D'un autre côté, il est bon de savoir quels pays peuvent bénéficier en ce moment d'une politique budgétaire prudente conduite ces dernières années.

Au cours de l'année 2018, un changement de perspective net s'est opéré pour les banques centrales des pays émergents: l'attention s'est déplacée des considérations nationales qui dominaient en tout début d'année, vers des facteurs plus globaux/extérieurs orientant la politique monétaire depuis avril 2018 lorsque le dollar s'est renforcé de manière plus significative.

Cette tendance devrait se poursuivre l'an prochain, jusqu'à ce que le terme du cycle de resserrement de la Fed devienne plus clair. Cependant, la détérioration actuelle du contexte macroéconomique (essentiellement d'origine extérieure) commencera bientôt à peser davantage sur les décisions de politique monétaire des pays émergents, conditionnant autant que possible leur future trajectoire monétaire. Nous considérons que les pays dont la politique monétaire est en mesure de soutenir davantage le cycle économique sont les moins vulnérables aux facteurs extérieurs (plus sûrs dans un contexte de hausse du dollar) et disposent de prévisions d'inflation mieux ancrées (perspectives d'inflation plus stables, dans ou proches de la fourchette cible des banques centrales). Cela étant dit, les autorités monétaires ont intérêt à préserver la flexibilité de leur devise, sachant que la volatilité des taux de change doit être strictement surveillée. Afin qu'une économie se développe bien, le taux de change doit demeurer l'ultime amortisseur de chocs et les interventions sur les devises ne devraient être permises que dans des contextes de taux de changes très désordonnés et hautement volatils.

En ce qui concerne le soutien budgétaire, les gouvernements qui ne l'ont pas fait doivent réaliser des progrès dans la mise en place de réserves grâce à des trajectoires de dette plus 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 plus transparentes. Quand les objectifs budgétaires sont fixés avec des institutions externes (comme le FMI), ceux-ci doivent être crédibles et réalistes, ce qui n'est pas le cas, selon nous, du nouveau plan du FMI pour l'Argentine. Celui-ci devra probablement être renégocié tôt ou tard. Les réserves budgétaires constituées par les États permettront aux marchés émergents de mieux faire face aux temps difficiles à venir.

### Marge politique des émergents (portée des politiques monétaires et budgétaires)

		Capacité de la politique budgétaire		
		Basse	Moyenne	Haute
Capacité de la politique monétaire	Basse	Pologne, Turquie	Philippines, Afrique du Sud	Mexique, Colombie, Indonésie
	Moyenne	Brésil, Hongrie, Inde		Chili, République Tchèque, Malaisie, Pérou, Russie
	Haute		Chine, Corée du Sud	Thaïlande

