

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**COURAGE ET DISCIPLINE  
POUR ABORDER 2019**

**LE THÈME DU MOIS**

**LA DEMANDE SOUTIENT LES ÉMISSIONS  
DE DETTE ITALIENNE MAIS LES MARCHÉS  
PRIMAIRES SERONT SOUS SURVEILLANCE**

Research  
& Macro  
Strategy

## VUES DES CIO

## Courage et discipline pour aborder 2019

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Après un mois de décembre difficile, qui s'est traduit par une brusque correction, les actifs à risque ont rebondi au cours des premières semaines de l'année, portés par les accents favorables aux marchés de la Fed et un regain d'optimisme sur le plan des négociations commerciales. Comme nous nous attendons à ce que les raisons de cet optimisme soient confirmées, **nous pensons qu'il est temps de revenir sur les actifs à risque, segment dans lequel la correction a restitué de la valeur**, notamment dans les marchés émergents. Selon nous, les investisseurs devraient aborder 2019 avec discipline, tout en ayant le courage de regarder au-delà du bruit à court terme à la recherche de valeur à long terme. Les quatre domaines à surveiller sont :

- 1. Les perspectives économiques** : les signes d'une légère décélération de la croissance mondiale sont visibles. Nous avons réduit nos prévisions de croissance aux États-Unis pour 2019 et 2020 et n'excluons pas d'autres révisions à l'avenir. Toutefois, nous ne prévoyons pas de récession (du moins dans les 18 prochains mois) et le dynamisme des marchés du travail devrait continuer à soutenir la consommation individuelle. L'économie de l'UE, bien qu'en ralentissement, devrait rester solide, sous l'effet combiné d'un relâchement de la politique monétaire et de l'assouplissement budgétaire (perceptible en Allemagne, en France et en Italie, bien que pour des raisons divergentes). La Chine a jusqu'à présent bien géré le ralentissement de son économie, le gouvernement étant très attentif sur le plan politique et la croissance des économies émergentes montrant des signes de stabilisation (avec, toutefois, des disparités). Cependant, les risques pesant sur la croissance mondiale sont, à notre avis, orientés à la baisse, et le marché, alerté par le ton plus conciliant de la Fed, scrutera de près les indicateurs avancés (comme les indices PMI, qui sont décevants) avant d'écarter tout risque de récession.
- 2. La politique de la Fed** : la stratégie de communication de la Fed semble désormais plus attentive à la volatilité des marchés. Avec l'abandon par la Fed de sa trajectoire préétablie et l'arrêt probable du processus de resserrement au premier semestre (nous ne prévoyons plus qu'une seule hausse de ses taux directeurs en 2019), les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt semblent s'estomper et la crainte d'assèchement des liquidités de la banque centrale (BC) pourrait être moins pressante que ce que l'on craignait en fin d'année.
- 3. Les bénéfices** : ils pourraient constituer un frein pour les actifs risqués. Après une forte hausse au cours des deux dernières années, la croissance des BPA devrait fortement fléchir en 2019, en raison du ralentissement de la croissance du PIB mondial, de l'atténuation des effets de la réforme fiscale américaine, de la diminution des contributions sectorielles du pétrole et des matières premières et de la hausse des coûts salariaux. Cependant, l'essentiel des mauvaises nouvelles semble déjà avoir été pris en compte, comme le confirment les réactions relativement modérées aux nouvelles négatives.
- 4. Les conflits commerciaux** : les négociations commerciales doivent absolument progresser. La voie de la coopération semble prendre le dessus, encouragée par la faiblesse de l'activité économique en Chine et ses retombées aux États-Unis, qui font pression sur les dirigeants pour qu'ils apportent des solutions. Toutefois, les marchés exigeront des mesures concrètes avant d'intégrer une baisse du risque commercial.

Nous restons en outre très **conscients, à long terme, des fragilités structurelles** du cadre économique, politique et social actuel. Des défis de long terme demeurent, notamment les relations sino-américaines, la phase délicate de ralentissement économique de la Chine, le peu de marge de manœuvre des banques centrales des pays développés pour lutter contre les récessions, la dette mondiale qui explose, les moteurs de la croissance mondiale en perte de vitesse et les inégalités croissantes, autant de facteurs qui, pris individuellement, mais surtout combinés, constituent une source potentielle de troubles sociaux. L'an dernier, la séquence de réévaluation des prix dans les différentes classes d'actifs a pris le devant de la scène : avec d'abord les marchés émergents, les actions de l'UE ensuite, et enfin les actions américaines et le crédit des marchés développés. Nous nous approchons désormais d'une nouvelle séquence au cours de laquelle certaines classes d'actifs vont atteindre leur plancher (à commencer par les émergents) tandis que d'autres connaîtront encore des difficultés de réévaluation ou de liquidité (dette de qualité inférieure). Selon nous, les investisseurs qui cherchent à bâtir des portefeuilles solides devraient accroître leurs réserves de liquidités, se concentrer sur les valorisations et identifier les classes d'actifs qui pourraient offrir des points d'entrée intéressants afin de commencer à réintroduire une certaine dose d'exposition au risque dans l'allocation d'actifs.

## Nos convictions

### GESTION DIVERSIFIÉE

Nous maintenons notre position défensive dans l'ensemble, mais cherchons à augmenter prudemment notre exposition au risque, car les actifs à risque devraient être soutenus par le ton plus conciliant des banques centrales et les politiques expansionnistes de la Chine. En ce qui concerne le crédit des marchés développés, nous pensons que la majeure partie de l'élargissement est désormais derrière nous, le marché ayant anticipé les risques de récession. Nous préférons le crédit de l'UE, compte tenu de l'amélioration des fondamentaux et d'un contexte technique relativement plus favorable. Nous estimons que les investisseurs devraient renforcer la duration aux États-Unis.

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous nous attendons à ce que l'incertitude actuelle et le ralentissement de la croissance fassent plafonner toute hausse importante des taux d'intérêt. En l'absence de convictions fortes quant à la duration, nous pensons que les investisseurs devraient rechercher des opportunités dans les stratégies de valeur relative, en gardant une préférence pour la duration américaine. Le crédit de l'UE bénéficie de meilleures valorisations et nous conseillons de tirer parti de la richesse de l'offre sur le marché primaire pour réintroduire une dose d'exposition au risque. En outre, le haut rendement américain est devenu plus attractif tout comme la dette émergente (même en devise locale).

### ACTIONS

L'accent reste fixé sur la durabilité des bénéfices et les valeurs qui peuvent performer à moyen terme. Les perspectives de bénéfices aux États-Unis, bien qu'elles s'affaiblissent, restent positives pour l'année. Nous sommes récemment devenus plus optimistes vis-à-vis des titres FAANG depuis la correction. En Europe, nous recherchons des décotes parmi les valeurs cycliques qui désormais intègrent souvent le contexte de récession. Les actions émergentes, bon marché en valeur relative par rapport aux marchés développés, pourraient être les premières à bénéficier d'une pause de la Fed, d'une entente sur les droits de douane ou d'une relance plus forte en Chine. Des opportunités peuvent se présenter dans certains pays (par exemple, en Inde, où la croissance reste bien supérieure à celle du reste de la région).

*FAANG = acronyme pour Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google.*

## MACRO

## Vers une année en deux temps

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

**L'année 2019 débute avec un ralentissement mondial synchronisé.** Toutes les données publiées récemment, notamment celles liées au commerce et au secteur manufacturier, montrent que l'activité économique est en train de ralentir dans tous les pays simultanément. En Chine, les exportations et importations se sont très fortement contractées en décembre, tout comme dans la plupart des économies d'Asie. En Europe, la croissance semble également ralentir plus nettement que prévu. L'Allemagne - l'économie de la zone euro la plus exposée au secteur manufacturier et au commerce mondial - semble être la plus affectée. Enfin aux États-Unis, l'investissement des entreprises montre des premiers signes de faiblesse (détérioration des enquêtes ISM\* ou de la confiance des petites entreprises) ; la remontée de *spreads* crédit va certainement peser sur l'investissement en 2019.

**Faut-il dans ces conditions craindre une chute de la croissance mondiale ? Ou s'agit-il d'un ralentissement temporaire ?**

Le ralentissement du commerce mondial s'explique vraisemblablement par l'incertitude induite par l'affrontement entre les États-Unis et la Chine sur le commerce. **L'indice d'incertitude mondiale a atteint en décembre son plus haut niveau historique.** Le précédent pic datait de l'élection de Donald Trump. Les vives tensions commerciales qui opposent les deux pays en sont probablement à l'origine. C'est en effet aux États-Unis et en Chine que l'incertitude a le plus nettement augmenté sur la période récente. Une augmentation de l'incertitude tend à peser sur les échanges de nombreux pays via un ralentissement de l'investissement et une perturbation des chaînes de production.

Or les États-Unis et la Chine ont conclu une trêve commerciale le 1<sup>er</sup> décembre que les deux parties ont tout intérêt à respecter compte tenu de l'assombrissement des perspectives économiques. Depuis lors, les autorités chinoises envoient des signaux conciliants. Donald Trump a, quant à lui, désormais intérêt à trouver un compromis car les nuages s'accumulent sur l'économie américaine (fin de la stimulation fiscale en vue, durcissement des conditions financières, impact d'un *shutdown* qui ne semble pas près de se terminer). Dans ces conditions, une déstabilisation du commerce mondial pourrait finir par coûter cher à l'économie américaine.

**On observe que le commerce mondial connaît depuis plusieurs années des mini-cycles (courtes périodes d'accélération ou de décélération) qui donnent temporairement l'illusion d'un cycle mondial synchronisé.** Le dernier épisode date de 2017, lorsque le commerce mondial avait rebondi. L'année 2018 avait commencé sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée qui n'a pas fait long feu. La vigueur du commerce mondial avait alors conduit les économistes à un excès d'optimisme (en particulier en Europe où les prévisions de croissance avaient alors été revues nettement en hausse). Aujourd'hui le ralentissement du commerce mondial est susceptible de conduire à une erreur du même type mais dans l'autre sens.

