

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO
EN QUÊTE D'OPPORTUNITÉS
DE VALEUR

LE THÈME DU MOIS

**LE « RESSERREMENT QUANTITATIF »
DE LA FED TOUCHE À SA FIN: VIVE LE QE!**



Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

En quête d'opportunités de valeur

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Un investisseur se réveillant aujourd'hui après trois mois et regardant les marchés pourrait raisonnablement dire que peu de choses ont changé. En effet, l'année a commencé sur des bases solides et les **actifs risqués ont enregistré un rebond spectaculaire en début 2019**, effaçant l'essentiel des pertes d'un des pires mois de décembre jamais connus. **Certains écarts de valorisation ont donc été réduits sans toutefois être résorbés**. Les marchés ont rapidement remplacé la peur par l'avidité. Parmi les catalyseurs de ce regain d'optimisme, l'on retrouve le changement de stratégie de la Fed et les signes croissants de progrès réalisés dans les négociations entre les États-Unis et la Chine.

Quelque chose a donc bien changé. Il y a un an, le scénario central était celui d'une croissance synchronisée, d'un retour de l'inflation dans les préoccupations du marché et de hausses de taux. Toutefois, au second semestre de 2018 ce scénario a changé, avec un ralentissement synchronisé et quasiment aucune inflation à l'horizon. Nous tablons désormais sur des **divergences qui devraient apparaître au cours de l'année** : après une forte période de croissance, les États-Unis continueront à décélérer, les émergents pourraient se stabiliser et rebondir au second semestre, avec toutefois des divergences entre pays et, à condition que certains risques ne se concrétisent pas, la zone euro pourrait suivre un parcours identique, avec une stabilisation et un rebond au second semestre. À l'heure actuelle **nous bénéficions d'une sorte d'état de grâce** (ralentissement sans récession, banques centrales en pause ou accommodantes, rendements des obligations core stabilisés à des niveaux faibles) et tant que cette situation perdure (c'est-à-dire tant que la croissance ne fléchit pas trop ou que la Fed n'a pas à se concentrer sur des inquiétudes liées à l'inflation ou à la croissance), cela sera favorable au marché, malgré une certaine dose de volatilité alimentée par la persistance d'incertitudes (géopolitique) ou de vulnérabilités (endettement élevé). La ligne directrice pour traverser cette phase tardive du cycle est la **recherche constante de durabilité**. **Les différents points d'attention sont** : la **durabilité de la croissance** – les pays ou zones géographiques dont les secteurs domestiques sont robustes. Ceci vaut particulièrement pour les pays émergents, parmi lesquels il convient d'éviter ceux dont les modèles de croissance sont excessivement déséquilibrés et vulnérables, en privilégiant les zones bénéficiant d'une hausse de la demande intérieure (l'Asie en particulier) ; la **durabilité des bénéfices des entreprises**, en se concentrant sur les entreprises ayant des modèles économiques solides ; et la **durabilité de la dette** en évitant les situations les plus fragiles, qui pourraient être les plus affectées en cas de faible liquidité sur les marchés.

Nous sommes convaincus qu'en se concentrant sur les fondamentaux, les investisseurs peuvent éviter **le piège du pessimisme (et/ou de l'excès d'optimisme)** qu'un flux nourri d'actualités pourrait déclencher (conflits commerciaux toujours d'actualité et communications des banques centrales). Une telle approche devrait également permettre d'identifier les secteurs du marché en mesure d'offrir de la valeur aux investisseurs à long terme. En janvier, des opportunités d'accroître l'exposition au risque se sont présentées, à commencer par les marchés émergents et le crédit (aujourd'hui en partie exploitées). Nous surveillons désormais les **actions européennes** de près, car celles-ci pourraient redevenir une priorité pour les investisseurs. Il est vrai que la dynamique économique reste faible, mais de nouvelles impulsions budgétaires pourraient contribuer à stimuler la demande intérieure et une réaccélération de la croissance des marchés émergents pourrait également profiter à l'Europe. Les révisions de bénéfices reflètent le pessimisme associé à un ralentissement économique, mais nous observons maintenant des signes de ralentissement des révisions négatives, ce qui suggère la fin du pessimisme. Les valorisations ne sont pas aussi bon marché qu'elles l'étaient en début d'année, pour autant elles ne sont pas chères et des opportunités subsistent dans certains secteurs cycliques (notamment dans l'industrie). Les investisseurs ne doivent pas se précipiter, mais il pourrait y avoir des raisons de réinvestir dans les actions européennes au cours de l'année, et nous ne pensons pas qu'il y ait lieu d'être vendeur sur cette classe d'actifs à l'heure actuelle.

Pour conclure, puisque nous anticipons un sentiment de marché qui continue à osciller entre la peur et l'avidité, nous voyons une certaine marge de manœuvre pour une **rotation vers la qualité, une réduction de l'exposition directionnelle au marché ou le recalibrage tactique du budget risque**. À moyen terme, dans un contexte d'actifs à rendements faibles et sans risques, la consigne essentielle est d'essayer d'**identifier les opportunités de valeur découlant des fluctuations cycliques**.

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Évaluation prudente des risques, quasi neutre, en baisse par rapport au mois précédent depuis le fort rebond du marché

Changements par rapport au mois dernier

- Prises de bénéfices sur le crédit
- Plus de prudence dans l'ensemble après le rebond



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



MACRO

Ralentissement, incertitude et absence d'inflation sonnent le glas de la normalisation monétaire en 2019

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique
MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le commerce mondial s'est brutalement contracté au 4^e trimestre 2018 (-3,6 % en rythme annualisé). Ce repli ramène en définitive le commerce mondial sur un rythme annuel de croissance « plus normal » (i.e. plus proche du niveau moyen observé après 2008), après une accélération en 2017 qui, avec le recul, était excessive. En effet, le commerce mondial s'est affaibli depuis la grande crise financière. Alors qu'il augmentait d'environ 6 % par an sur la période 1992-2007, le rythme annuel moyen est environ de 2,6 % depuis 2012 (vs environ 5 % en 2017). Ceci dit, la chute du commerce observée en fin d'année s'est avérée brutale (-1,4 % en glissement annuel en décembre), une contraction inobservée depuis 2009. Cette chute pourrait s'expliquer par le rebond de l'incertitude. En effet certains modèles de commerce font état d'un lien significatif entre le niveau d'incertitude et le volume des échanges commerciaux. Si tel est le cas, l'envolée de l'incertitude induite par la crainte d'une escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine (pic sur les indices d'incertitude en décembre) est peut-être ainsi à l'origine du repli brutal du commerce ce même mois (via une chute des stocks de produits intermédiaires). Les indices d'incertitude politique ont déjà commencé à se replier au mois de janvier, sans doute en raison de la détente attendue entre les États-Unis et la Chine. **Il est probable qu'ils diminuent d'un cran supplémentaire en février, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, pourrait permettre au commerce mondial de se stabiliser.**

« Une récession étant peu probable, les marchés vont évoluer au gré de l'évolution de l'incertitude globale et des actions des banques centrales. »

Cependant, d'autres éléments d'incertitude sont à prendre en considération, notamment à court terme en Europe. D'une part, l'incertitude liée au Brexit demeure élevée. D'autre part, Donald Trump pourrait vouloir accroître la pression sur l'Europe en « exigeant » des mesures pour rééquilibrer le commerce bilatéral entre les États-Unis et la zone euro (avec le secteur automobile en ligne de mire). Or la conjoncture de la zone euro s'est très nettement affaiblie depuis plusieurs mois. La détérioration est particulièrement prononcée dans le secteur industriel, par nature le plus exposé au commerce mondial.

C'est dans ce contexte que les banques centrales ont changé leur communication. À la lecture des minutes de leur comité de politique monétaire, le revirement apparaît durable.

- Du côté de la **BCE**, les prévisions de croissance vont être abaissées. L'ampleur de la détérioration de la situation économique a surpris la BCE qui ne pense plus que cela soit uniquement lié à des facteurs temporaires. L'affaiblissement des exportations, les tensions commerciales et l'incertitude politique sont durables. **Dans ces conditions, la porte pour des TLTRO* est grande ouverte**: il s'agit de trouver le meilleur moyen d'éviter la diffusion et l'amplification par le canal du crédit bancaire (notamment en Italie).
- Du côté de la **Fed**, plusieurs membres du FOMC doutent ouvertement de la nécessité de remonter une nouvelle fois les taux. « **Wait and see** » sont les maitres mots. En outre, les minutes confirment que la Fed entend conserver une taille de bilan plus élevée. La recrudescence des risques domestiques (shutdown) et externes (Chine, zone euro, Brexit, tensions commerciales) est mise en avant pour expliquer ce revirement. En creux, trop d'inconnues pour continuer la normalisation monétaire, d'autant que l'inflation demeure contenue et que les coûts salariaux unitaires refluent.