Source: Recherche Amundi, au 15 novembre 2018

## Les principaux facteurs de risque

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

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

<p>Risque # 1</p>	<p><b>40 %</b> probabilité</p>	<p><b>Nouvelle montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</b></p>
<p><b>Analyse</b>   Les États-Unis et la Chine ont interrompu les hostilités après un accord temporaire conclu par le président Trump et le président Xi lors de la réunion du G20 en Argentine. L'augmentation prévue des droits de douane en janvier 2019 a été suspendue et le risque d'une extension supplémentaire au reste des importations américaines en provenance de Chine (267 milliards de dollars) semble également avoir été repoussé, tandis que les négociations ont repris, et que la Chine semble prête à respecter certains des engagements avant la fin du délai de 90 jours. A minima, ceci devrait contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme, tandis que les effets directs sur le commerce seront moins prononcés et que le sentiment du marché s'améliorera légèrement après un épisode très pessimiste. Cela dit, l'accord demeure temporaire, et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. L'arrestation au Canada, à la demande des États-Unis, du Directeur financier et fille du patron de Huawei, l'une des plus célèbres entreprises chinoises de technologie a rappelé que les différends entre les deux économies pouvaient aller au-delà des questions commerciales. Nous ne pouvons donc pas exclure la reprise d'une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Les tensions commerciales ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier européen) et sur l'économie chinoise. De plus, à l'avenir certains projets d'investissement privé pourraient être reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà initié un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p><b>20 %</b> probabilité</p>	<p><b>Ralentissement majeur en Europe</b></p>
<p><b>Analyse</b>   La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % en T1 et T2 et 0,7 % en T3 et T4 2017. Si la faiblesse du troisième trimestre résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique sous-jacente est plus lente que ce que nous avons prévu il y a quelques mois. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement au-dessus du potentiel, mais les risques restent orientés à la baisse. En effet, la combinaison de tensions politiques internes persistantes avec des facteurs externes négatifs (ralentissement de la dynamique américaine et/ou chinoise) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est actuellement un facteur favorable jusqu'en début 2019. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en place en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p><b>15 %</b> probabilité</p>	<p><b>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les spreads souverains en zone euro</b></p>
<p><b>Analyse</b>   La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu des relations très tendues avec l'UE, notamment en termes de politique budgétaire et de politique migratoire. Après l'annonce d'un écart important, sans précédent, de ses objectifs en matière de déficit, loin de ceux requis pour suivre la trajectoire de correction imposée par la Commission européenne pour éviter une procédure pour déficit excessif (PDE) à l'encontre de l'Italie, la Commission a commencé à engager une telle procédure, le dérapage budgétaire qu'elle prévoit étant incompatible avec la soutenabilité de la dette à moyen terme. Les dernières données récemment publiées (contraction de la croissance économique au T3 et faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le T4) ont accru les risques de récession, incitant le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis. Des discussions portant sur une révision à la baisse des objectifs de déficit sont en cours. Une PDE ne sera probablement pas évitée malgré les révisions discutées actuellement, mais pourrait cependant être moins sévère.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Selon nous, il n'y a pas de risque systémique. La hausse des rendements obligataires italiens a resserré les conditions financières locales, ce qui pèse sur la reprise en cours en Italie. Depuis que les négociations ont pris une tournure moins conflictuelle, les spreads se sont resserrés, apportant un certain soulagement à court terme. Cependant, le resserrement concernant davantage le segment à court terme de la courbe que celui à long terme, il semble que les anticipations du marché</p>		

portent sur des évolutions positives à court terme, même si les perspectives à long terme n'ont pas beaucoup évolué. Nous estimons que les risques demeurent nationaux. En outre, la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait mobiliser pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. Tout ceci pourrait maintenir un risque de contagion contenu sur les spreads souverains périphériques et sur les *spreads* de crédit d'entreprises.

Risque # 4

15 %  
probabilité**Brexit sans accord**

**Analyse** | La situation politique au Royaume-Uni (RU) est très instable, avec un gouvernement, une majorité et un parlement particulièrement divisés. Nous distinguons trois grandes catégories de scénarios: (1) Accord (probabilité de 65 %), ce qui signifie qu'un accord (qui peut être l'accord de May ou un autre, y compris une adhésion à l'EEE sous le régime de l'union douanière) peut être ratifié par le Parlement britannique, de sorte que le RU quitterait l'UE en mars 2019 (ou quelques semaines plus tard) et entrerait dans une période transitoire où il resterait dans le marché unique au moins jusqu'à fin 2020 (ou de façon indéterminée). Il est cependant important de noter que cette probabilité passe par de nombreuses difficultés, notamment une crise politique et, peut-être, de nouvelles élections, mais aboutit, au final, à un accord. (2) Pas d'accord (probabilité de 15 %), bien qu'il y aurait probablement des mesures d'atténuation, de sorte que la probabilité que les relations commerciales entre l'UE et le RU ne soient régies que par l'OMC est moindre. (3) Une période d'incertitude prolongée (probabilité de 20 %) qui s'étendrait bien au-delà de mars 2019 par une extension accordée ou une abrogation unilatérale de l'art. 50 par le RU. Ceci pourrait conduire à de nouvelles négociations ou à un nouveau référendum, avec probablement des élections entre les deux. Cette catégorie de scénarios pourrait par la suite déboucher sur divers résultats (accord différent, annulation du Brexit ou nouveaux risques d'absence d'accord).

**Impact de marché** | Le scénario 1 devrait finalement apporter un soulagement, mais sa mise en œuvre étant probablement difficile, il sera une source de stress temporaire. Le scénario 2 causerait de graves turbulences: si le résultat était finalement défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. Le scénario 3 comprend des trajectoires complexes, avec de nombreux épisodes tant de stress que de soulagement.