Sous réserve que la Chine et les États-Unis continuent de régler leur différend par la négociation, la croissance du commerce mondial devrait se stabiliser d'ici la mi-2019 à un niveau proche de celle du PIB mondial (3,5 %). Les économies ne sont pas au même stade de leur cycle économique. En considérant les déterminants de la demande interne, nous tablons sur un découplage de la croissance entre les pays avancés et les pays émergents au 2<sup>d</sup> semestre, avec la poursuite du ralentissement dans les économies avancées (notamment aux États-Unis) et une stabilisation voire une ré-accélération de la croissance dans les pays émergents.

“Après une correction brutale des valorisations, le potentiel de hausse refait surface dans les actifs risqués.”

\*ISM= Institute for Supply Management. L'enquête mesure l'activité économique dans le secteur manufacturier.

## Le point de vue des stratégestes

### Principales évolutions depuis les perspectives de novembre

Quelques changements sont intervenus dans l'environnement macrofinancier au cours des trois derniers mois. La croissance économique a ralenti à l'échelle mondiale, les différends commerciaux se sont traduits par une croissance plus faible du commerce mondial, les conditions financières se sont fortement resserrées et les rendements du Trésor américain ont connu des flux positifs en raison d'une fuite vers la qualité (baisse de 50 pb depuis octobre 2018).

Par ailleurs, **nous avons ajusté nos prévisions au sujet de la Fed** (une hausse en 2019, en fonction des statistiques économiques) et révisé nos prévisions de rendement des obligations du Trésor américain en conséquence (bons du Trésor américains à 10 ans à 2,9 % fin 2019). Nous n'anticipons actuellement pas de relèvement des taux en 2019 dans la zone euro et avons révisé nos prévisions de rendement des Bunds à 10 ans à 0,35 % d'ici fin 2019.

Nous avons également **revu à la baisse nos prévisions de croissance des BPA**, en effet, bien que les fondamentaux restent légèrement supérieurs à la tendance aux États-Unis (6,7 % en 2019), cette dernière phase de la dynamique de fin de cycle pourrait être l'occasion de vents contraires impactant non seulement les marges, mais aussi la capacité à générer des revenus dans le futur. Il en résultera une érosion de nos prévisions de ventes (fabrication et vente en gros, tandis que le commerce de détail continuera d'être soutenu par une consommation solide). La saison de publication des résultats donnera quelques indications sur les prévisions de chiffres d'affaires.

En termes de **conséquences en matière d'investissement**, la combinaison de politiques monétaires plus patientes et plus souples, l'encouragement des négociations sur le sujet des droits de douane et l'intervention économique des autorités chinoises pourraient avoir une incidence positive sur les actifs à risque (ou constituer un risque s'ils ne se matérialisent pas) et pourraient contribuer à une réaction positive après la correction brutale des valorisations. Cependant, notre large éventail d'indicateurs de risque (liquidité, écarts de taux, bénéfiques) nous permet de rester vigilants et conscients des risques à moyen terme. Concrètement, il en résulte un biais positif en faveur des actifs à risque et une gestion flexible de la durée des titres obligataires.



## GESTION DIVERSIFIÉE

## Prêts pour des risques plus rémunérateurs

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

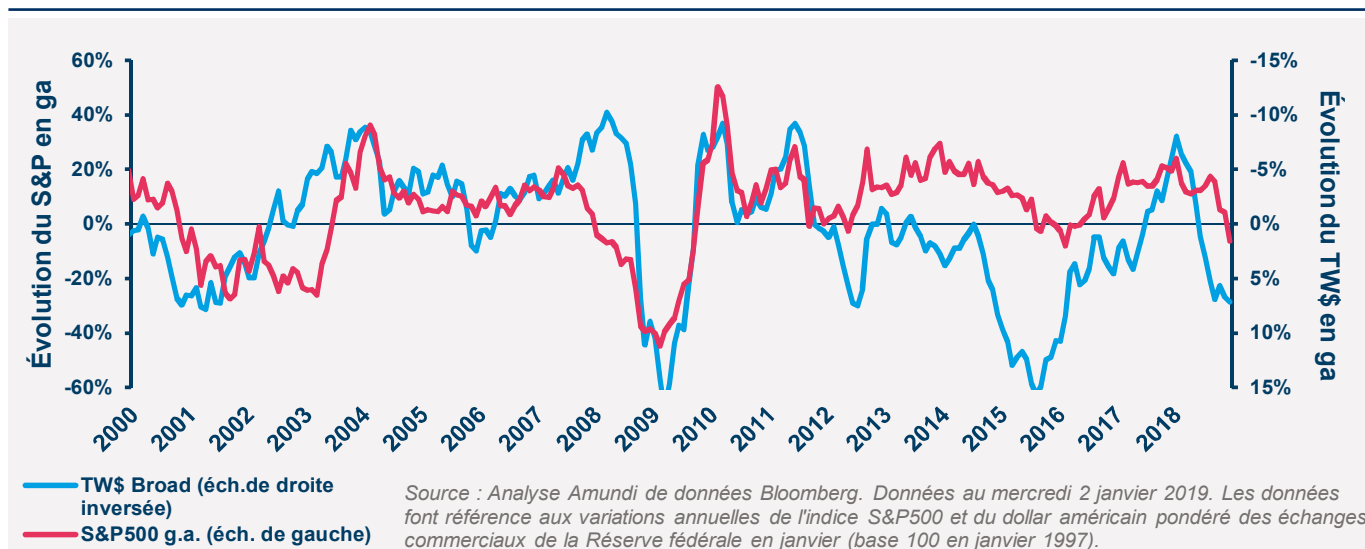
Les inquiétudes concernant un ralentissement plus prononcé de l'économie américaine, avec une récession survenant plus tôt que prévu, ont fortement affecté les actifs à risque en fin d'année dernière. Nous prévoyons la concrétisation du ralentissement économique mondial en 2019 dont l'épicentre se situe au T4 2018 et T1 2019. À court terme, les risques pour la croissance mondiale restent orientés à la baisse. Les marges se détériorent à mesure que les coûts salariaux unitaires plus élevés et les pressions commerciales rognent les bénéfices des entreprises. Toutefois, bien que le sentiment de risque demeure fragile (principalement en raison d'une nette décélération des cycles économiques et des cycles de profit), nous estimons que ces inquiétudes sont exagérées. Les valorisations actuelles des actions et du crédit, même si l'on tient compte du mouvement de clôture de positions courtes en début janvier, reflètent une crainte excessive de récession. Les fondamentaux des entreprises, les révisions des BPA et la dynamique des banques centrales sont les variables clés à surveiller et, compte tenu des efforts plus coordonnés d'assouplissement de la part des banques centrales, nous estimons qu'il y a lieu d'augmenter prudemment l'allocation au risque.

“Au vu des efforts plus coordonnés de la part des banques centrales, il est temps d'augmenter sélectivement l'allocation au risque.”

## Des idées à conviction forte

Nous avons abordé l'année avec une position défensive en termes d'allocation des risques, avec une exposition limitée aux actions. Cela s'explique par le ralentissement de l'expansion mondiale, les révisions à la baisse des bénéfices et la persistance de risques géopolitiques et idiosyncratiques. Nous nous montrons progressivement plus optimistes vis-à-vis des actifs à risque, en raison des valorisations attractives, mais nous soulignons la nécessité de rester vigilants. Pour ce qui est des actions, nous préférons le Japon et les émergents, les deux zones étant les principales bénéficiaires de la vague actuelle d'optimisme (droits de douane, Fed conciliante) et de valorisations intéressantes. La clé, sur les marchés émergents, est d'être sélectif. La Chine semble avoir intégré beaucoup de nouvelles négatives et profite de l'attrait des rendements en dividendes élevés des sociétés composant l'indice HSCEI (*Hang Seng China Enterprises Index*).

## Un arrêt sur l'indice USD pondéré des échanges commerciaux devrait générer de l'appétit pour le risque



En outre, le mouvement de révisions négatives semble avoir atteint son plancher en Asie, bien que les révisions continuent de se détériorer dans d'autres régions.

En ce qui concerne les obligations, nous sommes récemment redevenus optimistes sur le crédit, car nous pensons que l'essentiel de l'élargissement des spreads est derrière nous. Les fondamentaux des entreprises semblent solides et les niveaux d'endettement se stabilisent (bien qu'à partir de niveaux élevés aux États-Unis). Nous préférons le crédit européen en raison des meilleurs fondamentaux et facteurs techniques qu'il propose et de l'importance des coûts de couverture des actifs américains.

Dans les emprunts d'État, nous nous attendons à ce que les rendements américains restent bas et préconisons un positionnement sur les durations longues avec un accent sur la partie centrale de la courbe (5 ans). Nous ne voyons aucune valeur dans les taux des principaux pays de l'UE (avec notamment, une opinion négative sur les rendements à 2 ans allemands).

Sur le marché des changes, la reprise américaine s'est arrêtée fin 2018, avec la poursuite des turbulences sur les marchés actions américains, le repli des indices ISM et le « shutdown » américain (fermeture partielle de certains services publics). De plus, l'un des principaux moteurs du dollar, le différentiel des taux par rapport au reste du monde, a reculé depuis novembre par rapport aux pays du G10. Nous pensons qu'à moyen terme le dollar est exposé à des vents contraires, mais les taux américains ayant évolué rapidement, nous ne voyons pas de tendance directionnelle majeure et préférons garder une position neutre. Depuis le début de l'année 2019, la dynamique des devises émergentes s'est fortement redressée et semble toujours assez robuste.