En définitive, le soutien des banques centrales vient conforter notre scénario de choc temporaire et de résilience de la demande intérieure (notamment de la consommation) de part et d'autre de l'Atlantique.

* Les TLTRO sont des opérations ciblées de refinancement de long terme de l'Eurosystème accordées aux établissements de crédit pendant une période prédéfinie. Elles octroient aux banques des prêts à long terme à des conditions attrayantes afin de stimuler les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages en assouplissant davantage les conditions de crédit au secteur privé.

Le point de vue des stratégestes

Le crédit et les obligations périphériques sont prisés

Obligations des pays périphériques: Le mois de janvier a été marqué par une activité de nouvelles émissions très soutenue et fructueuse de la part du Trésor italien, l'Italie représentant environ 16 % des émissions brutes totales et 78 % des émissions nettes sur l'ensemble de l'année tandis que les autres pays périphériques parvenaient également à placer de nouvelles émissions. Le mois de février a commencé avec une autre opération réussie, sursouscrite, sur une échéance à 30 ans, qui a cependant pesé sur le marché secondaire, alors que la situation macroéconomique reste délicate.

Crédit: Le mois de janvier a également enregistré l'une des meilleures performances mensuelles de ces dernières années pour le haut rendement américain et européen, l'essentiel du terrain perdu au quatrième trimestre ayant été regagné. Des facteurs techniques plus favorables ont soutenu les produits de *spread* de l'UE: 1) la BCE a adopté un ton conciliant et devrait proposer une nouvelle série d'opérations à long terme; 2) la baisse des rendements des obligations refuges a accru l'attractivité relative des produits de *spread*; 3) la quête de rendement devrait perdurer, en particulier sur les maturités de 1 à 5 ans, où 75 % de la dette offre un rendement négatif ou nul à l'échéance; 4) positionnement assez réduit en début d'année et reprise de la collecte. Le revers de la médaille est que les valorisations semblent désormais plus proches des justes valeurs (bien que toujours attractives compte tenu de la relativement faible volatilité implicite des actions) et que le ralentissement macroéconomique s'est intensifié en zone euro.

Une phase de consolidation et de rendements de type portage par les produits de *spread* est désormais à prévoir, compte tenu du récent resserrement, des valorisations moins attractives et du ralentissement économique persistant. Les moteurs à court terme seront probablement l'évolution de la situation politique ainsi que les prochaines étapes de la politique monétaire de la BCE et de la Fed.



GESTION DIVERSIFIÉE

Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Le fort rebond des actifs à risque qui a suivi la correction de décembre a réduit de nombreux écarts de valorisation et tendu les positions survendues. Nous ne sommes pas convaincus que cette reprise soit durable. **En effet, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel : l'heure est à la vigilance et à la sélectivité**, et il est désormais temps de prendre les bénéfices là où le rebond s'est déjà matérialisé et de se préparer à un repositionnement dans les zones où les prix ne sont pas encore pleinement réévalués. Notre scénario central est celui d'une croissance économique mondiale convenable, mais qui ralentit et dont la croissance des bénéfices s'essouffle. De plus, des risques géopolitiques élevés ainsi qu'un certain nombre de risques idiosyncratiques subsistent ce qui accroît l'incertitude en termes de réactions politiques. Ces facteurs sont aujourd'hui atténués par les attitudes plus clémentes des banques centrales, qui contribueront à prolonger encore le cycle tardif et permettront le prolongement de conditions favorables pour certains actifs risqués (crédit, certains marchés émergents). Compte tenu des fragiles équilibres en jeu, nous tenons à souligner la nécessité de rester vigilant, dans un esprit d'optimisme prudent.

Des idées à conviction forte

Le cycle mondial des bénéfices a dépassé son pic, mais nous tablons tout de même sur une croissance à un chiffre en 2019. Les revenus seront un facteur clé du rendement des actions mondiales. Nous maintenons un biais défensif dans l'ensemble, en mettant l'accent sur la diversification parmi les actions régionales et une approche de style « value ». Nous **privilégions les actions japonaises**, car le marché propose encore des valorisations attractives après la correction de décembre, tout en bénéficiant d'un positionnement léger des investisseurs et d'un abri relatif par rapport aux tensions géopolitiques (conflits commerciaux en particulier).

Notre sentiment **reste modérément favorable à l'égard des actions émergentes** bien que les valorisations ne soient plus aussi attractives qu'au début de l'année. Nous sommes particulièrement **optimistes sur la Chine**, où la marge de manœuvre politique (monétaire et budgétaire) est plus importante que dans nombre d'autres économies émergentes et qui est davantage axée sur son marché domestique tout en bénéficiant de valorisations encore modérément attractives.

Dans le domaine du **crédit**, la récente compression généralisée des écarts de taux a été significative et les valorisations sont désormais moins attractives qu'au début de l'année. Nous préférons **alléger les positions sur le crédit pour permettre des prises de bénéfices tactiques**, les perspectives restent néanmoins bonnes avec un environnement de croissance faible (avec des risques de récession limités), des taux bas favorables aux stratégies de portage et un appétit élevé de la part des investisseurs. Nous privilégions le crédit de l'UE par rapport au crédit américain, en raison de caractéristiques techniques et fondamentales plus intéressantes.

Notre **opinion d'ensemble sur la duration est neutre** et nous attendons de meilleurs points d'entrée pour devenir plus agressifs sur le marché des bons du Trésor. Le tableau demeure trop incertain pour aborder la courbe de taux avec conviction, mais nous nous attendons à ce qu'une légère pression à l'aplatissement persiste.

Nous maintenons **une préférence pour les obligations américaines par rapport aux allemandes** (sur 5 ans) et, dans une perspective d'investissement à moyen terme, nous prévoyons de renforcer notre positionnement sur celles-ci à mesure que de meilleurs niveaux d'entrée se concrétiseront.

En ce qui concerne les devises, nous pensons que le dollar continuera d'être soutenu à court terme, la faible croissance en Europe et les risques politiques de l'UE représentant des éléments clés, mais nous nous attendons à voir une tendance baissière plus tard dans l'année à mesure que la Fed s'approchera de son objectif. Nous restons optimistes sur la NOK, prudents sur le GBP (contre l'EUR et l'USD) en raison du dénouement encore incertain du Brexit, et positifs sur le JPY.

« Compte tenu de la fragilité de l'équilibre actuel, l'heure est à la vigilance, la prise de bénéfices dans les secteurs ayant déjà surperformé et à la recherche de nouveaux points d'entrée. »

Risques et couvertures

Nous recommandons toujours une exposition à l'or et au yen à titre de couverture. L'or pourrait également bénéficier d'un ton plus conciliant de la Fed.

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions vs obligations					■			
Crédit	↘					■		
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.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Un allié: le portage

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

La volte-face des politiques des banques centrales empêchera probablement toute hausse significative des taux à long terme. Les marchés sont désormais revenus sur leurs prévisions concernant les hausses de taux de la Fed pour se concentrer sur l'évolution des positions des principales banques centrales des marchés développés et émergents qui, dans l'ensemble, deviennent de plus en plus accommodantes. Ce nouveau positionnement des banques centrales devrait soutenir l'appétit pour les actifs à risque (crédit et émergents), alimentant la quête de rendement parmi les investisseurs, bien qu'après la forte compression des *spreads*, l'attrait pour les opportunités de portage devrait se renforcer.

Obligations des marchés développés

Notre opinion sur la durée des obligations américaines, est globalement neutre, compte tenu de la plus grande souplesse de la politique de la Fed et de l'éventuelle fin anticipée de la réduction de son bilan. D'un point de vue mondial, nous sommes plus optimistes sur les États-Unis, neutres sur le Royaume-Uni et moins négatifs sur la zone euro, car nous ne prévoyons pas de nouvelle baisse des rendements par rapport aux niveaux actuels. Nous maintenons notre biais négatif à l'égard du Japon. Nous restons également positifs sur les obligations indexées sur l'inflation, en particulier aux États-Unis. Sur les marchés obligataires en euros, nous sommes plus optimistes à l'égard des pays périphériques avec quelques opportunités en Italie et nous continuons à exploiter les opportunités de courbe (c'est-à-dire les différentiels de 2 à 30 ans en Allemagne).

Crédit

Le crédit a été l'un des grands bénéficiaires de la reprise et sa réévaluation a été très rapide en janvier. Par conséquent, nous sommes devenus plus prudents à court terme, même si nous pensons que le crédit demeure un

moteur de rendement essentiel pour les investisseurs obligataires. En matière de crédit en euro, nous maintenons notre préférence pour la dette subordonnée des émetteurs financiers. Pour le crédit américain, après un regain d'optimisme en fin 2018, à l'occasion de l'élargissement des *spreads* de crédit, nous maintenons désormais notre position. Nous nous concentrons sur les opportunités en obligations qui n'auraient pas pleinement participé à la reprise avec, en parallèle des prises de bénéfices dans les secteurs qui semblent désormais être valorisés correctement. Nous demeurons prudents à l'égard des obligations d'émetteurs dont l'endettement est excessif par rapport à leur notation. Nous continuons de croire que les segments du crédit structuré, notamment les MBS d'émetteurs privés, les titres adossés à l'immobilier commercial et les ABS, peuvent offrir de la valeur relative aux investisseurs, ces titres étant soutenus par des consommateurs américains solides et bénéficiant de la protection de crédit supérieure qu'ils offrent par rapport à leur notation de crédit.