Risque # 5

15 %  
probabilité**Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »**

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

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

Risque # 6

10 %  
probabilité**Récession américaine**

**Analyse** | La bonne tenue de l'économie en 2018 a conduit à la surperformance des actifs à risque américains par rapport à ceux du reste du monde. À l'approche de la fin de l'année et de 2019, les investisseurs mondiaux ont commencé à se demander si l'économie américaine allait rester aussi vigoureuse, comment l'inflation allait évoluer et quel serait le chemin emprunté par la Réserve fédérale à l'avenir. Sur le plan macroéconomique, nous pensons que la croissance US va se poursuivre, avec un léger ralentissement en 2019 qui devrait empêcher une surchauffe dangereuse pour l'économie. À la suite des élections de mi-mandat, deux voies sont apparues. La première est l'émergence d'un gouvernement divisé, qui se traduirait par un quasi-blocage législatif. La seconde, plus positive, viendrait entériner des points de convergence (dépenses d'infrastructure) entre Donald Trump et les Démocrates, désormais majoritaires à la Chambre des représentants. Mais tous les regards sont plutôt tournés vers la Réserve fédérale, car l'hypothèse principale est celle d'un resserrement progressif de la politique monétaire, sans hausse brutale des taux, dans un contexte de tensions modérées à la hausse sur les salaires et les prix. Aucun déséquilibre significatif n'est à l'ordre du jour pour le moment. Par conséquent, une récession ne semble pas se profiler à l'horizon de 2019.

**Impact de marché** | Les investisseurs deviendraient plus prudents quant aux prévisions de croissance pour 2020, le ralentissement pouvant devenir plus durable. Le meilleur choix pour les investisseurs est de limiter leur exposition au crédit, de diversifier leur portefeuille et d'adopter une gestion de la durée souple (presque neutre à ce stade). Du côté des actions, la sélection des thèmes, des secteurs et des noms sera de plus en plus cruciale, car la maturité du cycle pourrait possiblement devenir un vent contraire.



Risque # 7

**10 %**  
probabilité

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

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (dépréciation du change, politique monétaire, politique budgétaire) si bien que l'économie demeure résiliente. Ceci dit, le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières a bondi depuis le GFC (Great Firewall of China). La bonne nouvelle vient de ce que cette dernière avait commencé à se replier (en % du PIB) depuis fin 2017. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

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

Risque # 8

**10 %**  
probabilité

### Crise politique majeure en Europe

**Analyse** | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques marginales dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne non traditionnelle a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro qui, à ce jour, n'est pas encore résolu. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et semblent menacer sérieusement la poursuite de son programme de réforme de l'offre. Bien que moins inquiétante dans l'immédiat, la perspective politique est également incertaine en Allemagne (en raison du changement de direction à la tête de la CDU d'Angela Merkel et de l'incertitude quant à l'avenir de la coalition gouvernementale) et en Espagne (en raison de l'absence d'une vraie majorité au Parlement et de la récente émergence d'un parti d'extrême droite). Plus généralement, la combinaison d'un fort sentiment anti-immigration et de frustration à l'égard des institutions européennes semble donner une importante impulsion aux forces politiques antisystèmes et l'élection européenne de mai 2019 sera un indicateur clé de leurs progrès.

**Impact de marché** | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas que ces événements déclencheront un nouveau cycle de crises systémiques en Europe. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, sans toutefois quitter la zone euro. Toutefois, ce flux d'informations politiques problématiques continuera à générer des tensions sur le marché en 2019, tandis que la difficulté à comprendre les institutions européennes pour les investisseurs extérieurs signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre le bon du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