### Risques et couverture

Si les risques liés aux valorisations extrêmes ont diminué, certains risques géopolitiques subsistent (Brexit, discipline budgétaire italienne, négociations commerciales États-Unis/Chine). Nous conservons une exposition à l'or et au yen à titre de couverture. L'or pourrait également bénéficier d'un discours plus conciliant de la Fed.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Profiter des meilleures valorisations du crédit et des obligations émergentes

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

### Évaluation globale

Le marché américain des taux d'intérêt est passé, en l'espace de quelques semaines, de deux hausses à intégrer à une seule, à la suite de l'évolution du discours de la Fed et de performances économiques mondiales plus faibles. L'évolution des taux a été rapide et peut-être exagérée, mais nous croyons que les pressions à la baisse sur les rendements vont se poursuivre, surtout en ce qui concerne les obligations américaines. Tandis que le bilan de la Fed se réduit, il y a suffisamment d'incertitude pour maintenir la demande pour des actifs considérés comme sûrs. Le plafonnement des taux américains est un facteur positif pour les obligations émergentes, tandis que l'élargissement des *spreads* a également redonné du potentiel au crédit.

### Obligations des marchés développés

Nous suggérons le maintien d'une préférence sur les durations longues aux États-Unis tout en restant sur la défensive dans les principaux pays d'Europe, car nous considérons que les valorisations actuelles ne sont pas intéressantes, notamment sur le segment court terme de la courbe. Nous ne voyons pas, dans l'ensemble, d'arguments solides en faveur de rendements plus élevés. Nous pensons que les investisseurs devraient exploiter les opportunités de valeur relative. En termes de courbe, nous privilégions un biais en faveur d'un aplatissement de la courbe des rendements dans l'UEM et une préférence pour la Belgique et la France dans les marchés

principaux de la zone. Nous sommes actuellement neutres sur les taux britanniques, les valorisations nous paraissant excessivement élevées, mais la révision à la baisse des perspectives de croissance économique devrait conduire à un ton plus conciliant de la Banque d'Angleterre.

En ce qui concerne le crédit européen, le récent élargissement des *spreads* a fait naître des opportunités et nous voyons les émissions à venir sur le marché primaire comme des occasions de reprendre un peu de risque, permettant de passer d'une position défensive à une position neutre, voire légèrement positive. Nous nous concentrons sur la sélection et l'atténuation du risque spécifique, qui pourrait augmenter à mesure que la BCE met fin à son programme d'achat d'obligations d'entreprises, en particulier dans un contexte de faible liquidité. Nous devenons également plus optimistes en ce qui concerne le crédit américain. Les émissions à haut rendement sélectionnées semblent plus rémunératrices, compte tenu des faibles perspectives de défaut. Nous recherchons également des opportunités parmi les titres adossés à l'immobilier commercial (CMBS) et les MBS d'émetteurs privés.

“Valeur restaurée dans certains secteurs du marché du crédit, à la suite de la récente correction, tant en Europe qu'aux États-Unis.”

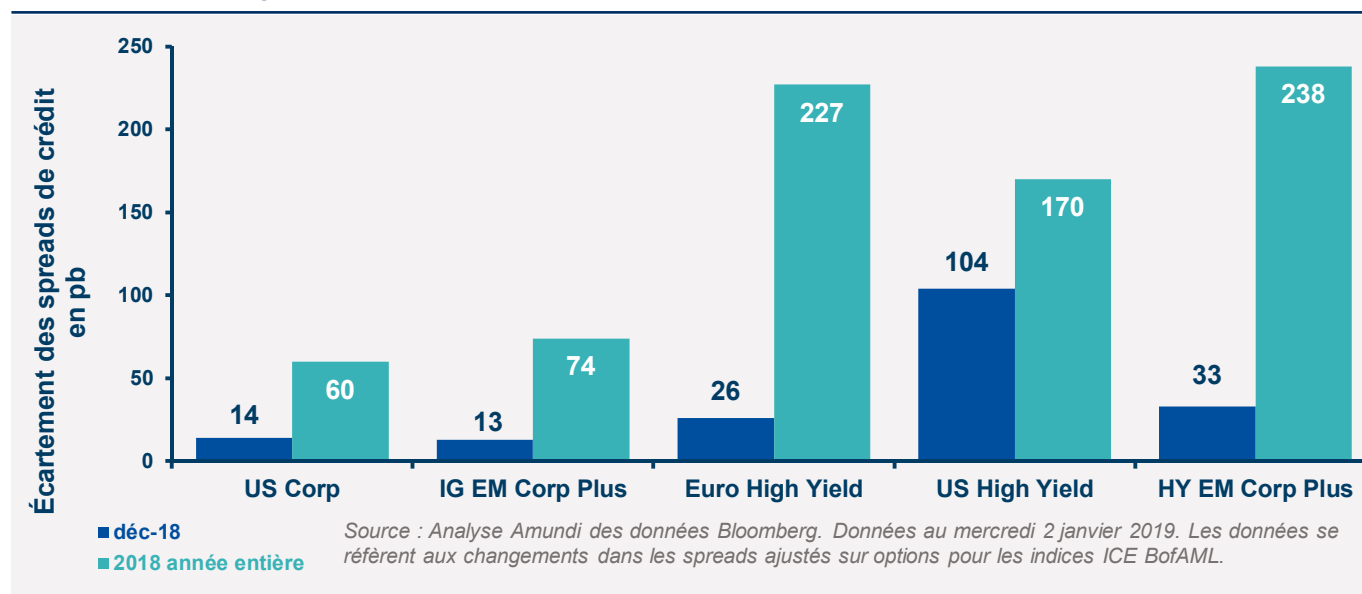
### Obligations des marchés émergents

Nous pensons que les tendances favorables dont bénéficie cette classe d'actifs se maintiendront en 2019, avec notamment une Fed plus conciliante, un relâchement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et une croissance modérée sans atterrissage brutal. Des fondamentaux relativement robustes dans les marchés émergents et moins de sévérité de la part des banques centrales soutiendront également les flux entrants. La sélection des pays sera extrêmement importante. Nous privilégions les pays dont la politique monétaire pourrait soutenir le cycle économique, compte tenu des vulnérabilités spécifiques et des risques idiosyncratiques. Les taux d'intérêt américains restant proches des niveaux actuels, les valorisations paraissent désormais attractives. Les investisseurs devraient pouvoir bénéficier du rendement des stratégies de portage, et nous privilégions les pays à haut rendement, comme le Brésil, l'Afrique du Sud et l'Indonésie. En cas d'affaiblissement significatif du dollar, nous pensons que les marchés en devises locales offriront le potentiel le plus élevé.

### Marché des changes

Le ton plus conciliant de la Fed pourrait peser sur le dollar américain, mais le contexte de l'UE (incertitude politique, ralentissement de la croissance) n'est pas suffisamment solide pour nécessiter une appréciation significative de la devise. Nous sommes tactiquement plus défensifs sur la livre sterling en raison de l'incertitude liée au Brexit. Nous sommes de plus en plus positifs sur le yen japonais, car la BoJ semble commencer à affiner sa politique.

### Creusement des *spreads* sur les marchés du crédit





**ACTIONS**

## La durabilité des bénéfiques sous les projecteurs

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions  
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents  
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

### Évaluation globale

Les marchés actions ont enregistré une reprise généralisée depuis le début de l'année, après les turbulences de décembre. Les perspectives pour les actions mondiales semblent incertaines, en raison du ralentissement économique international, des incertitudes politiques en Europe et des tensions commerciales. Toutefois, la classe d'actifs reste intéressante, car les primes de risque se situent à des points hauts historiques. La sélection sera le maître-mot, l'accent étant mis sur la durabilité de la croissance des bénéfiques, les valorisations et des taux de dividende attractifs comme moyen de rester sur la défensive durant cette phase.

### Europe

En Europe, alors que le ralentissement se concrétise, les prévisions de croissance résistent relativement bien et nous considérons la correction générale comme une source d'opportunités sur le marché. Nous mettons l'accent sur les facteurs micro-économiques et voyons du potentiel haussier faire surface à la suite de la dislocation des marchés de 2018. Nous maintenons une approche généralement équilibrée des facteurs macroéconomiques avec peu d'asymétries. Parmi les valeurs cycliques, certains titres ont fait l'objet de corrections excessives, les industrielles notamment, offrent d'intéressantes opportunités tant sur le segment cyclique de qualité que le segment défensif de qualité. Nous privilégions une telle exposition cyclique à d'autres secteurs tels que les matériaux de base. Le secteur bancaire semble extrêmement bon marché, mais, à ce stade, nous préférons une exposition à des valeurs de qualité supérieure parmi les banques des pays cœur plutôt que de la périphérie. En ce qui concerne les valeurs défensives, en revanche, certains domaines sont devenus relativement coûteux. Nous sommes moins enthousiastes à l'égard des biens de consommation de base étant donné leurs valorisations complaisantes et les perturbations auxquelles plusieurs de ces entreprises font face, ce qui élargit l'éventail des possibles (incertitude) dans nos prévisions. Parmi les défensives, la santé, à notre avis, promet des couples rendement/risque plus convaincants.

### Indicateur composite d'évaluation (CVI) des marchés d'actions américains et européens



## États-Unis

Dans l'hypothèse d'une absence de révision majeure à la baisse des bénéfices, ce qui, à ce stade, semble peu probable, le marché américain conservera ses soutiens. La volatilité demeurera probablement élevée à mesure que le marché enregistrera les révisions à la baisse des bénéfices. Le marché a déjà digéré les révisions des bénéfices dans certaines industries, telles que l'énergie et les biens d'équipement, mais il semble probable qu'il y ait encore de la place pour d'autres révisions, et ce même dans les industries précitées ou dans les services financiers. Nous avons renforcé notre intérêt pour les grandes valeurs technologiques (FAANG), qui offrent désormais des valorisations plus raisonnables et le modèle économique le plus durable de l'économie américaine. Dans l'ensemble, il s'agit ici d'un bon environnement pour une gestion active, où la primauté des valorisations et l'évitement des pires révisions à la baisse, particulièrement dans les cas où elles ne sont pas encore prises en compte, devraient être récompensés sur une base relative.