“Les volte-face des banques centrales ont remis les investisseurs en quête de rendement. Il est temps de se concentrer sur le portage et les fondamentaux, après l'important resserrement des *spreads*.”

Obligations émergentes

Le début de l'année a été marqué par une amélioration du sentiment vis-à-vis de la dette des marchés émergents. Nous nous attendons à ce qu'un ton plus conciliant de la Fed (et des autres banques centrales), des perspectives d'inflation favorables dans la plupart des pays émergents et une stabilisation des **conditions économiques continueront à favoriser cette classe d'actifs en 2019**. En ce qui concerne la dette émergente en devises fortes, nous tablons sur des rendements du même ordre que ceux des stratégies de portage, tandis que **les obligations émergentes en devises locales pourraient offrir un potentiel de rendement plus élevé**, malgré leur volatilité plus importante, de nombreuses devises émergentes étant encore sous-évaluées. Nous pensons que les investisseurs devraient améliorer la qualité de leurs portefeuilles, car les risques persistent (ralentissement économique et échanges commerciaux).

Marché des changes

Nous avons une opinion neutre sur le **dollar**, la Fed étant devenue plus conciliante. Nous penchons vers plus de **prudence sur l'euro** dans un contexte de dynamique économique faible (préférence pour les couronnes suédoises et norvégiennes) et une approche **neutre sur la livre sterling** en raison des incertitudes liées au Brexit. Nous sommes optimistes à l'égard du **yen** (refuge en cas de turbulences) et apprécions les **devises émergentes** disposant d'un potentiel haussier

Spreads de crédit IG



Spreads de crédit HY



Source : Amundi, Bloomberg. Données des indices obligataires ICE BofAML au 20 février 2019. IG UE : Euro Corporate Index ; IG États-Unis : US Corporate Master Index ; IG ME : IG EM Corp Plus Index, HY États-Unis : US High Yield Master II Index, HY ME = High Yield EM

ACTIONS

L'heure de la pause

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

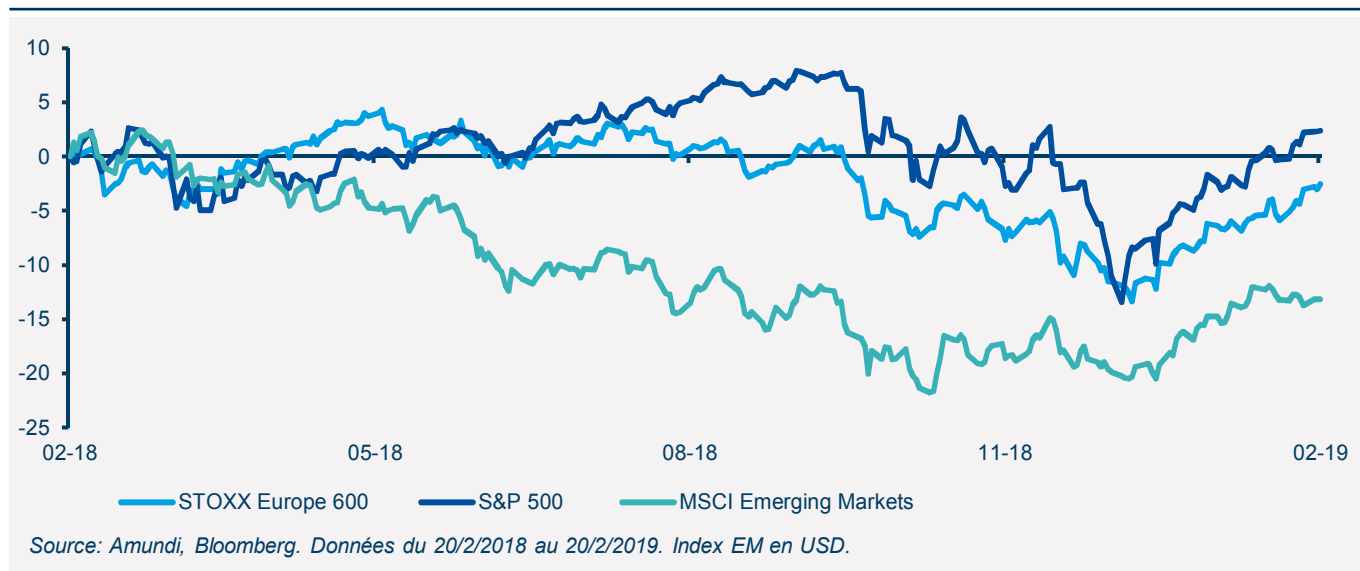
Évaluation globale

Le rebond des actions est arrivé très vite et nous pouvons raisonnablement nous attendre à ce que les marchés reprennent leur souffle. À l'avenir, l'accent sera mis sur la croissance des bénéfiques. Celle-ci a été revue à la baisse de façon générale et **le marché est dans l'ensemble plus vulnérable, étant dans un cycle tardif**. Toutefois, dans un scénario central sans récession, la croissance des bénéfiques devrait rester positive à l'échelle mondiale, avec des opportunités au niveau des régions, des secteurs et des valeurs. Les investisseurs doivent être conscients des potentielles vulnérabilités (ralentissement économique, risques géopolitiques), tout en exploitant les opportunités qu'une dislocation des prix peut faire surgir comme cela s'est produit au quatrième trimestre.

Actions des marchés développés

Aux États-Unis, les signes avant-coureurs ou les excès du marché, qui précèdent habituellement une récession ou un marché baissier, sont absents. Lors de la saison de publication des résultats du quatrième trimestre, les entreprises ont généralement annoncé des bénéfices supérieurs aux attentes des investisseurs. Toutefois le nombre d'entreprises ayant révisé leurs prévisions à la baisse est le plus élevé depuis 2016 – une tendance qui doit être surveillée de près. Nous apprécions toujours les entreprises de technologie qui génèrent le plus de liquidités et jouissent d'une solide position concurrentielle. Nous sommes également positifs sur les titres sous-évalués et les valeurs cycliques dont les valorisations sont les plus basses. Nous restons prudents sur les secteurs traditionnellement défensifs tant du point de vue « value » (services aux collectivités) que « growth » (produits de base). Les actions européennes ont été négligées l'an passé et bien qu'elles aient rebondi en 2019 le pessimisme à l'égard de la classe d'actifs reste probablement excessif. À notre avis, il n'y a pas de raison sérieuse de rester trop vendeur. En effet, si l'incertitude politique est grande, elle pourrait bien disparaître à l'issue du Brexit et des élections européennes.

Performance des marchés actions (% sur 1 an)



Les révisions à la baisse de bénéfices reflètent le pessimisme en lien avec le ralentissement économique, mais nous observons maintenant des signes de ralentissement de ces dernières, ce qui suggère que le pire est peut-être derrière nous. Les valorisations ne bénéficient plus des mêmes décotes qu'en début d'année, mais restent intéressantes. Dans le cadre d'une approche globale équilibrée, nous privilégions toujours les valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives, avec quelques poches de valeurs cycliques intégrant un scénario de récession qui diffère de notre scénario de référence. En termes de valeurs bancaires, un catalyseur est nécessaire (levée de l'incertitude politique ou nouvelles mesures accommodantes de la BCE) pour que le secteur regagne de l'attrait.

Les valorisations et les fondamentaux sont attractifs pour les **actions japonaises**, mais elles comportent des risques (niveau élevé du dollar et vulnérabilité aux exportations).

Actions émergentes

Nous restons optimistes à l'égard des actions émergentes bien qu'à court terme une pause puisse succéder au rebond.

Parmi les points forts de cette classe d'actifs figurent l'élargissement attendu du différentiel de croissance, des valorisations attractives par rapport aux marchés développés, une plus grande discipline en matière de dépenses d'investissement, l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs et une croissance des bénéfices convenable (avec des écarts entre les pays et les secteurs).

Nous avons une préférence pour les pays disposant de fondamentaux macroéconomiques solides, de moteurs de croissance domestique, de programmes de réforme solides et de valorisations attractives. Nous privilégions aussi les pays qui bénéficient d'une bonne marge de manœuvre monétaire et budgétaire et d'une faible vulnérabilité extérieure. Nos marchés de prédilection en Asie sont la Chine, l'Inde et l'Indonésie, dans la zone CEEMEA, la Russie (les sanctions ayant été partiellement intégrées) et en Amérique latine l'Argentine.

Nous restons prudents sur les pays dont les valorisations sont chères et qui présentent un risque politique élevé.