**Scénario central (probabilité de 75 %) :**  
la croissance mondiale ralentit lentement mais sûrement..

- **La croissance mondiale se tasse :** 2018 a débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cette situation n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur monnaie a généré de l'inflation au niveau local et conduit leurs banques centrales à resserrer leurs politiques monétaires, ce qui a pesé sur des économies déjà affectées par des sorties massives de capitaux. Les économies avancées ont commencé à ralentir. À notre avis, l'année va se terminer avec une économie mondiale qui évolue de façon disparate et des risques accrus à la baisse. Un facteur qui a récemment fait surface est la chute des cours du pétrole (bien en dessous de notre juste valeur de 75 USD/baril pour le Brent) qui devrait offrir un soutien précieux aux économies européennes et aux émergents importateurs de pétrole comme l'Inde et la Turquie.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial continue de s'affaiblir et après avoir débuté 2018 à environ 5 % en glissement annuel se situait en septembre autour de 2,3 %. Les discours protectionnistes ont ébranlé la confiance des entreprises, en particulier en Europe. Cela dit, l'incertitude a tendance à freiner l'investissement et à perturber les chaînes de valeur qui se sont développées au même rythme que l'expansion du commerce mondial au cours des 15 dernières années. Compte tenu de ce qui précède, nous continuons à anticiper un ratio commerce mondial sur PIB mondial en diminution, la croissance du commerce se situant légèrement en retrait par rapport au PIB mondial. Cependant, la dernière réunion du G20 en Argentine a débouché sur un scénario de court terme plus positif que prévu, avec le report de 90 jours (1<sup>er</sup> mars 2019) de l'augmentation de 10 à 25 % des droits de douane américains sur les importations chinoises qui devaient initialement prendre effet le 1<sup>er</sup> janvier 2019.
- **États-Unis :** l'économie a été stimulée par une politique budgétaire très accommodante dont les effets devraient perdurer pendant un certain temps encore, mais les multiplicateurs budgétaires devraient s'éroder progressivement l'an prochain. Nous pensons que la croissance va ralentir pour converger vers son potentiel, mais pas avant fin 2019/2020, ce qui signifie que l'économie américaine devrait perdre 1pp de croissance d'ici 2020. Cette situation aura un impact négatif sur les bénéficiaires des entreprises, surtout si les pressions inflationnistes s'intensifient d'ici là, ce qui est possible, étant donné que l'économie fonctionne dans des conditions proches du plein-emploi. Nous maintenons qu'il est très peu probable qu'une récession survienne en 2019, mais le thème de fin de cycle reviendra probablement au premier plan d'ici l'été prochain, l'incidence du multiplicateur budgétaire s'estompant et les effets du resserrement de la politique monétaire se faisant sentir. Nous anticipons par conséquent un ralentissement de la croissance d'ici 2020, avec une croissance du PIB plus proche de 2 % d'ici là, tout en maintenant notre scénario d'une hausse modérée des taux par la Réserve fédérale.
- **Zone euro :** le mois dernier, nous avons révisé nos prévisions de croissance légèrement à la baisse, à 1,9 % pour 2018 et 1,6 % pour 2019. Malgré une reprise amorcée bien après celle des États-Unis, les économies nationales ont commencé à ralentir en 2018. L'écart de production s'est réduit dans la plupart des pays, et l'Italie est le seul pays de la zone euro (à l'exclusion de la Grèce) dont le PIB n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement de la croissance en 2018 dont les plus importants ont été le ralentissement du commerce mondial et, jusqu'à récemment, les cours élevés du pétrole. En outre, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne après la défaite des deux principaux partis de la coalition gouvernementale (CDU et SPD) aux élections locales marque la fin de l'ère Merkel. La perte de leadership de la chancelière pourrait faire obstacle aux initiatives envisagées pour renforcer l'intégration de la zone euro. Il faudra probablement attendre les élections européennes de mai 2019 et le nouveau parlement, la nouvelle Commission européenne, le nouveau chancelier en Allemagne et des éclaircissements quant au leadership des institutions de l'UE (Commission, BCE) pour faire des progrès significatifs dans le renforcement de l'architecture financière de la zone euro. En Italie, les données entrantes sur la contraction

de la croissance économique au troisième trimestre et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le quatrième ont accru les risques d'un autre fléchissement, incitant le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis. Des discussions portant sur une révision à la baisse des objectifs de déficit sont en cours. Une procédure pour déficit excessif (PDE) ne sera probablement pas évitée malgré les révisions discutées actuellement, mais pourrait cependant être moins sévère.

- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable avec un vote parlementaire de décembre reporté à la veille de sa tenue. Nous distinguons trois grandes catégories de scénarios :
  - (1) Accord (probabilité de 65 %) : un accord (qui peut être celui de Theresa May ou un autre, y compris une adhésion à l'EEE sous le régime de l'union douanière) peut être ratifié par le Parlement britannique. Ainsi le Royaume-Uni quitterait l'UE en mars 2019 (ou quelques semaines plus tard) et entrerait dans une période transitoire où il resterait dans le marché unique au moins jusqu'à fin 2020 (ou de façon indéterminée). Il est cependant important de noter que cette probabilité passe par de nombreuses difficultés, notamment une crise politique et, peut-être, de nouvelles élections, mais aboutit, au final, à un accord.
  - (2) Pas d'accord (probabilité de 15 %), bien qu'il y aurait probablement des mesures d'atténuation, de sorte que la probabilité que les relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni ne soient régies que par l'OMC est moindre.
  - (3) Une période d'incertitude prolongée (probabilité de 20 %) qui s'étendrait bien au-delà de mars 2019 par une extension accordée ou une abrogation unilatérale de l'art. 50 par le Royaume-Uni. Ceci pourrait conduire à de nouvelles négociations ou à un nouveau référendum, avec probablement des élections entre les deux. Cette catégorie de scénarios pourrait par la suite déboucher sur divers résultats (accord différent, annulation du Brexit ou nouveaux risques d'absence d'accord).
  
- **Chine :** la croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de la gestion des changes et des politiques monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait continuer à résister. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de hard landing ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.
  
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait se redresser progressivement. Cela dit, le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs liés à l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. Une « surprise inflationniste » reste possible avec la hausse des cours du pétrole et la progression des salaires (États-Unis, zone euro), mais ne durerait pas longtemps (faute de pouvoir d'établissement des prix) et ferait plus baisser les marges des entreprises que les prix de vente finaux et ce, d'autant plus si la croissance mondiale s'étiole. Il n'en va pas de même dans les économies émergentes, où les pressions inflationnistes sont plus fortes dans de nombreux pays, ce qui a amené de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
  
- **Prix du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril au 4 octobre à 60 USD/baril le 12 décembre. Le principal facteur déclenchant en tout début de chute a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEC et les pays non membres de l'OPEC, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les prix du pétrole à des niveaux bas.
  
- **Normalisation progressive des politiques monétaires des banques centrales.** La Fed va poursuivre le redressement de ses taux directeurs. Nous nous attendons à ce que la Fed poursuive sur sa lancée avec une nouvelle hausse de 25 points de base en décembre 2018 et deux autres hausses au premier semestre 2019, suivies d'une pause, et qu'elle réduise son bilan au rythme annoncé avec le non-remplacement progressif des titres arrivant à échéance. Dans le même temps, comme annoncé, la BCE mettra un terme à ses achats mensuels d'actifs à la fin décembre. Toutefois, elle continuera à remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019) en conservant de la flexibilité sur sa politique de réinvestissement. Sa première hausse de taux (taux de dépôt) n'est pas attendue avant fin 2019 dans le meilleur des cas. La BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour la normalisation de sa politique monétaire.



### Scénario de risque baissier (probabilité de 20 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque.

- Le risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis (même après les 90 jours convenus lors de la dernière réunion du G20), suivies de représailles par le reste du monde, reste élevé. La Chine et l'UE sont particulièrement exposées à ce risque.
- Aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient avec remontée possible des cours du pétrole.
- L'incertitude quant à la montée des tensions commerciales (principalement entre les États-Unis et la Chine) dans un contexte de risques géopolitiques, de crises dans plusieurs grandes économies émergentes (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement en Chine et de tensions politiques en Europe (détérioration de la situation budgétaire en Italie, Brexit) incite les entreprises à rester prudentes.

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé de la croissance et, à court terme, de l'inflation. Cela dit, une guerre commerciale mondiale deviendrait rapidement déflationniste en créant un choc sur la demande mondiale.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des spreads des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Réapparition, parmi les turbulences financières qui en découleraient, du risque de fin de cycle, en particulier aux États-Unis.
- Fin de la normalisation, par les banques centrales, des politiques monétaires et, dans le pire des cas, quoique hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que l'élargissement des bilans.



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

Donald Trump fait une volte-face, réduisant les obstacles au commerce et s'engageant dans des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan intérieur, le thème de l'augmentation des dépenses d'infrastructure pourrait revenir au premier plan et prolonger le cycle aux États-Unis.