“ Nous recommandons d'exploiter la volatilité persistante en investissant dans des entreprises de qualité sous-valorisées. ”

## Marchés émergents

Nous sommes plus optimistes en ce qui concerne les actions émergentes, car nous prévoyons une stabilisation et une amélioration de la situation d'ensemble en 2019 avec une prime de croissance, par rapport aux marchés développés, qui pourrait à nouveau s'élargir à partir du second semestre de l'année. Les actions émergentes semblent bon marché en valeur relative et les investisseurs mondiaux sous-pondérés en actions émergentes disposent d'un soutien technique solide. Malgré ces perspectives positives, nous continuons de surveiller les risques liés à l'orientation du dollar américain, à l'incertitude entourant les négociations commerciales et à la durabilité de la croissance chinoise. Au niveau régional, nous privilégions les pays avec des perspectives de croissance positives (Chine, Inde) et des valorisations très attractives (Russie), tandis que nous sommes plus défensifs vis-à-vis des pays aux valorisations coûteuses (Chili, Thaïlande) et évitons les pays à haut risque politique (Turquie).

## ACTIFS RÉELS

### Immobilier européen : dynamiques et enjeux

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

#### Une classe d'actifs confrontée à de nombreux défis en 2019

L'année dernière s'est, dans l'ensemble, révélée positive pour les marchés immobiliers, malgré les inquiétudes liées au Brexit. Ainsi, en dépit d'une légère contraction au cours de l'année, la demande pour l'immobilier de bureaux a été supérieure à la moyenne de la décennie sur de nombreux marchés européens. Dans un contexte de rendements faibles dans de nombreuses classes d'actifs et de correction des marchés actions, en fin 2018 notamment, l'appétit pour l'immobilier devrait rester solide. À titre d'exemple, le volume des transactions en France a atteint un niveau record l'an dernier. En 2019 et dans les années à venir, les marchés immobiliers seront confrontés à de nombreux défis, tant structurels que cycliques. Cependant, nous pensons que la classe d'actifs sera en mesure de faire face à la transformation en cours, comme cela a déjà été le cas dans le passé.

“ Dans l'ensemble, 2018 aura été une année positive pour les marchés immobiliers. L'appétit des investisseurs pour l'immobilier reste solide. ”

#### Transformations structurelles en cours

Au cours des dernières années, des transformations ont été observées dans les différents segments de la classe d'actifs. L'immobilier de bureaux est confronté à l'évolution des méthodes de travail dans les grandes entreprises

et à de nouvelles tendances, telles, entre autres, que le « flex desk » ou partage de bureaux, le télétravail et l'essor des espaces de « co-working ». L'évolution des modes de consommation et l'émergence du commerce en ligne ont conduit de nombreuses entreprises à repenser leurs stratégies et à adopter une approche multicanal (à la fois physique et numérique) : il leur fallait, en effet, utiliser de meilleures données afin de répondre aux besoins des clients et offrir une meilleure expérience utilisateur. Elles ont, de plus, dû repenser leurs choix en termes d'implantation et expérimenter de nouveaux formats. La logistique, en revanche, a bénéficié de l'essor du commerce électronique ; elle est confrontée à une transformation en profondeur sur des questions telles que le besoin d'optimisation via les entrepôts XXL et la logistique du dernier kilomètre. Le secteur résidentiel évolue également, avec, par exemple, la multiplication des résidences de services pour personnes âgées ou encore l'intérêt croissant pour le « co-living ». Ces évolutions devraient se poursuivre au cours des prochaines années. Il est donc essentiel de rester attentif à ces changements, d'autant plus qu'ils ne sont pas encore établis de façon définitive et que le secteur immobilier continue d'évoluer. En outre, le secteur dispose déjà d'une certaine expérience en matière de réaction aux transformations structurelles. Nous pensons que les investisseurs doivent prendre en considération ces transformations dans leurs stratégies et faire en sorte que leurs actifs en portefeuille tiennent compte des changements structurels du secteur. Il convient, naturellement, d'être attentif aux fondamentaux économiques ainsi qu'à l'évolution de la nature des actifs immobiliers.

**“En 2019, et pour les années à venir, les marchés immobiliers seront confrontés à de nombreux défis, tant structurels que cycliques.”**

### Contexte économique difficile en 2019

Cette attention marquée est d'autant plus nécessaire au vu du contexte de valeurs élevées et de différenciation relativement faible des taux de rendement. En Europe, une réduction de ces écarts a été observée ces dernières années dans les centres-villes, ainsi que dans les zones résidentielles et les banlieues, cet écart atteignant parfois son niveau le plus bas depuis 10 ans.

Les taux des emprunts d'États européens ont moins augmenté que les prévisions en 2018. Selon notre scénario central, ils devraient toutefois croître légèrement en 2019. En parallèle, les conditions financières seront moins favorables à l'échelle mondiale que les années précédentes. Les principaux marchés immobiliers européens bénéficient actuellement d'un *spread* positif entre les rendements de l'immobilier de bureaux haut de gamme et les taux obligataires à 10 ans. Cet écart pourrait diminuer et, par conséquent, atténuer l'impact de l'augmentation des taux à 10 ans sur les rendements. Les principaux marchés immobiliers européens pourraient bénéficier de performances stables en 2019 pour les actifs haut de gamme, même si certaines hausses ponctuelles ne sont pas à exclure dans un environnement changeant et à haut risque politique. Considérant que peu d'offres ont été observées sur de nombreux marchés de centre-ville, notamment à Paris, Berlin et, dans une moindre mesure, Amsterdam, une hausse modérée des loyers pourrait se manifester dans les secteurs où il y a de l'offre. Pour garder l'équilibre, il faut aussi rester attentif à la création d'espaces de bureaux et à l'augmentation de la demande. L'environnement économique sera déterminant, car un ralentissement pourrait avoir un impact sur la demande de bureaux et stopper une éventuelle hausse des loyers. Les biens loués, qui fournissent des rendements locatifs, sont un élément clé de la performance globale de l'immobilier et représentent donc des actifs de premier ordre dans une stratégie diversifiée. De plus, la possibilité d'une hausse de l'inflation de l'ordre de 1,5 % dans la zone euro pourrait entraîner une hausse des loyers indexés avec des retombées positives en termes de performance.

**“Les investisseurs doivent tenir compte de ces transformations dans leurs stratégies d'investissement afin que l'allocation de leurs portefeuilles prenne en considération les changements survenant dans le secteur.”**

### 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	→			●
	US linkers*	→			●
	Cœur Euro	➔		●	
	Périphériques Euro	→		●	
	RU	→	●		
	Japon	→	●		
CRÉDIT	IG États-Unis	→		●	
	IG Euro	➔			●
	HY États-Unis	➔		●	
	HY Euro	→			●
	Dette émerg., devises fortes	➔			●
	Dette émerg., devises locales	➔			●
ACTIONS	US	➔			●
	Zone euro	→		●	
	RU	→		●	
	Japon	➔			●
	Pac. hors Jap.	→		●	
	ME internationaux	➔			●

\*US linkers: obligations du Trésor américain indexées sur l'inflation

### DEVICES ET ACTIFS RÉELS

DEVICES	EUR/USD	=
	EUR/GBP	=
	EUR/JPY	-
	USD/JPY	-

### LÉGENDE

➔ Révision à la baisse	+	Positif
→ Inchangé	=	Neutre
➔ Révision à la hausse	-	Négatif

Source: Amundi, 16 janvier 2019. 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

# La demande soutient les émissions de dette italienne mais les marchés primaires seront sous surveillance

BERTONCINI SERGIO, Responsable de la Recherche Taux et Change  
USARDI ANNALISA, CFA, Économiste Senior

Finalisé le 29/01/2019

### L'essentiel

Au cours d'une année qui marquera la fin du programme d'achat de titres du secteur public (PSPP) par la BCE et une augmentation des prévisions d'émissions nettes, nous nous concentrons ici sur la stratégie de financement de l'Italie et les perspectives du marché primaire pour 2019, domaine qui devrait attirer l'attention des marchés dans les prochains trimestres. Malgré un second semestre 2018 difficile, l'évolution du coût moyen de financement et de la maturité moyenne de la dette n'a, pour l'instant, pas eu d'impact significatif sur la structure de la dette italienne, comme nous l'illustrons dans cet article.

Le tout début de l'année 2019 a été marqué par une activité d'émissions obligataires du Trésor italien, à la fois très soutenue et couronnée de succès, qui, grâce à une forte demande, a permis à l'Italie de collecter respectivement 10 % et 50 % des émissions brutes et nettes globales de l'année, selon nos dernières projections et les indications du Trésor italien. Il convient également de noter que l'acceptation des opérations et les résultats postérieurs aux émissions ont été, dans l'ensemble, encourageants non seulement pour les BTP italiens, mais aussi pour les émissions d'autres pays périphériques, ce qui, d'une certaine façon, confirme que la recherche de rendement dans le contexte d'une politique monétaire plus accommodante se maintient dans la zone euro.

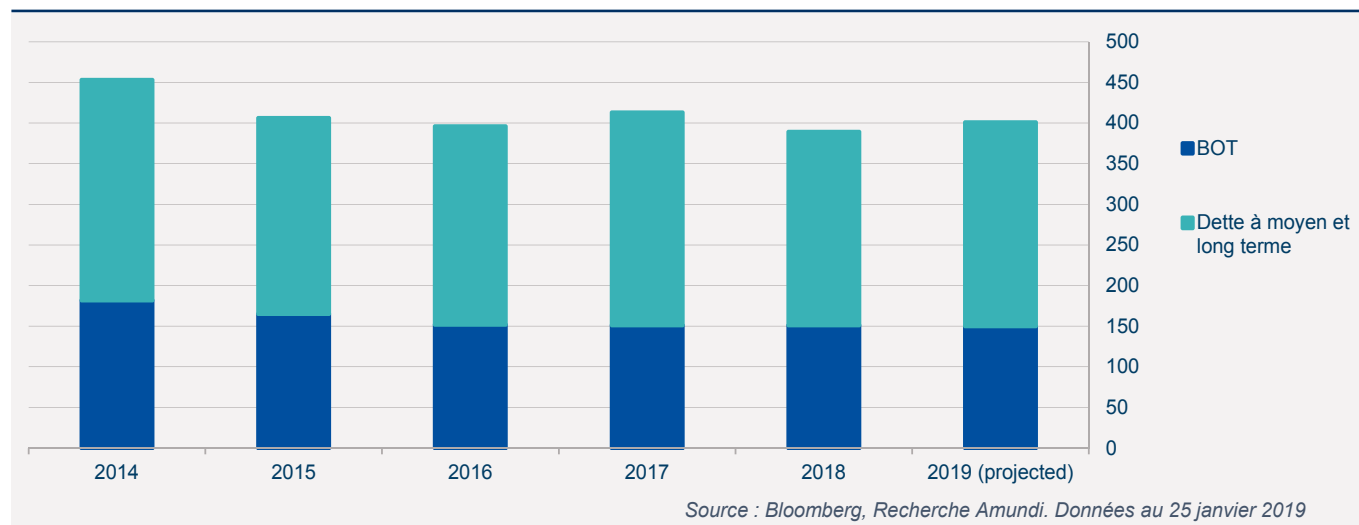
Néanmoins, malgré ces signes encourageants et le récent resserrement des *spreads* résultant de l'accord budgétaire conclu entre le gouvernement et la Commission européenne, le tableau macroéconomique semble encore plus sombre que l'année dernière et les risques à la baisse ont également augmenté en raison de facteurs externes.