“ Nous tablons toujours sur une croissance positive des bénéfices cette année, mais les valorisations sont moins attractives depuis le rebond. Dans un cycle tardif, il est essentiel de mettre l'accent sur la durabilité des bénéfices. ”

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
Govies États-Unis	+		Nous sommes optimistes sur les obligations d'État américaines qui profitent du positionnement clément de la banque centrale et de la décélération des statistiques économiques (solides auparavant). Les obligations américaines semblent intéressantes en tant que stratégies de couverture et pour leurs caractéristiques de liquidité.
États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		Une Fed conciliante (objectif de normalisation des taux plus proche) et un tableau macroéconomique favorable pourraient continuer à soutenir le segment, mais après l'important rebond, nous voyons moins de soutien de la part des valorisations.
États-Unis Obligations d'entreprise HY	=	▲	Les <i>spreads</i> s'étant rétablis après la correction de fin d'année, nous voyons des rendements de type portage pour la classe d'actifs. Certaines opportunités pourraient se présenter parmi les obligations n'ayant pas participé pleinement à la reprise du crédit, mais nous restons plus prudents à l'égard des émetteurs qui ont bénéficié de la reprise et semblent désormais être correctement valorisés. Accent sur la viabilité de la dette.
Govies Europe	=		Potentiel de hausse limité pour les rendements des obligations d'État « core » et valorisations peu attractives. Des poches de valeur peuvent être décelées en jouant sur les variations de la courbe de rendement. Léger regain d'optimisme sur les obligations périphériques en euros (par rapport au mois dernier) et neutre sur les govies britanniques.
Euro Obligations d'entreprise IG	+	▼	Les perspectives restent encourageantes, mais nous sommes plus prudents depuis le rebond. Les valorisations sont moins attractives qu'il y a un mois seulement et plus proches de la juste valeur, et nous nous attendons à ce que les facteurs techniques soient moins favorables. Nous voyons encore un certain potentiel haussier lié à la réunion de mars de la BCE.
Euro Obligations d'entreprise HY	+		Les valorisations sont moins convaincantes qu'il y a un mois seulement et sont plus proches des justes valeurs, ce qui est conforme aux derniers indicateurs avancés macroéconomiques. L'endettement est encore faible et les taux de défaut devraient rester faibles au cours des 12 prochains mois. Nous suggérons d'aborder la classe d'actifs sous l'angle du portage, tandis que le resserrement des <i>spreads</i> devrait être limité.
Émergents Dette en devise forte	+	▼	La classe d'actifs bénéficie du soutien de banques centrales plus accommodantes. Les rebonds récents rendent les valorisations moins attractives. La volatilité à court terme pourrait faire apparaître des opportunités permettant de renforcer graduellement la classe d'actifs. Opportunités de portage attractives.
Émergents Dette en devise locale	++		Nous restons optimistes sur la classe d'actifs, en raison du soutien positif que constituent les devises émergentes qui sont toujours sous-évaluées et sont soutenues par une dépréciation anticipée du dollar américain. En outre, l'écart des taux réels reste favorable aux émergents par rapport aux marchés développés.

FIXED INCOME

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	+		Les résultats ont ralenti au T4 et les prévisions pour 2019 ont été revues à la baisse. Du côté positif, les valorisations ne sont pas chères et pourraient encore soutenir la classe d'actifs dans une perspective de moyen terme. À court terme, après l'important rebond, une consolidation est envisagée.
	Europe	=		Le positionnement du marché n'est toujours pas favorable à cette classe d'actifs compte tenu de la faiblesse du scénario économique, des révisions à la baisse des bénéfices et de l'incertitude politique. Cependant, une bonne partie des mauvaises nouvelles semble déjà être intégrée, à l'exception d'un Brexit sans accord et d'une politique commerciale agressive de la part de l'administration américaine. Nous adoptons un point de vue neutre et n'excluons pas de voir des opportunités faire surface à l'avenir.
	Japon	+		Le marché reste bon marché après le rebond de décembre. Toutefois, les entreprises exportatrices exposées à la croissance mondiale pourraient être affectées négativement par la faible dynamique de la croissance mondiale. Il faut prendre la devise en compte : un renforcement excessif du yen serait négatif pour le marché et doit être surveillé de près.
	Asie-Pacifique ex Japon	=		Le marché est très sensible au cycle des matières premières. À ce stade nous restons neutres, car une plus grande visibilité sur les dépenses d'infrastructure de la Chine est nécessaire avant d'adopter une attitude plus optimiste.
	Marchés émergents	+	▼	Nous restons légèrement optimistes à court terme, mais nous pourrions assister à une certaine consolidation après le rebond. Pour le reste de l'année, nous nous concentrerons sur la croissance des bénéfiques et l'évolution du cycle économique. La Chine est l'un des choix favoris.
AUTRES	Matières premières			Nous avons revu nos objectifs à la baisse sur le pétrole pour passer sur une fourchette de 55 à 65 USD et de 60 à 70 USD pour le WTI et le Brent, respectivement. Une dynamique économique négative et une Fed conciliante soutiennent à nouveau l'or, qui pourrait rester une couverture raisonnablement efficace cette année.
	Devises			Le dollar américain devrait garder ses supports à court terme, mais il devrait s'affaiblir au cours des prochains trimestres la Fed s'approchant de son objectif de taux. La forte appréciation du dollar en 2018 ne reflète pas les fondamentaux, de sorte que la devise est surévaluée par rapport aux devises des pays du G10. Nous sommes neutres sur la livre sterling en raison de l'incertitude liée au Brexit, et positifs sur le yen dans l'anticipation du rapatriement des flux.

LÉGENDE

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲
Négatif Neutre Positif Baisse vs mois précédent Hausse vs mois précédent

Source: Amundi, au mardi 19 février 2019. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises à haut rendement (High yield), Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI= West Texas Intermediate.

LE THÈME DU MOIS

Le « resserrement quantitatif » de la Fed touche à sa fin : vive le QE !

BERTONCINI SERGIO, Responsable de la Recherche Taux et Change

Finalisé le 25/02/2019

L'essentiel

Comme chacun a pu le constater, le ton de la Fed s'est considérablement assoupli au cours des deux derniers mois. Ce changement de communication est double et concerne à la fois les taux (la Fed est devenue « patiente » et « flexible » sur les perspectives de taux) et le resserrement quantitatif (fin du « pilote automatique » dans la réduction du bilan).

Dans cet article, nous nous concentrons sur le deuxième outil de la politique de la Fed et analysons les logiques et les objectifs derrière la normalisation du bilan qui ont été détaillés et largement partagés dans un récent communiqué de la Fed publié par son Président Jay Powell, d'autres gouverneurs de la Fed et dans le compte rendu de la réunion du FOMC de janvier. Une fin anticipée du resserrement quantitatif est devenue plus probable allant de pair avec une position plus conciliante sur les taux.

Le compte rendu de la réunion du FOMC de janvier publié mercredi a confirmé l'attitude conciliante de la banque centrale américaine. C'est particulièrement le cas en ce qui concerne le « resserrement quantitatif », le compte rendu confirmant que les gouverneurs de la Fed partageaient presque unanimement les déclarations antérieures de Jay Powell sur la normalisation du bilan de la banque centrale : « *la quasi-totalité des participants a estimé qu'il serait souhaitable d'annoncer d'ici peu un plan visant à cesser la réduction des actifs détenus par la Réserve fédérale plus tard dans l'année.* »

En bref, la Fed semble vouloir mettre un terme à la normalisation de son bilan le plus tôt possible, probablement d'ici la fin 2019, et viserait une taille finale bien plus élevée que les niveaux d'avant la crise financière mondiale. Le point de vue des membres de la Fed sur les taux paraît plus partagé avec « quelques » membres affirmant que « si l'économie évolue conformément à leurs prévisions, ils jugeraient approprié de relever la fourchette cible du taux directeur de la Fed plus tard cette année » et d'autres qui soulignent que « des hausses de taux pourraient s'avérer nécessaires, mais seulement dans l'éventualité où les données de l'inflation dépassaient leurs projections de base ».

Jay Powell aborde la question du resserrement quantitatif lors du FOMC de janvier

Comme chacun a pu le constater, le ton de la Fed s'est considérablement assoupli au cours des deux derniers mois. Ce changement de communication est double et concerne à la fois les taux (la Fed est devenue « patiente » et « flexible » sur les perspectives de taux) et le resserrement quantitatif (fin du « pilote automatique » dans la réduction du bilan). En résumé, le message de la Fed concernant sa stratégie est clair : une « pause » sur les taux est plus proche et la Fed a également révisé ses prévisions en matière de resserrement quantitatif.

Toutefois, selon nous, au mois de janvier les marchés se sont davantage concentrés sur le changement des perspectives en matière de taux et l'on manquait de détails concernant le deuxième point. Dans ce contexte, des indications plus claires sur le sujet de la normalisation du bilan ont émergé plus tard, à la fin du mois, lors de la première réunion du FOMC de 2019. À cette occasion nous estimons que le Président de la Fed a clairement exposé les directives pour la gestion de la fin du resserrement quantitatif.