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la croissance intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un « policy mix » stimulant au premier semestre.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

- Accélération de la croissance mondiale qui renforcerait les anticipations d'inflation, obligeant les banques centrales à envisager une normalisation plus rapide de leurs politiques monétaires.
- Hausse des taux directeurs réels, en particulier aux États-Unis.

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### États-Unis : peu de signes d'un ralentissement

- La croissance demeure globalement supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif.
- La demande intérieure est toujours le principal moteur de croissance. Ceci dit les statistiques commencent à dépendre d'une modification structurelle, avec une plus forte contribution de la consommation au détriment des investissements.
- La confiance des entreprises reste élevée, mais là encore les chiffres montrent un fléchissement des projets de dépenses et des investissements non résidentiels, ainsi qu'un tassement des commandes de biens durables, signes avant-coureurs d'une décélération des investissements des entreprises à surveiller.
- Le marché du travail est toujours robuste.
- Les perspectives d'inflation restent alignées sur les prévisions de la Fed, avec de légères tensions domestiques soutenant l'IPC à 2,5 % en GA et l'IPC sous-jacent à 2,1 %.
- Sans surprise, à sa réunion du 8 novembre, la Fed a laissé ses taux d'intérêt inchangés, dans la fourchette de 2,00 %-2,25 % ; mais au cours du mois, son discours a adopté une tonalité légèrement plus accommodante. La prochaine réunion du FOMC aura lieu le 19 décembre.
- Sur le front du commerce, le sommet du G20 a relancé les négociations entre la Chine et les États-Unis, suspendant l'escalade pour 90 jours.

### Facteurs de risque

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

### Zone euro

#### La reprise continue malgré des chiffres décevants et la montée des risques politiques

- Après un début d'année décevant (le PIB n'a progressé que de 0,8 % au S1), la croissance a de nouveau fléchi au T3 (+0,2 % seulement). Des facteurs temporaires négatifs (secteur automobile en Allemagne) ont joué mais ne peuvent expliquer à eux seuls cette faiblesse. La hausse du pétrole (jusqu'en octobre) les tensions commerciales et les risques politiques pèsent également. La reprise va continuer, mais à un rythme plus faible que ce qui était attendu auparavant (prévision de croissance 2019 abaissée de 1,8 % à 1,6 %).
- Le budget italien continue de susciter des tensions. En France, les réformes menées par le gouvernement se heurtent à des résistances de plus en plus fortes.

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

### Royaume-Uni

#### Forte incertitude à l'approche du Brexit

- La croissance a accéléré au T3 (+0,6 %) après avoir déjà rebondi au T2. Le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif.
- Cependant, le manque de visibilité en raison du Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. La ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre est très incertaine et de nombreux scénarios sont possibles, même si un « no deal » nous paraît, au final, peu probable.

- « No Deal Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

### Japon

#### Économie intérieure vigoureuse vs exportations chancelantes

- L'économie s'est nettement redressée en octobre, les producteurs et les détaillants tentant de rétablir la bonne marche des entreprises après les pertes subies au cours d'un troisième trimestre fortement touché par les catastrophes naturelles. Les plans d'urgence (0,2 % du PIB) devraient accélérer la croissance à court terme.
- Le gouvernement a dévoilé un plan de relance de l'économie, faisant preuve d'une forte détermination à éviter tout contrecoup après la hausse de la TVA prévue en octobre 2019. Le gouvernement a déjà validé des prestations pour les retraités et la gratuité des frais de scolarité dans les écoles maternelles. Ces plans seront inclus dans le budget de l'exercice fiscal 2019.
- En parallèle, les exportations ont perdu de leur vigueur, non pas en raison de l'intensification du différend commercial entre les États-Unis et la Chine, mais en raison du ralentissement économique global synchronisé hors États-Unis.