### Stratégie de financement de l'Italie, perspectives du marché primaire pour 2019 et structure de la dette italienne

**L'Italie a récemment publié son document annuel dans lequel le Trésor présente sa stratégie de financement pour les 12 mois à venir ("Linee guida della gestione del debito pubblico - Anno 2019" MEF)**

Ces directives du Trésor italien sur sa stratégie de financement pour 2019 présentent plusieurs objectifs détaillés. Pour résumer, ceux-ci mettent l'accent sur la transparence, la gestion régulière et prévisible de l'activité du marché primaire et la concentration des émissions là où la demande semble plus robuste et le marché plus profond. La diversification de la base d'investisseurs est un autre objectif pour 2019, qui pourrait être atteint par le biais d'émissions en devises étrangères. Le Trésor italien vise également à optimiser l'équilibre entre maturité et coût moyen de financement au cours d'une année, ce qui semble certainement plus difficile que dans le passé récent.

## 1/ Dette publique italienne : émissions annuelles, par type d'instruments (en milliards d'euros)



## Une année difficile en termes de volumes d'émission

- Les émissions de **dette italienne à moyen/long terme** pour 2019 sont estimées à **250 milliards d'euros** et couvriront :
  - les rachats (plus importants qu'en 2018) à hauteur de 201 milliards d'euros, soit une augmentation de 17 milliards par rapport à l'année précédente
  - le déficit de trésorerie qui devrait s'élever à 50 milliards d'euros (proche du niveau de 2018)
- La composante **BOT** (obligations à plus court terme) devrait rester stable aux alentours de **150 milliards d'euros**
- Par conséquent, les projections pour 2019 font état d'un **volume de financement global** proche de **400 milliards d'euros**, supérieur aux 390 milliards d'euros émis en 2018.

**En comparant les segments de la courbe par rapport à 2018, l'offre devrait être plus faible dans la partie centrale de la courbe (5 et 7 ans) et plus élevée aux extrémités courtes (2 et 3 ans) et longue (10 ans et 15 à 30 ans).**

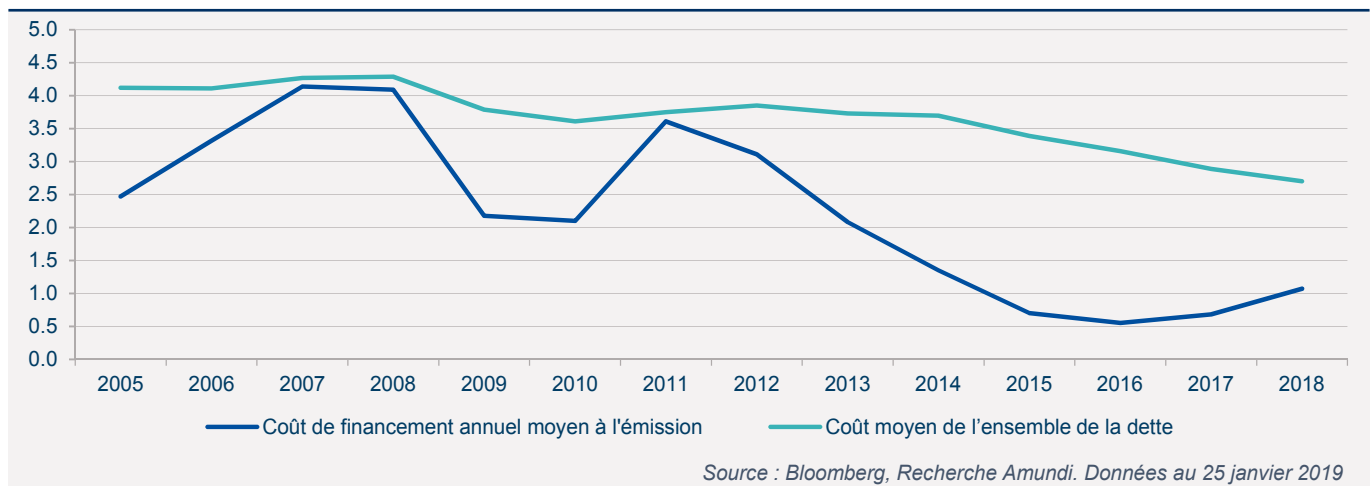
La répartition attendue des émissions entre les différents segments de la courbe souligne un double objectif de consolidation de la structure obtenue ces dernières années, notamment en termes de durée moyenne plus élevée et de maîtrise des coûts de financement, dans un contexte de forte accentuation de la courbe des taux au cours des derniers trimestres. En effet en mai 2018, les maturités à 3 et 5 ans ont enregistré une forte hausse par rapport à celles à 2 ans, alors que l'inverse se produisait sur les segments de 7 à 10 ans et les maturités extra-longues. Ci-dessous une analyse plus détaillée par segment de la courbe :

- **BIP à 3 et 5 ans** : les BIP à 3 et 5 ans ont représenté respectivement 36 milliards et 31 milliards d'euros d'émissions en 2018, avec un calibrage des volumes par rapport aux émissions à 3 ans (en pourcentage de la dette totale émise). Le total des émissions en 2019 sur ces deux échéances devrait rester dans la ligne du calibrage de 2018, avec probablement une asymétrie vers le 3 ans plutôt que vers le 5 ans. Le Trésor s'attend à une émission nette positive sur le 3 ans (plus que les 24 milliards d'euros de rachats) et négative sur le 5 ans (47 milliards d'euros de rachats).
- **BIP à 7 ans** : l'offre brute devrait être plus faible cette année par rapport au volume de 33 milliards d'euros en 2018, principalement en raison de la baisse des rachats sur ce segment. L'offre nette sera toutefois positive, ce qui augmentera le poids du segment par rapport à l'ensemble de la dette.
- **BIP à 10 ans** : les émissions se sont élevées à 36 milliards d'euros en 2018. L'offre brute est attendue en excès de 48 milliards d'euros cette année, le segment continuant de jouer un rôle de premier plan en 2019. L'offre nette sur ce segment devrait toutefois être légèrement négative.
- **BIP à 15, 20, 30 et 50 ans** : dans ses lignes directrices, le Trésor italien a fait part de son objectif de rester actif sur ce segment, malgré des conditions de marché plus difficiles. Conformément à cet objectif, le Trésor a déjà émis un emprunt obligataire de 10 milliards d'euros à 15 ans et, pourrait, en fonction des conditions du marché, émettre un emprunt à 30 ans. Au total, 30 milliards d'euros ont été émis l'an dernier pour les échéances extra-longues et l'Italie vise un volume d'émissions similaire au cours des 12 prochains mois. Compte tenu d'une maturité importante dans le segment des 15 ans, proche de 23 milliards d'euros, les émissions nettes devraient être positives dans ce segment.

## Qu'en est-il de l'évolution du coût de financement et de la maturité moyenne de la dette italienne ?

- La **maturité moyenne de la dette** n'a que légèrement diminué, passant de 6,9 ans en décembre 2017 à 6,78 ans en fin 2018.
- En parallèle, le **coût annuel du financement** en 2018 a augmenté pour la première fois au cours des dernières années pour atteindre **1,07 %**, contre **0,7 %** en 2015, **0,55 %** en 2016 et **0,68 %** en 2017, cette hausse débutant au cours de la deuxième partie du mois de mai.
- Un coût de financement annuel moyen de 1,07 % reste néanmoins relativement faible par rapport au **coût moyen de l'encours total de la dette**, qui a encore baissé en 2018 à **2,7 %** (les dernières données disponibles sont celles d'octobre), contre 2,89 % en 2017 et 3,16 % en 2016.
- Le graphique illustre l'évolution du coût de financement annuel et du coût moyen de l'encours global de la dette. Grâce à la forte baisse du coût de financement annuel en 2013-2015, une baisse significative, en décalé, du coût moyen de la dette a été enregistrée au cours des années suivantes (de 3,7 % en 2015 à 2,7 % en 2018).
- En supposant que les niveaux de rendement actuels correspondront aux coûts de financement moyens pour 2019, on peut s'attendre à une nouvelle hausse modérée des coûts de financement annuels à 1,3 % ou 1,4 %.
- D'après les indications récentes de la Banque d'Italie, cette hausse du coût annuel du financement, qui s'est concrétisée l'an dernier, devrait avoir un impact limité sur le coût global de la dette (voir le dernier numéro de la Revue de la stabilité financière publié en novembre 2018). « *La durée résiduelle moyenne longue des titres en circulation (6,7 ans) ralentit la transmission des hausses de rendement au coût de la dette. Sans modification de la composition du portefeuille de titres, une hausse permanente de 1 point de pourcentage des rendements à l'émission entraînerait une hausse du coût moyen de la dette d'environ 0,1 point de pourcentage après un an, 0,2 point après deux ans et 0,4 point après trois ans. Les titres à moyen et long terme (plus de 12 mois) arrivant à échéance en 2019 s'élèvent à environ 200 milliards d'euros, si l'on prend en compte les titres à plus courte échéance résiduelle et la nécessité de couvrir le déficit des administrations publiques, les émissions brutes de l'année prochaine s'élèveront à environ 400 milliards d'euros* ».