Jay Powell a fait passer trois messages importants sur le resserrement quantitatif lors de la conférence de presse à l'issue de la réunion du FOMC du 30 janvier :

1. La taille finale du bilan de la Fed sera calibrée en fonction des besoins en réserves des institutions financières, avec une marge de sécurité. Selon Jay Powell : « *Le règlement de cette question centrale permet au FOMC de répondre à un certain nombre d'autres questions concernant les étapes restantes de la normalisation du bilan. La décision de maintenir notre mode de fonctionnement actuel signifie qu'après avoir tenu compte de la monnaie en circulation, la taille finale de notre bilan sera déterminée principalement par la demande en réserves des institutions financières, avec une marge de sécurité en sus de sorte que les fluctuations de la demande de réserves ne nous obligent pas à intervenir fréquemment et de façon importante sur les marchés* ».

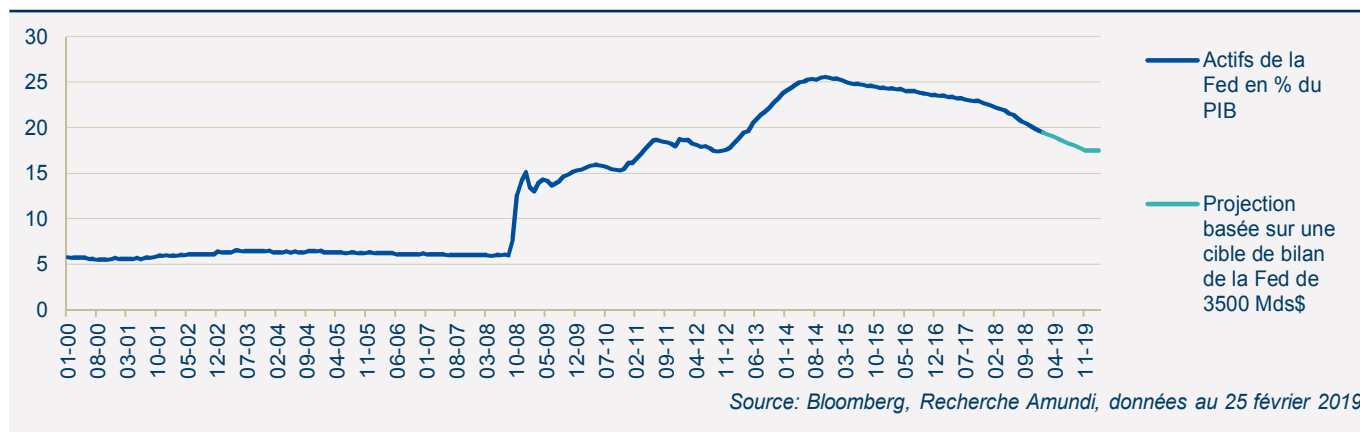
2. La taille estimée de ces réserves est significativement plus élevée que le niveau d'avant la crise financière mondiale et a considérablement augmenté au cours de l'année passée : « *Les estimations du niveau de la demande de réserves sont assez imprécises, mais nous savons que dans le contexte de l'après-crise cette demande est bien plus importante qu'auparavant. L'augmentation des avoirs de réserve est un élément important du renforcement de la position de liquidité que les institutions financières se doivent désormais de maintenir. De plus, selon les enquêtes et les données de marché, les estimations actuelles de la demande en réserves sont considérablement plus élevées que celles d'il y a environ un an. Cela signifie que la normalisation de la taille du portefeuille sera achevée plus tôt et que le bilan sera plus important que dans les estimations précédentes* ».

3. Lors des prochaines réunions, la question sera abordée et une décision pourra être prise et communiquée : il se pourrait donc que 2019 marque non seulement la fin de la normalisation des taux, mais aussi la dernière étape de la normalisation du bilan. « *À la lumière de ces estimations et des progrès considérables que nous avons réalisés en matière de réduction des réserves, le Comité cherche actuellement à déterminer un calendrier approprié pour mettre fin aux réductions du bilan. Cette décision s'inscrira probablement dans le cadre d'un plan visant à atteindre graduellement nos objectifs finaux en matière de bilan tout en minimisant les risques dans la poursuite des objectifs de notre double mandat et en évitant toute perturbation inutile du marché. Ces plans seront mis au point lors des prochaines réunions* ».

Le grand point d'interrogation concerne évidemment le niveau de réserves ciblé par la Fed. En effet, lors de la précédente réunion du FOMC, le consensus du marché anticipait déjà de façon générale un niveau de réserves excédentaires de l'ordre de 1000 milliards de dollars. Un tel niveau serait considéré comme compatible avec une taille de bilan de 3500 à 3600 milliards de dollars (en baisse d'environ 400 à 500 milliards par rapport au niveau actuel qui avoisine les 4000 milliards).

Lors de la séance de questions-réponses qui a suivi la conférence de presse, Jay Powell, n'a, logiquement, validé aucun de ces chiffres, mais a semblé être en phase avec le consensus. À la question directe qui lui était posée sur ce thème : « *vous [...] faites toujours allusion à la moyenne du marché ou aux perspectives du marché concernant la taille du bilan. Pouvez-vous valider cette moyenne du marché, qui s'établit à 3500 milliards? Et si vous ne la validez pas, pourquoi continuez-vous à y faire allusion?* » Jay Powell donna la réponse suivante : « *Je ne vais pas, ici et aujourd'hui, dévoiler notre estimation ni valider celle de qui que ce soit d'autre concernant le bilan d'équilibre. Certaines estimations circulent, mais je n'en suis pas encore au point où je peux évoquer de chiffre sur ce point. Des estimations ont été faites et je pense qu'elles sont cohérentes dans l'ensemble avec ce que j'ai dit.* »

1/ Avoirs de la Fed en % du PIB



Sources de référence pour les niveaux de réserves ciblées par la Fed

Pour en revenir aux déclarations du Président, les deux sources correspondantes aux « enquêtes et données de marché » citées dans sa déclaration mentionnée au point 2) sont probablement **a) les enquêtes auprès des cadres financiers supérieurs** (Senior Financial Officer Survey), **b) l'enquête auprès des spécialistes en valeurs du Trésor** (Survey of Primary Dealers) menée par la Fed de New York. Pour aller plus loin, voici quelques éléments issus de ces deux enquêtes :

a. Enquête auprès des cadres financiers supérieurs

En septembre, les cadres financiers supérieurs des banques ont été invités à répondre à une question spécifique concernant « le niveau acceptable le plus bas des avoirs de réserve » :

« Les cadres financiers supérieurs de chaque banque ont été invités à indiquer le niveau approximatif le plus bas des réserves avec lequel ils se sentiraient à l'aise avant de prendre des mesures actives pour en maintenir ou augmenter le niveau compte tenu de l'ensemble des taux d'intérêt à court terme par rapport au taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER) ».

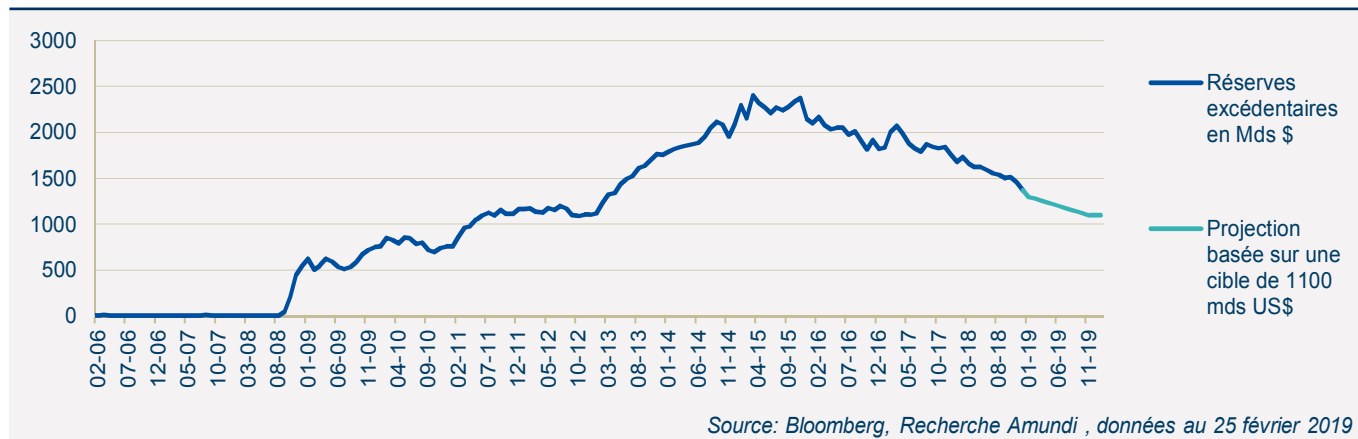
« Dans l'ensemble, les niveaux de réserves acceptables les plus bas déclarés par l'ensemble des répondants s'élevaient à environ 600 milliards de dollars, soit un peu moins de la moitié de la moyenne des réserves de ces banques en août 2018. Rappelons que, dans l'ensemble, les banques interrogées détenaient environ les deux tiers des réserves totales au moment de l'enquête. » Au vu de la dernière déclaration, il est raisonnable de déduire que la demande globale en réserves de l'ensemble du système devrait avoisiner 850 à 900 milliards de dollars. En ce qui concerne la marge de sécurité mentionnée par Jay Powell lors de la dernière réunion du FOMC, un niveau de 100 à 150 milliards de dollars est jugé approprié par le consensus, pour un total des réserves se situant à environ 1000 milliards de dollars.