- La décision de GM de fermer des usines pourrait alimenter les critiques de l'administration Trump à l'égard de l'industrie automobile

## Chine

- Les risques baissiers pourraient s'atténuer, du moins à court terme, grâce à un accord provisoire conclu entre les États-Unis et la Chine lors de la réunion du G20.
- Les États-Unis ont ainsi accepté de suspendre l'augmentation des droits de douane prévue pour le 1<sup>er</sup> janvier 2019 et des négociations d'une durée de 90 jours doivent commencer immédiatement.
- En dépit des interrogations sur la réalité de cette trêve commerciale, la Chine, contrairement aux doutes de certains, a déjà fait correspondre ses paroles à ses actes, en annonçant des mesures détaillées sur la protection de la propriété intellectuelle.
- Nous nous attendons à ce que d'autres mesures structurelles soient prises, à la demande des États-Unis, mais dont la Chine a aussi besoin afin de faciliter sa propre transition structurelle.
- En parallèle, les responsables politiques font des efforts pour favoriser la diffusion vers le secteur privé, (ce qui devrait devenir plus visible dans les mois à venir) afin de compenser en partie le ralentissement en cours.
- Dans ce scénario, les pressions à la baisse sur le RMB devraient également s'atténuer quelque peu.

## Facteurs de risque

- L'incertitude demeure dans le conflit commercial sino-américain
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

## Asie (ex JP & CH)

- La croissance globale dans la zone s'est détériorée : nos prévisions de PIB ont été revues à la baisse dans toute la région, avec une contribution de la demande extérieure plus faible que la demande intérieure.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés favorables, à l'exception habituelle des Philippines, où l'inflation globale s'est maintenue à 6,7 % en glissement annuel, bien au-dessus de l'objectif fixé par la banque centrale. L'inflation de l'Inde a surpris avec une baisse de 3,3 % en octobre, sous l'effet de prix alimentaires faibles.
- La BSP et la BI ont à nouveau relevé leurs taux directeurs de 25 pb, Malgré les annonces du gouverneur en août, la BoT n'a pas encore modifié l'orientation de sa politique monétaire.
- Au cours des 2 derniers mois, un différentiel entre la RBI et le gouvernement indien a été porté à l'attention du public. En effet, dans la période précédant les élections, le gouvernement souhaiterait que la RBI prenne davantage d'initiatives pour permettre aux banques publiques d'alléger les conditions de crédit des PME.

- Révision à la baisse des perspectives de croissance dans la région
- L'inflation est toujours très favorable, sauf aux Philippines
- La BSP et la BI ont poursuivi leur cycle de resserrement monétaire
- La RBI signale des interférences de la part du gouvernement

## Latam

- Les chiffres du PIB du troisième trimestre 2018 récemment publiés mettent en évidence une situation macroéconomique contrastée dans la région : le Brésil et le Pérou ont accéléré plus vite que prévu, tandis que la Colombie, le Chili et le Mexique ont ralenti.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation s'est finalement inversée et, après une hausse de cinq mois, a commencé une légère décélération en octobre. Au Pérou, l'inflation s'est nettement redressée tout en restant dans la fourchette des objectifs de la banque centrale.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leur politique monétaire inchangée lors de leurs récentes réunions, tandis que Banxico et la Banque centrale du Chili ont relevé leurs taux directeurs de 25 pb à 8 % et 2,75 % respectivement.
- Dans les deux principaux pays de la zone, la politique budgétaire est sur le devant de la scène : au Brésil, une réforme de la sécurité sociale très allégée est attendue à relativement court terme et au Mexique, plus de détails sur la mise en œuvre du budget sont attendus.

- Le Brésil est toujours sur la voie de la reprise
- Ralentissement de l'inflation au Mexique
- Politique monétaire plus dure au Chili et au Mexique
- Signaux contradictoires sur le plan budgétaire de la nouvelle administration mexicaine

## EMEA (Europe Middle East & Africa)

### Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018 et un peu plus bas pour 2019 :

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.
- La CBR pourrait augmenter ses taux en 2019 en fonction de la faiblesse du rouble et des attentes d'inflation.

### Afrique du Sud : sortie de récession mais pas de miracle

- L'Afrique du Sud est sortie de récession au T3 grâce à la reprise du secteur manufacturier et des services. Du côté des dépenses, la consommation des ménages a rebondi ainsi que les stocks alors que l'investissement privé et public ont diminué. La contribution des exportations nettes a également été négative.
- En termes de policy-mix, les marges de manœuvre sont très limitées. La SARB a remonté ses taux et il n'est pas exclu qu'elle doive encore le faire en 2019.