### 2/ Dette publique italienne : coût moyen du financement annuel et coût moyen de la dette totale, en points de pourcentage



### Les émissions du Trésor italien du début d'année ont été couronnées de succès

Le Trésor italien a été très actif sur le marché primaire dès le début de l'année. En effet, après seulement trois semaines, les émissions de titres de créance à moyen/long terme s'élevaient déjà à plus de 25 milliards d'euros.

- En chiffres absolus, cela signifie que par rapport aux besoins de remboursement de l'ensemble de l'année, l'Italie a déjà couvert 10 % de l'ensemble des émissions brutes prévues et un impressionnant 50 % de l'ensemble des besoins nets de financement pour 2019.
- En termes de durée de la dette émise, le Trésor italien a réussi à placer des obligations assez longues, l'échéance moyenne des émissions étant proche de 11 ans, soit près du double de l'échéance moyenne de l'encours de sa dette. Ceci a été rendu possible grâce à l'émission de 10 milliards d'euros de BIP à 15 ans et à 2,6 milliards d'euros et 1,5 milliard d'euros de BIP à 10 ans et 30 ans respectivement.
- Au regard des conditions de marché beaucoup moins difficiles de 2018, l'activité de cette année est encourageante, puisque le montant émis depuis le début de l'année est supérieur de 1 milliard d'euros au montant émis à la

même date l'an dernier. Cependant, pour compliquer un peu les choses, janvier est l'un des très rares mois de 2019 sans aucun rachat de titres.

- Les résultats des adjudications du Trésor italien ont été bons dans l'ensemble, tant en termes de montants émis par rapport aux montants ciblés (toujours à l'extrémité supérieure de la fourchette annoncée) qu'en termes de soumissions satisfaites.
- L'émission obligataire syndiquée à 15 ans a non seulement recueilli des ordres records de 35,5 milliards d'euros (taux de couverture 3,6x), mais a également attiré une offre initiale assez élevée de la part d'investisseurs étrangers, qui représentant environ les deux tiers du carnet d'ordres, et une distribution assez large par type d'investisseurs, sans prédominance des investisseurs à long terme. Un volume record a en effet été alloué aux gérants de fonds (55 %), tandis que la répartition géographique a vu une part importante allouée aux investisseurs basés en Allemagne, en Autriche et en Suisse (21 %), soit environ le double de l'allocation historique moyenne pour ces trois pays de BIP syndiqués à long terme de même type, émis au cours des quatre dernières années.
- Le resserrement des *spreads* qui a suivi la fermeture de cette émission de BIP syndiqués à 15 ans semble confirmer un intérêt réel pour la nouvelle dette émise par le pays.
- Parmi les autres pays périphériques, dans le sillage du succès du Trésor italien, l'Espagne a également collecté un carnet d'ordres record pour un emprunt souverain en euros à 10 ans, tandis que le Portugal et l'Irlande avaient déjà vendu 4 milliards d'euros d'obligations à 10 ans avec des carnets d'ordres supérieurs à 24 milliards d'euros et 18 milliards d'euros respectivement.

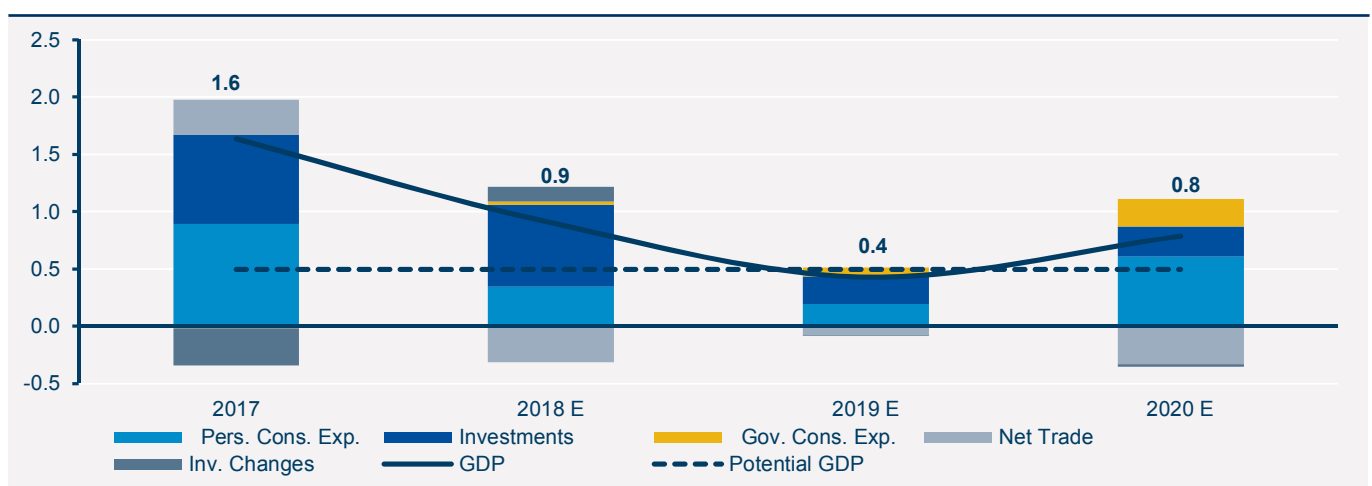
### Le tableau macroéconomique italien semble moins robuste

Grâce à l'accord final conclu par le gouvernement italien et la Commission européenne sur le budget 2019, la pression sur les BIP s'est quelque peu relâchée, un soulagement soutenu principalement par l'engagement implicite du gouvernement italien à travailler dans le cadre législatif et institutionnel de l'UE.

Nous ne devons néanmoins pas ignorer les risques accrus d'une récession technique pour l'Italie dont le PIB du troisième trimestre 2018 était négatif tandis que celui du quatrième risque d'être très faible. Ceci pourrait compromettre la réalisation de l'objectif de déficit pour l'année (2,04 %) et la diminution du ratio de la dette au PIB, car la croissance réalisée pourrait, en fin de compte, être beaucoup plus faible que l'hypothèse utilisée pour établir les objectifs. De plus, la trajectoire d'inflation devrait rester relativement modérée.

Bien que nous nous attendions à ce que la croissance de l'économie italienne se situe dans la fourchette de 0,5 % (prévision réelle de 0,4 % pour 2019), légèrement en deçà des projections de base du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque d'Italie (0,6 % pour 2019), nous pensons aussi que les risques à la baisse sont élevés. En effet, il existe d'importants risques en provenance de l'extérieur, notamment la décélération du commerce mondial et le ralentissement de la croissance chez les principaux partenaires commerciaux de la zone euro ce qui pourrait peser sur la partie de l'économie tirée par les exportations. Sur le plan intérieur, la baisse de la confiance des entreprises, conjuguée à un ralentissement des dépenses d'investissement et des investissements privés, pourrait peser sur la demande intérieure. Les consommateurs restent globalement optimistes, même si leur revenu disponible réel a légèrement reculé, que leur propension à épargner s'est légèrement accrue et que le marché du travail continue lentement à se tasser. Des cours du pétrole moins élevés pourraient, en revanche, constituer un risque haussier.

### 3/ Italie : PIB & contributions



Source : Thomson-Reuters Datastream, ISTAT, Recherche Amundi, données au 28/01/2019



## Conclusion

Le mois de janvier a été l'occasion d'une première vague d'émissions de BIP italiens qui a été bien accueillie sur le marché primaire malgré l'absence de rachats par la BCE. Les rachats reprendront toutefois au cours des deux prochains mois, puisque 23,1 milliards d'euros de BIP arriveront à échéance en début février, tandis qu'un montant similaire arrivera à échéance en mars, offrant ainsi un certain soutien au marché secondaire et, indirectement, aux prochaines adjudications. Des facteurs techniques à court terme ont soutenu un retour partiel de la demande extérieure, puisque selon les données disponibles, les « non-résidents » avaient fortement réduit leurs avoirs au cours des trois derniers trimestres de 2018. Cela pourrait expliquer la participation relativement élevée de la demande extérieure sur le marché primaire italien et sur d'autres marchés périphériques, ainsi que la répartition par type d'investisseur dans un contexte où on ne s'attend plus à une hausse des taux de la BCE cette année. L'Italie est ainsi parvenue à couvrir une part importante de l'offre nette annuelle par l'émission d'obligations à long terme. Sa stratégie de financement vise à optimiser la combinaison de la maturité moyenne et du coût moyen de financement, en maintenant la première stable tout en calibrant les émissions sur une courbe plus raide pour atteindre le second objectif. Malgré une légère hausse du coût de financement, le coût moyen de la dette globale demeure faible par rapport aux années précédentes et ne devrait pas être fortement affecté au cours des deux prochaines années.

Toutefois, l'année ne fait que commencer et, comme nous l'avons indiqué dans les chiffres présentés en première section, demeure très difficile en ce qui concerne les besoins et l'offre de financement dans son ensemble. En outre, les principaux défis à moyen et long terme sont fonction des tendances macroéconomiques plus fragiles que nous avons analysées dans la dernière section ainsi que des incertitudes politiques persistantes dans la zone euro (Brexit et élections européennes) et hors de celle-ci.

## 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).

Risque # 1

40 %  
probabilité

### Nouvelle montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine

**Analyse** | 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. 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. On ne peut néanmoins pas exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

**Impact de marché** | 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, certains projets d'investissement privé ont probablement déjà été 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.

Risque # 2

20 %  
probabilité

### Ralentissement majeur en Europe

**Analyse** | 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 est nettement plus faible au T4 que ce que nous avons prévu. Et la faiblesse semble aussi concerner le T1. 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, notamment à court terme. 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 un facteur favorable. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.