b. Enquête auprès des spécialistes en valeurs du Trésor menée par la Fed de New York

Dans une allocution sur la normalisation des politiques monétaires le 26 octobre 2018, Simon Potter, de la Fed de New York, avait déjà cité l'enquête du mois de septembre auprès des spécialistes en valeurs du Trésor : « Nos enquêtes régulières nous donnent une idée de la façon dont certains acteurs du marché perçoivent bon nombre de ces composantes. Les enquêtes interrogent notamment les acteurs du marché sur leurs attentes quant à la taille et à la composition du bilan de la Réserve fédérale, en moyenne, en 2025, dans l'hypothèse d'un non-retour à la borne du zéro. Les réponses constituent un bon indicateur des attentes quant à la taille à long terme du bilan. La projection médiane est celle d'un bilan qui s'établirait à 3600 milliards de dollars en moyenne en 2025 avec 750 milliards de réserves, soit environ 1000 milliards de moins que le niveau actuel. »

Cette enquête a confirmé le consensus du marché dont les attentes avoisinent les 3500 milliards de dollars à long terme, tandis qu'une enquête plus récente met en lumière la composition attendue du bilan de la Fed, dont la composante en bons du Trésor devrait gagner en poids par rapport aux MBS et des réserves plus importantes de l'ordre de 850 milliards. Il est également intéressant de noter que l'avis émis par l'ancien Président, Ben Bernanke, il y a deux ans, est plutôt cohérent avec le consensus actuel. Ce dernier avait fait valoir le 26 janvier 2017, que « compte tenu de la croissance du PIB nominal et des engagements bancaires, le niveau critique des réserves bancaires nécessaires à la mise en œuvre d'une politique monétaire au moyen d'un « système plancher » semble aujourd'hui susceptible de dépasser largement les 1000 milliards de dollars et de croître au-delà. »

2/ Réserves excédentaires des banques américaines (en Mds de dollars)



En ce qui concerne le policy mix, Jay Powell a réaffirmé la « prédominance » des taux par rapport au bilan :

« Premièrement, comme nous le soulignons depuis longtemps, **le taux des fonds fédéraux est notre instrument actif de politique monétaire.**

Deuxièmement, en ce qui concerne le déroulement de la normalisation, nous n'hésiterons pas à apporter des changements en fonction de l'évolution économique et financière. Cela ne signifie pas que nous utiliserions le bilan comme un outil actif, toutefois des changements occasionnels pourraient être justifiés.

Troisièmement, nous réitérons une phrase des principes de normalisation que nous avons adoptés en juin 2017. Bien que le taux des fonds fédéraux demeure notre outil actif dans de nombreux scénarios, nous convenons que l'économie pourrait à nouveau présenter des conditions dans lesquelles la politique de taux des fonds fédéraux n'est pas suffisante. Dans de tels cas, le FOMC est prêt à utiliser toute la gamme des outils à sa disposition, y compris la politique de bilan. »

Voilà qui semble très cohérent avec les indications antérieures des responsables de la Fed concernant la dynamique de normalisation des taux et de normalisation des bilans. Ceci a été décrit en détail dans l'allocution, mentionnée plus haut, de Simon Potter de la Fed de New York, qui est également utile pour comprendre la toute dernière déclaration de Jay Powell.

« Au fur et à mesure que le portefeuille se rétrécit et que le niveau des réserves diminue, comment saurons-nous si nous passons d'un environnement caractérisé par des réserves abondantes à un environnement caractérisé par des réserves peu abondantes? [...] À des niveaux de réserves élevées, la réactivité des taux aux variations des niveaux de réserves est assez faible et la courbe de la demande est qualifiée de « plate ». À mesure que les niveaux de réserves excédentaires diminuent, la sensibilité des taux augmente. Lorsque les réserves excédentaires sont faibles, le taux au jour le jour réagit fortement à de simples ajustements du niveau des réserves et la courbe de la demande est qualifiée de « raide ».

« Quand les taux au jour le jour – y compris les taux des transactions de fonds fédéraux – partent à la hausse, de quels outils la Réserve fédérale dispose-t-elle pour s'assurer qu'ils demeurent globalement dans la fourchette cible lorsque les réserves sont abondantes? **La fourchette cible des fonds fédéraux est une caractéristique importante des communications publiques du FOMC, et le contrôle du taux des fonds fédéraux et des autres taux du marché monétaire est donc pris très au sérieux.** La confiance du public dans notre capacité à maintenir les taux à l'intérieur de la fourchette cible est importante pour garantir que les attentes relatives à l'orientation future de la politique monétaire du FOMC sont bien intégrées à la structure à terme des taux d'intérêt et ont par conséquent une incidence appropriée sur les conditions financières et l'économie en général ».

En résumé, le calibrage de la taille du bilan et du volume des réserves excédentaires vise à maintenir les taux directeurs dans la fourchette cible, sans volatilité indésirable des taux à court terme, le recours à une politique du bilan n'intervenant qu'en cas de besoin d'outils non conventionnels.

Les comptes rendus du FOMC et les discours de la Fed en février ont donné plus d'indications quant à la cible et au calendrier

À la suite du message de Jay Powell, en février, d'autres indices sur la taille visée du bilan et le calendrier de la fin du resserrement quantitatif ont émergé, les principales sources de nouvelles indications étant les discours et la publication du compte rendu de la réunion du FOMC de janvier.

Sur la question du **calendrier** de la fin du resserrement quantitatif, le compte rendu du FOMC suggère assez clairement qu'elle devrait avoir lieu en 2019 : « **la quasi-totalité des participants a estimé qu'il serait souhaitable d'annoncer d'ici peu un plan visant à cesser la réduction des actifs détenus par la Réserve fédérale plus tard dans l'année.** » En outre, beaucoup d'observateurs ont souligné que la décision et sa communication devraient intervenir bientôt, le terme « **d'ici peu** » pouvant faire référence à l'une des deux prochaines réunions du FOMC.

Si le consensus en matière de calendrier est général, le **niveau cible** des réserves ne semble pas faire l'unanimité parmi les membres de la Fed. Dans leurs récents discours, Lael Brainard, Richard Clarida, John Williams et Patrick Harker ont évoqué une fourchette comprise entre un minimum de 1000 milliards de dollars et un maximum de 1300 milliards, donc, en moyenne, proche et même au-dessus du niveau de 1000 milliards mentionné précédemment.

Si la Fed détecte un assèchement des liquidités lorsque les réserves excédentaires tomberont entre 1100 et 1200 milliards, cela représenterait un ratio d'actifs de la Fed par rapport au PIB se stabilisant autour de 17 %, comme l'illustre le graphique, ce qui reste relativement élevé par rapport aux niveaux d'avant la crise mondiale qui étaient proches de 5 %.

La composition future du bilan de la Fed est un autre sujet pertinent à aborder, bien qu'il s'étale sur un horizon de moyen à long terme. La dernière enquête menée auprès des spécialistes en valeurs du Trésor mentionnée

plus haut a fait ressortir des prévisions de changement de la composition actuelle du portefeuille en faveur de bons du Trésor américain. Selon ces prévisions les obligations du Trésor américain devraient passer de 55 % à 76 %, tandis que la proportion allouée aux MBS d'agences d'État devrait chuter de 40 % à 19 %. Cette tendance de la composition du bilan semble cohérente avec les récentes déclarations de la Fed. La Présidente de la Fed de Cleveland, Loretta Mester, a notamment déclaré à propos de la composition que « *ma préférence se porterait essentiellement sur les bons du Trésor [...] et je l'orienterais vers les bons du Trésor à court terme [...] La duration serait plus courte que celle du bilan actuel* ».