### Turquie : nous prévoyons une inflation à deux chiffres et une récession en 2019

- Le fort resserrement des taux, le rebond de la livre, la baisse du prix du pétrole ainsi que la mise en œuvre de mesures discrétionnaires sur certains biens, ont apporté un peu de répit à l'inflation. Toutefois, celle-ci devrait ne pas baisser sous la barre des 20 % avant plusieurs mois.
- Dans un tel contexte, pouvoir d'achat des ménages et marges des entreprises sont au plus bas. Nous anticipons donc une chute marquée de l'activité au second semestre 2018 et une récession du PIB de 1 % en 2019.

- Chute du prix du pétrole, accroissement des sanctions américaines et des tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, montée des revendications sociales, manque de réformes structurelles
- Un assouplissement trop rapide de la banque centrale, une politique budgétaire trop souple, un ralentissement de l'activité en zone euro

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (10 décembre 2018)						
Moyennes annuelles (%)	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	0,9	1,0	1,5
Zone euro	1,9	1,5	1,5	1,8	1,7	1,7
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	1,3	1,5	1,6	2,3	2,3	2,4
Brésil	1,3	2,2	2,1	3,7	4,8	5,2
Russie	1,7	1,5	1,7	2,9	4,6	4,1
Inde	7,8	6,9	7,1	4,1	4,1	5,2
Indonésie	5,1	5,3	5,4	3,2	3,6	4,3
Chine	6,6	6,2	6,1	2,2	2,2	2,4
Turquie	2,8	-1,0	1,5	16,3	17,4	13,0
Pays développés	2,2	2,0	1,6	2,0	2,0	2,1
Pays émergents	5,0	4,7	4,8	4,1	4,0	3,9
Monde	3,8	3,6	3,5	3,3	3,2	3,2

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,25	3,0	3,0	3,0	3,0
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,76	2,9/3,0	2,83	2,8/3,0	2,83
Allemagne	-0,62	-0,5/-0,4	-0,56	-0,4/-0,3	-0,50
Japon	-0,14	-0,2/0,0	-0,13	-0,1/0,1	-0,13
Royaume-Uni	0,74	0,8/1,0	0,75	0,8/1,0	0,74

Taux 10 ans					
	06/12/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,90	3,10/3,25	2,92	2,90/3,10	2,94
Allemagne	0,26	0,40/0,60	0,33	0,35/0,55	0,40
Japon	0,06	0,15/0,25	0,10	0,10/0,20	0,14
Royaume-Uni	1,30	1,40/1,60	1,36	1,40/1,60	1,41

Prévisions de change					
	05/12/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,13	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	113	109	110	107	109
EUR/GBP	0,89	0,89	0,88	0,88	0,88
EUR/CHF	1,14	1,20	1,15	1,24	1,17
EUR/NOK	9,65	9,17	9,34	9,12	9,19
EUR/SEK	10,19	9,97	10,00	9,48	9,80
USD/CAD	1,34	1,28	1,29	1,25	1,26
AUD/USD	0,73	0,75	0,73	0,75	0,75
NZD/USD	0,69	0,70	0,68	0,67	0,68
USD/CNY	6,85	6,80	6,93	6,70	6,82

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



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

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

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

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

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

Elisa BAKU – Quantitative Research – Amundi

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

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

### DISCUSSION PAPERS



#### **Global Trade War: Where Do we Stand Now? What Impacts?**

Philippe ITHURBIDE – Directeur de la Recherche – Amundi

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

Elsa Blotière – Analyse ESG – Amundi

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

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

Philippe ITHURBIDE – Directeur de la Recherche – Amundi

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

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS  
 POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, Amundi

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

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

Jean-Baptiste MOREL – Analyse ESG – Amundi

#### **Engagement actionnarial :**

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

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

### THEMATIC PAPERS



#### **Perspectives économiques 2020**

Recherche macroéconomique – Amundi

#### **Maroc: des risques économiques modérés**

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique – Amundi

#### **Pays d'Europe centrale: Horizon 2020**

Karine HERVÉ – Recherche macroéconomique – Amundi

#### **La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État ?**

Valérie LETORT – Stratégie Taux – Amundi

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

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







**NOTES**

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

# 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](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — Petrovich9; uschools; alexsl;

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