**Impact de marché** | 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.

Risque # 3

20 %  
probabilité

### Brexit sans accord

**Analyse** | Les députés britanniques ont rejeté à une large majorité, le 15 janvier, l'accord de sortie conclu avec l'Union européenne le 25 novembre. T. May a toutefois été confortée le lendemain par l'échec d'une motion de censure portée par l'opposition. Elle a aussi obtenu, le 29 janvier, l'appui du Parlement pour tenter de renégocier avec l'UE le « Backstop » nord-irlandais, principale raison du blocage. Cependant, la position officielle de l'UE est que l'accord de sortie, dont le Backstop fait partie, ne peut être renégocié. Nous estimons que la probabilité qu'un accord puisse être ratifié d'ici le 29 mars est d'environ 50 % (sachant que, même dans ce cas, un léger report du Brexit est probable). En effet, le passage du temps augmentant la pression du risque de « no deal », ainsi que, peut-être, quelques concessions de la part de l'UE, peuvent venir infléchir la position de certains députés (de l'opposition comme de la majorité) au tout dernier moment.

Il y a également, selon nous, une probabilité d'environ 30 % d'un report durable du Brexit, qui pourrait être la conséquence d'une décision en faveur d'un nouveau référendum, de nouvelles élections, d'un accord de l'UE pour donner plus de temps au Royaume-Uni pour réévaluer ses objectifs ou encore d'une révocation unilatérale de l'Article 50 par le Royaume-Uni. Enfin, la probabilité d'un « no deal » le 29 mars nous semble d'environ 20 % : l'hostilité de la grande majorité des députés à ce scénario est, certes, un garde-fou conséquent, mais le « no-deal » reste l'issue par défaut si aucun accord ne peut être trouvé sur une autre solution.

**Impact de marché** | Nous allons être confrontés à un flux de nouvelles dense dans les prochaines semaines. 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. Mais si jamais un accord est trouvé, la livre s'apprécierait et l'investissement privé bénéficierait vraisemblablement du repli de l'incertitude.

Risque # 4

**15 %**  
probabilité

### Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les *spreads* souverains en zone euro

**Analyse** | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu des relations très tendues avec l'UE jusque récemment. Le gouvernement a révisé à la baisse son objectif de déficit, avec une moindre détérioration du budget en 2019 (2,04 % contre 2,4 %). Il ne s'agit pas d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de « procédure de déficit excessif » à ce stade. Les relations avec la CE se sont améliorées au moins pour le moment. Les 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, ce qui a incité le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis.

**Impact de marché** | Selon nous, il n'y a pas de risque systémique. D'un côté, la hausse des rendements obligataires italiens a resserré les conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance en Italie. Mais d'un autre côté, en l'absence de procédure de déficit excessif, les *spreads* se sont resserrés, apportant un certain soulagement à court terme. Cependant, les perspectives à long terme n'ont pour ainsi dire pas beaucoup évolué et les risques demeurent domestiques. Il faut conserver à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait mobiliser, en cas de besoin, pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. Tout ceci devrait contenir le risque de contagion sur les *spreads* souverains périphériques et sur les *spreads* de crédit d'entreprises.

Risque # 5

**15 %**  
probabilité

### Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

**Analyse** | Les marchés émergents ont été en difficulté en 2018, 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 ont baissé en 2018. Le fait que la Fed soit proche de mettre un terme à ses hausses de taux et que le dollar se stabilise voire se déprécie est une bonne nouvelle pour les marchés émergents en 2019. Cependant, des tensions commerciales plus intenses entre les États-Unis et la Chine pousseront sans aucun doute vers une plus grande contagion (car les chaînes de valeur sont très intégrées).

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

Risque # 6

**15 %**  
probabilité

### Récession américaine

**Analyse** | Les enquêtes récentes indiquent que l'économie américaine a commencé à ralentir au T4. Nous estimons que la croissance va se tasser en 2019, notamment du côté de l'investissement privé. Mais une récession nous semble très improbable en raison de la résilience de la consommation. Compte tenu des tensions sur le *shutdown*, un compromis entre démocrates et républicains sur les infrastructures est très improbable. Tous les regards sont plutôt tournés vers la Réserve fédérale, qui semble s'apprêter à cesser de resserrer sa politique monétaire plus tôt qu'initialement prévu.

**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.

Risque # 7

**15 %**  
probabilité

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

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (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 la progression des forces politiques dites « anti-système » dans plusieurs pays. En septembre, le gouvernement italien a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. Un accord a été trouvé mais, en raison de possibles nouveaux dérapages budgétaires, ce dossier pourrait revenir sur le devant de la scène en 2019. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, d'importants mouvements sociaux ont pris le gouvernement par surprise fin 2018, ce qui pourrait compliquer la poursuite du programme de réformes de l'offre. Dans une moindre mesure, les perspectives politiques sont également incertaines en Allemagne (où la coalition gouvernementale n'est pas assurée) 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 la frustration à l'égard des institutions européennes soutient la progression des forces politiques antisystèmes. 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 avait 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. Par ailleurs, l'activité s'est nettement affaiblie en Chine et dans la zone euro en fin d'année dernière. L'année 2019 débute ainsi sur un ralentissement mondial synchronisé avec des risques baissiers qui prédominent nettement. La baisse des cours du pétrole depuis début octobre devrait néanmoins offrir un soutien précieux aux économies européennes et aux émergents importateurs de pétrole comme l'Inde et la Turquie.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial s'est affaibli ; après avoir débuté 2018 à environ 5 % en glissement annuel il se situait en octobre autour de 3,6 %. 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. La trêve commerciale conclue entre les États-Unis et la Chine – 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 – est néanmoins encourageante à court terme. Nous tablons sur une stabilisation de croissance du commerce mondial en 2019 sur un rythme voisin du PIB mondial.
- **États-Unis :** l'économie américaine a été stimulée par une politique budgétaire très accommodante dont les effets devraient s'éroder progressivement cette année. Nous pensons que la croissance va ralentir pour converger vers son potentiel d'ici début 2020, ce qui signifie en pratique que l'économie américaine va perdre 1pp de croissance d'ici la fin de cette année. En effet, notre prévision de croissance est 2,4 % en 2019 et de 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3 % au T4 2018 à 2 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, surtout si les pressions inflationnistes se manifestent 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, même si le thème de fin de cycle va rester probablement sur le devant de la scène, l'incidence du multiplicateur budgétaire s'estompant et les effets du resserrement de la politique monétaire se faisant sentir.
- **Zone euro :** nous avons une nouvelle fois révisé à la baisse nos prévisions de croissance pour 2019 (de 1,5 % à 1,2 %) mais nous maintenons notre prévision 2020 inchangée à 1,5 %. Malgré une reprise amorcée bien après celle des États-Unis, les économies de la zone 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. La faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés au 4<sup>e</sup> trimestre a augmenté la probabilité d'une nouvelle contraction du PIB, incitant le gouvernement italien à modérer son discours. 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 octobre, les cours élevés du pétrole. Pas étonnant dans ces conditions, que ce soit l'Allemagne qui ralentisse le plus brutalement. 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. En outre, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). Il faudra attendre les élections européennes de mai 2019, 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'UE et de la zone euro.
- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni demeure hautement instable. De nombreuses options sont encore possibles. Tout dépendra en définitive du scénario (cf. section facteurs de risque et notre « investment talk » publié sur le sujet le 9 janvier).
- **Chine :** la croissance chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (via les politiques monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait finir par se stabiliser, après un 1<sup>er</sup> semestre sous pression. 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, le cessez-le-feu conclu avec les États-Unis sur le plan commercial devrait 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. 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. Si une « surprise inflationniste » reste possible avec la progression des salaires (États-Unis, zone euro), elle est de moins en moins probable (faute de marge de manœuvre pour les entreprises pour augmenter les 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 début octobre à moins de 60 USD/baril fin janvier. Le principal facteur déclenchant 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'OPEP et les pays non membres de l'OPEP, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les prix du pétrole sur ce niveau.
- **Des banques centrales plus accommodantes :** la Fed va cesser de remonter ses taux au 1<sup>er</sup> semestre : nous n'attendons au plus qu'une hausse de ses taux directeurs, et probablement pas avant le 2<sup>e</sup> trimestre. La BCE, qui a mis fin à ses achats de titres en décembre 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. Nous n'attendons aucune hausse de taux de la BCE en 2019 ou en 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour normaliser sa politique monétaire (ralentissement de la croissance, absence d'inflation). Afin de maintenir des conditions monétaires très accommodantes, de nouveaux TLTRO sont hautement probables (1<sup>er</sup> semestre).



**Scénario de risque baissier (probabilité de 20 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, à une crise géopolitique ou à une 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.
- 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 durable 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.
- Crainte de récession aux États-Unis
- Dans le pire des cas, hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que les achats de titres financés par création monétaire



**Scénario de risque haussier (probabilité de 5 %) : accélération 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 pro-cyclique des États-Unis ayant un impact plus marqué que prévu sur la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement de courte durée. Reprise de la croissance en Chine grâce à un « policy mix » stimulant.
- 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

#### Ralentissement sur fond d'incertitude politique

- La croissance demeure supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif, mais les risques baissiers sont en hausse. Les difficultés pour parvenir à la conclusion d'un accord commercial durable avec la Chine et la prolongation du « shutdown » augmentent l'incertitude politique et peuvent avoir un impact sur l'économie réelle.
- La capacité de résistance de la consommation personnelle deviendra un facteur clé pour soutenir la croissance de la demande intérieure, dans un contexte de risque de décélération des investissements plus prononcé que prévu.
- La confiance des entreprises a récemment faibli, tant parmi les petites entreprises que parmi les plus grandes. Les incertitudes quant aux perspectives de croissance et de la demande pourraient également entraîner un fléchissement des projets de dépenses.
- Le marché du travail reste globalement solide en termes d'emploi et de croissance des salaires, ce qui renforce l'idée d'une demande vigoureuse des consommateurs.
- Les perspectives d'inflation restent favorables, avec de légères tensions maintenant l'IPC et l'IPC sous-jacent sous contrôle.
- Changement notable du ton de la Fed : La Fed sera « patiente » et « flexible » en ce qui concerne les taux, ouverte à un ajustement de sa politique de gestion en extinction du bilan et à l'écoute attentive des préoccupations du marché en matière de risque. Nous prévoyons une hausse supplémentaire au premier semestre 2019.