Sur ce sujet, le tout dernier discours du vice-président de la Fed chargé de la supervision bancaire, Randal Quarles, a confirmé cette préférence pour les bons du Trésor : « *Je suis favorable au retour à un bilan intégralement composé de titres du Trésor et à la liquidation complète de nos positions en titres adossés à des créances hypothécaires (MBS)* » Le message de Randal Quarles sur la duration semble également bien en phase avec la déclaration citée plus haut du gouverneur Loretta Mester. Sa logique est que : « *en ce qui concerne la duration, le fait de raccourcir la duration de nos avoirs pourrait accroître la capacité de la Fed, le cas échéant, à influencer sur les taux d'intérêt à long terme. Toutefois, il pourrait être préférable que la composition de notre portefeuille de titres du Trésor corresponde à peu près à celle des échéances de l'ensemble des titres du Trésor en circulation afin de réduire au minimum tout risque de distorsion du marché découlant de notre portefeuille.* »

Conclusion

La communication de la Réserve fédérale, depuis le début de l'année, pointe, de façon générale, vers une fin anticipée des réductions de bilan. En janvier, le Président Jay Powell a expliqué la logique derrière le calibrage de la taille du bilan et la nécessité de tenir compte du volume des réserves excédentaires afin de maintenir les taux directeurs dans la fourchette cible sans volatilité indésirable des taux à court terme. Jay Powell a clairement indiqué que les estimations concernant le montant des réserves excédentaires nécessaires ont considérablement augmenté au cours de la dernière année. Le compte rendu de la dernière réunion du FOMC révèle que les membres de la Fed pensent de façon presque unanime qu'il faut mettre fin au resserrement quantitatif de façon anticipée. Le compte rendu indique également que la banque centrale annoncera probablement bientôt les détails de son plan, à savoir, lors de l'une des deux prochaines réunions du FOMC. Compte tenu des estimations provenant d'enquêtes auxquelles certains membres des banques centrales ont récemment fait référence, nous pouvons déduire que le bilan de la Fed pourrait se stabiliser plus tard dans l'année à des niveaux, en pourcentage du PIB, bien plus élevés que ceux d'avant la crise mondiale. En résumé, et malgré la normalisation du bilan, les liquidités dans le système devraient rester abondantes par rapport au passé, tandis que sur le plan de la composition de celui-ci, la Fed devrait augmenter progressivement la pondération des bons du Trésor américain par rapport aux MBS dans son portefeuille actuel, et ce, probablement avec une duration d'ensemble plus courte. L'attitude plus clémente de la Fed sur la normalisation des taux devrait donc également s'accompagner d'une gestion de bilan « prudente et patiente ». En termes d'impact sur le marché, cette combinaison devrait contribuer à réduire les pics de volatilité ainsi que les risques perçus liés aux effets du resserrement quantitatif.

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

20 %
probabilité

Amplification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

Analyse | Les États-Unis ont annoncé un report de l'augmentation des droits de douane sur 200 Mds \$ d'importations de produits chinois, qui devait entrer en vigueur le 1^{er} mars. Ce report illustre les progrès significatifs réalisés lors des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine qui se déroulent actuellement. Les négociations portent sur des sujets essentiels, notamment les questions structurelles et leur mise en œuvre, mais aussi sur certains détails techniques. Si des progrès supplémentaires se concrétisent, un sommet Donald Trump/XI Jinping devrait avoir lieu. Désormais la probabilité que les États-Unis et la Chine parviennent à un accord permettant d'éviter l'augmentation des droits de douane et d'empêcher une nouvelle escalade est nettement plus élevée que fin 2018. Cela a contribué à réduire les risques baissiers à court terme et à renforcer le sentiment des marchés. Cela dit, l'incertitude demeure relativement élevée et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. À l'heure actuelle il n'est pas encore possible d'exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

Impact de marché | Les droits de douane ont commencé à affecter le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Dans leur sillage, certains projets d'investissement privé ont probablement été reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà amorcé une décélération, risque de 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 a ralenti à 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 T3 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 de croissance au T4 2018 et au T1 2019 est plus lente que les prévisions d'il y a quelques mois. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement supérieur au potentiel, mais les risques restent résolument orientés à la baisse, en particulier à court terme (la croissance du premier trimestre sera probablement peu soutenue). En effet, la combinaison d'incertitudes élevées (Brexit, tensions commerciales) avec des facteurs externes négatifs (ralentissement anticipé de la dynamique américaine) 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 reste peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en œuvre 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 | Confrontée à la menace d'un Parlement qui pourrait voter un amendement ordonnant au gouvernement de demander une extension de l'article 50, le Premier ministre Theresa May a programmé une série de votes pour la mi-mars. Le 12 mars, un nouveau vote lourd de conséquences sera proposé au Parlement concernant l'accord de retrait UE/Royaume-Uni (qui avait été rejeté par une majorité de députés en janvier). Si l'accord de retrait est à nouveau rejeté, un autre vote aura lieu le 13 mars pour approuver ou désapprouver un Brexit sans accord. Si le Brexit sans accord est rejeté lors de ce deuxième vote, un troisième aura lieu le 14 mars sur la question de savoir si une extension de l'article 50 doit être demandée à l'UE. Le marché a interprété la programmation de ces votes comme une réduction de la probabilité d'un Brexit sans accord. Toutefois, nous maintenons une probabilité de 20 % pour une telle issue, car les prochaines semaines seront très tendues, de nouveaux développements inattendus peuvent survenir et il n'est pas totalement certain (même s'il est probable) que le Royaume-Uni et l'UE puissent s'entendre sur les modalités d'une extension.

Impact de marché | Une actualité très dense nous attend dans les semaines à venir. Si finalement l'issue est défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche si un accord est voté, la livre sterling continuerait son appréciation et les investissements des entreprises profiteraient de la baisse de l'incertitude qui en résulterait.

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, jusqu'à récemment, des relations tendues avec l'UE. Le gouvernement a revu son objectif de déficit à la baisse, avec une détérioration budgétaire moindre en 2019 (2,04 % vs 2,4 %). Il ne s'agit pas là d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de procédure pour déficit excessif (PDE). Les relations avec la CE se sont améliorées, du moins pour le moment. Les données récentes sur la contraction de la croissance économique et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés ont accru les risques d'un nouveau fléchissement. Étant donné la faiblesse de la croissance à venir (nous prévoyons une croissance du PIB de 0,2 % en 2019), les tensions avec la CE devraient inévitablement réapparaître tôt ou tard.

Impact de marché | De notre point de vue, il n'y a pas de risque systémique. D'un côté, la hausse des rendements obligataires italiens a durci les conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance du PIB italien. Mais d'un autre côté, l'absence de PDE a apporté un soulagement à court terme. Pour autant, les perspectives à long terme n'ont pas réellement changé. Nous estimons que les risques resteront domestiques. À noter que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait déployer pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. En outre, la BCE a « pré-annoncé » la mise en place de nouveaux TLTRO pour alléger le système bancaire. Dans ce contexte le risque de contagion aux *spreads* souverains périphériques et aux *spreads* de crédit d'entreprises devrait rester contenu.

Risque # 5

15 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine s'est montrée plus robuste que prévu au T4 (+3,1 % en g.a.), tirée notamment par les investissements des entreprises. Cependant, la croissance américaine va ralentir, notamment du côté de l'investissement après la performance remarquable enregistrée en 2018. La consommation des ménages devrait bien résister compte tenu de la vigueur du marché du travail. Le fait que la normalisation de la Fed soit presque achevée (attentisme, stabilisation du bilan attendue en cours d'année) permettra le maintien de conditions monétaires très souples ce qui devrait soutenir la demande intérieure. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible à l'horizon de nos prévisions.

Impact de marché | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les signaux économiques devenir plus mitigés à mesure que le cycle progresse. Le risque de récession reste faible. Toutefois, à mesure que le cycle avance, le meilleur choix pour les investisseurs sera de limiter leur exposition au crédit. Côté actions, la sélection de thèmes, de secteurs et de valeurs spécifiques sera de plus en plus nécessaire.

Risque # 6

10 %
probabilité

Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

Analyse | Les marchés émergents ont été malmenés en 2018, sous l'effet (1) des hausses de taux de la Fed et d'un dollar fort, (2) de la rhétorique de guerre commerciale, (3) du durcissement des conditions monétaires intérieures, (4) et de la détérioration simultanée des perspectives économiques dans plusieurs pays (Argentine, Chine, Turquie et Afrique du Sud). En parallèle, les statistiques économiques de nombreux pays ont déçu, de façon simultanée, début 2019 (faible dynamique de croissance à l'échelle mondiale). Le revirement dans la communication de la Fed (attentisme sur les taux d'intérêt, stabilisation du bilan en vue) et le dollar qui a désormais passé son pic sont autant de bonnes nouvelles pour les marchés émergents en 2019. De plus, une escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine est moins probable. Toutefois, si les tensions commerciales réapparaissent, elles entraîneraient une contagion significative (les chaînes de valeur étant très intégrées). L'environnement de marché est devenu plus positif en 2019 qu'en 2018 et les marchés ont rebondi depuis le début de l'année. Mais la dynamique macroéconomique reste faible en ce début d'année dans un contexte de vives tensions commerciales, malgré la désescalade entre la Chine et les États-Unis.