### Facteurs de risque

- Préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure freinant les projets d'investissement
- Les droits de douane et les mesures de rétorsion pénalisent les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Le resserrement de la Fed a eu une incidence, à retardement, plus forte que prévu sur les segments sensibles aux taux d'intérêt (erreur de politique monétaire)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de l'administration américaine

### Zone euro

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

- La croissance a été très décevante en 2018. Des facteurs temporaires négatifs (secteur automobile en Allemagne) ont joué mais ne peuvent expliquer à eux seuls la détérioration de la conjoncture. La hausse du pétrole (jusqu'en octobre) les tensions commerciales et les risques politiques ont également pesé. La faiblesse risque de se prolonger début 2019 avant un rebond, qui restera modéré, prévision de croissance 2019 de nouveau abaissée de 1,5 % à 1,2 %.
- Si un accord a été trouvé au sujet du budget italien, la France a connu de très vives tensions sociales au T4. Les risques politiques vont rester élevés en 2019.

- Montée des forces politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (guerre commerciale, ralentissement aux États-Unis et en Chine)

### Royaume-Uni

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

- Malgré le manque de visibilité concernant les modalités du Brexit, le marché du travail reste tonique et les salaires réels progressent, aidés par le reflux de l'inflation.
- Le Brexit pèse cependant sur la confiance et l'investissement. La ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre reste très incertaine. De nombreux scénarios sont possibles, dont un report du Brexit bien au-delà du 29 mars. Un « no deal » nous paraît improbable, même s'il n'est pas impossible.

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

### Japon

#### La politique budgétaire et la demande privée vont éclipser le paysage assombri des exportations

- L'activité à l'export a souffert du fait de la chute des exportations vers la Chine (22 % des exportations totales) liée à l'impact de l'accroissement des mesures tarifaires américaines sur les produits chinois. En parallèle, la demande des États-Unis et de l'Europe reste robuste.
- La demande intérieure, en revanche, est soutenue par une croissance régulière des revenus et par les efforts des entreprises pour faire face à la pénurie de main-d'œuvre. Les incertitudes au niveau mondial semblent freiner le moral des entreprises. Néanmoins, les dépenses d'investissement devraient seulement ralentir (sans baisser). En outre, les investissements publics consacrés à la réhabilitation des zones sinistrées devraient atténuer les effets de contagion des conflits commerciaux.
- En conséquence, l'ajustement des stocks a finalement pris fin. La baisse du prix du pétrole importé améliorera les conditions commerciales des entreprises, tandis qu'une forte baisse des tarifs des communications mobiles prévue en avril encouragera les dépenses dans d'autres domaines.

- L'administration américaine devrait adopter une position ferme à l'égard des négociations commerciales avec le Japon, à partir de janvier



**Chine**

- L'économie fait face à des défis à court terme élevés mais les responsables politiques paraissent déterminés à recourir à des mesures cycliques pour éviter un « hard landing ».
- Les exportations souffrent et l'immobilier pourrait fléchir quelque peu à l'avenir tandis que le coup de frein du secteur automobile pourrait s'avérer plus faible.
- Des mesures politiques supplémentaires sont en préparation. Les dépenses budgétaires ont fortement augmenté fin 2018. Début janvier, la BPC a abaissé le taux des réserves obligatoires des banques de 1pp. L'accent va être mis désormais sur des réductions d'impôt supplémentaires et sur les émissions plus importantes d'obligations spéciales par les administrations locales, comme annoncé.
- Avec la mise en place progressive des mesures politiques, la croissance globale du crédit devrait finir par se ressaisir dans les prochains mois.
- Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un élément d'incertitude important. Si les négociations de début janvier ont montré des signes légèrement positifs, les regards sont braqués sur la prochaine série de pourparlers programmée pour fin janvier.
- La pression à la baisse sur le RMB s'est quelque peu atténuée grâce au ton plus accommodant de la FED et à un dollar moins fort.

**Facteurs de risque**

- Incertitude au sujet du 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)**

- Les premiers chiffres du T4 2018 traduisent toujours un léger ralentissement. Le PIB de la Chine est au plus bas à 6,4 % en GA. Le PIB des Philippines est resté stable à 6,0 % en GA, en dessous des attentes, tandis que la Corée du Sud a surpris à la hausse. Dans l'ensemble, la demande intérieure résiste mieux que la demande extérieure.
- Les chiffres d'inflation sont demeurés globalement favorables. Aux Philippines, l'inflation a poursuivi son repli, de 6,0 % à 5,1 % sur un an.
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de resserrement monétaire agressif. Les banques centrales de la région ont opté pour l'attentisme et nous anticipons un certain assouplissement en Inde à court terme.
- Le cycle électoral s'ouvre dans la région : les scrutins se tiendront le 24 mars en Thaïlande, le 17 avril en Indonésie et entre avril et mai en Inde. C'est en Inde que les résultats devraient être le plus divisés.

- Malgré le ralentissement attendu, les perspectives de croissance restent correctes
- Inflation toujours très favorable. Le repli marqué se poursuit aux Philippines
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de relèvement des taux d'intérêt
- Le cycle électoral débutera bientôt dans la région

**Latam**

- Les données de haute fréquence ont confirmé l'amélioration relative de la conjoncture économique dans les petites et moyennes économies de la région. En Colombie, les ventes de détail et la production industrielle sont ressorties supérieures aux attentes à 10,8 % et 4,7 % en GA.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation a marqué une pause dans sa trajectoire vers l'objectif, progressant de 4,7 % à 4,8 % en GA.
- Les grandes banques centrales de la région ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés lors de leurs dernières réunions.
- Au Venezuela, le changement de régime tant attendu semble possible. Juan Guaido, à la tête de la nouvelle Assemblée nationale contrôlée par l'opposition, s'est proclamé président par intérim, arguant que Maduro avait usurpé la présidence. Maduro entame son deuxième mandat de six ans après une victoire jugée frauduleuse.

- Les petits pays sont mieux positionnés en termes de reprise
- L'inflation est dans l'ensemble favorable, le Mexique marquant une pause dans sa trajectoire baissière
- Pas de changement de politique monétaire
- Changement de régime possible au Venezuela

**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 2019, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.
- La Banque centrale pourrait augmenter ses taux de nouveau en Q1- 2019 en fonction de la faiblesse du rouble, des attentes d'inflation et des risques externes.

**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 maintenu ses taux inchangés mais il n'est pas exclu qu'elle doive les remonter 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, risque de baisse de la notation souveraine, montée des revendications sociales à l'approche des élections
- 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 (30 janvier 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Japon	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Zone euro	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>
Allemagne	1,5	1,2	1,5	2,0	1,6	1,7
France	1,5	1,3	1,5	2,1	1,5	1,7
Italie	0,9	0,4	0,8	1,1	1,3	1,6
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Brésil	1,3	2,2	2,1	3,7	4,2	4,3
Russie	1,7	1,5	1,7	2,9	5,0	4,3
Inde	7,8	6,9	7,1	4,0	3,8	4,9
Indonésie	5,1	5,3	5,4	3,2	3,4	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,0	2,4
Turquie	2,8	-1,0	1,5	16,2	16,5	13,3
Pays développés	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Pays émergents	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	31/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2.50	2.75	2.75	2.75	3.00
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

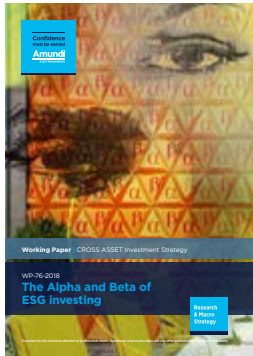
Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	31/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,49	2,80/2,90	2,5	2,70/2,80	2,45
Allemagne	-0,56	-0,50/-0,40	-0,53	-0,50/-0,40	-0,49
Japon	-0,17	-0,20/0,00	-0,16	-0,10/0,10	-0,16
Royaume-Uni	0,75	0,80/1,00	0,75	0,80/1,00	0,76

Taux 10 ans					
	31/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,67	2,90/3,00	2,7	2,80/2,90	2,71
Allemagne	0,17	0,25/0,45	0,22	0,25/0,45	0,27
Japon	0,00	0,10/0,20	0,03	0,10/0,20	0,06
Royaume-Uni	1,23	1,40/1,60	1,27	1,40/1,60	1,32

Prévisions de change					
	30/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,14	1,17	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	110	109,0	110,0	105	108,0
EUR/GBP	0,87	0,89	0,88	0,88	0,88
EUR/CHF	1,14	1,16	1,15	1,18	1,16
EUR/NOK	9,68	9,30	9,50	9,20	9,40
EUR/SEK	10,39	10,05	10,14	9,80	9,95
USD/CAD	1,32	1,30	1,31	1,29	1,29
AUD/USD	0,72	0,72	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,69
USD/CNY	6,71	6,8	6,85	6,7	6,75

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **The Alpha and Beta of ESG investing**

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE – Recherche Quantitative – Amundi, Lai LY – Responsable Analyse ESG – Amundi, Vincent MORTIER – CIO Adjoint Groupe – Amundi, Thierry RONCALLI – Responsable Recherche Quantitative – Amundi

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

Thibault BOURGERON, Edmond LEZMI – Recherche Quantitative – Amundi, Thierry RONCALLI – Responsable Recherche Quantitative – Amundi

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

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

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

Elisa BAKU – Recherche Quantitative – Amundi

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

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO – Recherche Quantitative – Amundi, Thierry RONCALLI – Responsable Recherche Quantitative – Amundi, Raphaël SOBOTKA – Multi-Asset Management – Amundi

### DISCUSSION PAPERS



#### **How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market**

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE – Recherche Quantitative – Amundi, Lai LY – Responsable Analyse ESG – Amundi, Vincent MORTIER – CIO Adjoint Groupe – Amundi, Thierry RONCALLI – Responsable Recherche Quantitative – Amundi

#### **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

### 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

# 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](https://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 d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

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

## 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