Impact de marché | Les *spreads* et les marchés d'actions seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient elles aussi sous pression sous l'effet d'une fuite des capitaux. Toutefois, le monde émergent est loin de former un bloc homogène, et les marchés se détérioreraient davantage dans les pays les plus vulnérables, que ce soit en raison d'un mauvais positionnement extérieur ou de conditions fiscales et politiques fragiles. Les marchés émergents sont encore à aborder avec prudence.

Risque # 7

10 %
probabilité

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

Analyse | La croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (par le biais de leur politique monétaire et budgétaire) de sorte que cette dernière devrait continuer à résister. Les données récentes tendent à indiquer que le *policy mix* a un impact positif notable sur l'économie. 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 déjà commencé à diminuer dès fin 2017. Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, compte tenu du ralentissement de l'économie. Entretiens, la désescalade des tensions commerciales pourrait permettre à la Chine de gagner du temps 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 forte du yuan.

Impact de marché | Un atterrissage brutal de l'économie lié à l'éclatement de la bulle du crédit aurait un impact très négatif et ses répercussions seraient désastreuses : vulnérabilité des systèmes bancaires (en Chine et ailleurs), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à la dette publique et privée de la Chine, impact négatif sur le commerce régional et mondial, et par conséquent sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, des pays avancés et des pays émergents, etc.

Risque # 8

10 %
probabilité**Crise politique majeure en Europe**

Analyse | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques non traditionnelles dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. Bien qu'un accord ait été trouvé, ce sujet pourrait refaire surface à la suite de nouveaux dérapages budgétaires en 2019. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et pourraient compliquer la poursuite de son programme de réformes structurelles. Moins inquiétantes dans l'immédiat, les perspectives politiques sont également incertaines en Allemagne (où la stabilité de la coalition gouvernementale pourrait être remise en question) et en Espagne (en raison de l'absence d'une véritable majorité au Parlement et de la récente montée d'un parti d'extrême droite). De façon plus large, la combinaison de sentiments anti-immigrés forts et de frustration à l'égard des institutions européennes alimente les forces politiques antisystème. Les élections européennes des 23-26 mai 2019 seront un indicateur clé de leurs progrès.

Impact de marché | 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 quitter la zone euro. Toutefois, cette actualité politique épineuse pourrait continuer 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 devrait 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 %) : ralentissement de la croissance en 2019 et désynchronisation accrue

- **Ralentissement mondial de la croissance :** 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Cette situation n'a cependant pas duré. Les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont, depuis le printemps, 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 économique s'est nettement affaiblie dans la zone euro depuis le T4 2018. 2019 a donc débuté par un ralentissement synchronisé à l'échelle mondiale, avec des risques toujours orientés à la baisse.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial a surpris à la baisse, enregistrant un net fléchissement au cours des 18 derniers mois. Après avoir commencé l'année 2018 à environ 5 % par rapport à l'année précédente il a fortement chuté au T4 (+1,4 % en g.a.). Les discours protectionnistes ont porté le niveau d'incertitude à des niveaux records en décembre, plombant les investissements. Depuis le début de l'année, le commerce mondial reste particulièrement faible, avec potentiellement une nouvelle contraction au premier trimestre. Cela dit, la désescalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis est de bon augure et devrait conduire à une stabilisation des échanges. En fin de compte, nous tablons toujours sur une stabilisation de la croissance du commerce mondial à un niveau proche de celle du PIB mondial (le commerce mondial devrait en effet revenir à 3 % en glissement annuel d'ici fin 2019).
- **États-Unis :** l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très expansionniste, dont l'impact devrait toutefois s'estomper progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance qui devrait retomber sur son potentiel en 2020, ce qui signifie en pratique que la croissance de l'économie américaine perdra 1 point de pourcentage d'ici la fin de l'année. En effet, nous prévoyons une croissance du PIB de 2,4 % en moyenne en 2019 et de 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3,1 % au T4 2018 à 2,1 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéficiaires des entreprises, surtout si des pressions inflationnistes se concrétisent d'ici là, ce qui n'est pas à exclure dans une économie proche du plein-emploi. Une récession en 2019 nous semble hautement improbable, la consommation des ménages continuant de bénéficier des créations d'emploi et d'un revenu disponible plus élevé. Toutefois, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres, avec moins de soutien de la politique budgétaire et un ralentissement très probable de l'investissement des entreprises. Par ailleurs il faut garder à l'esprit qu'une croissance inférieure au potentiel pourrait déclencher une récession des profits.
- **Zone euro :** nous maintenons nos prévisions de 1,2 % en 2019 et 1,5 % en 2020, toutefois, les dernières statistiques économiques suggèrent que la croissance du premier trimestre pourrait rester très faible (ce qui signifie que les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse à court terme). Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro en 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en zone euro. Ainsi, l'Allemagne a failli tomber en récession au T4 en raison d'un ralentissement brutal du commerce mondial, de perturbations dans le secteur automobile causées par la mise en place de nouveaux tests de pollution et de la faiblesse du secteur manufacturier. Le choc subi par le secteur manufacturier de la zone euro en fin 2018 a été nettement sous-estimé. En France, le mouvement des Gilets jaunes a pesé sur l'activité économique. Enfin l'économie italienne, pour sa part, a souffert d'un durcissement des conditions de crédit. Par ailleurs, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). Toutefois, nous restons convaincus que la demande intérieure (en particulier la consommation) restera soutenue par la bonne tenue du marché du travail, par la forte croissance des revenus et par le niveau très accommodant de la politique monétaire. Par conséquent, nous pensons que la croissance se ressaisira au second semestre. À court terme, les élections européennes (mai 2019) et le Brexit maintiendront probablement l'incertitude à un niveau élevé ; si nous pensons que les partis pro-Europe resteront majoritaires au Parlement européen,

le niveau de fragmentation politique devrait, quant à lui, augmenter. En conséquence, il faudra beaucoup plus de temps pour former la nouvelle Commission et dans ces conditions, nous n'anticipons pas de progrès significatifs en termes de renforcement de l'UE ou de la zone euro avant 2020.

- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable. De nombreuses options sont encore ouvertes en ce qui concerne le Brexit, et, en fin de compte, tout dépendra du scénario final (voir la section « facteurs de risque » et notre « Investment Talk » qui sera publié sous peu sur le sujet). La probabilité d'un accord nous paraît toujours bien supérieure à la probabilité d'un « no deal ». En cas d'accord, la demande intérieure devrait se ressaisir au second semestre 2019.
- **Chine :** la croissance économique chinoise semble s'être stabilisée en début 2019, grâce à un *policy mix* très expansionniste, au point que l'on ne peut exclure une reprise (de courte durée) de la croissance. Cela étant dit, le modèle économique du pays reste fragile et l'excès de crédit est manifeste, avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La désescalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait accorder un temps précieux à la Chine pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. Il est à noter toutefois que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ne sont pas près de disparaître (propriété intellectuelle, haute technologie).
- **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. Une « surprise inflationniste » reste possible sur fond de hausse des salaires aux États-Unis et en zone euro, mais serait de courte durée en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de l'absence de *pricing power* (marges des entreprises plus fortement touchées que les prix de vente finaux). Dans les économies émergentes, l'inflation a récemment surpris à la baisse, mais ceci principalement en raison de la faiblesse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont adopté une communication beaucoup plus accommodante.
- **Cours du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril en début octobre à 65 USD/baril en fin février. Le principal facteur déclenchant de cette chute a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEC et les pays non-membres de l'OPEC, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les cours du pétrole à ces niveaux.
- **Banques centrales clés :** une approche en termes de « risk management » prévaut. La Fed est ouvertement attentiste et nous ne prévoyons aucune hausse de taux dans les mois à venir (1 hausse au maximum et pas avant juin). La BCE a mis fin à ses achats mensuels d'actifs en décembre et continuera de remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019). Nous n'attendons pas de hausse de taux de la BCE en 2019 ou 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge de manoeuvre pour normaliser sa politique monétaire à court terme, compte tenu du ralentissement économique et de l'absence d'inflation. Désormais, pour maintenir des conditions monétaires très accommodantes et atténuer les tensions sur le secteur bancaire, nous nous attendons à ce que la BCE mette en place de nouveaux TLTRO (qui devraient être annoncés en mars).



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.

- Risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis suivies de représailles par le reste du monde.
- Série de chocs d'incertitude (commerce mondial, Brexit, élections européennes) plombant la demande mondiale.

Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé et 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.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Dans le pire des scénarios, bien qu'il soit hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que l'augmentation des bilans des banques centrales.



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

Donald Trump fait volte-face, réduisant les obstacles au commerce et poursuivant les 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 l'investissement des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire procyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un *policy mix* très 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 leur politique monétaire.
- 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. Le soutien budgétaire qui a joué un rôle important en 2018 va progressivement s'estomper.
- La vigueur persistante du marché du travail, la croissance des salaires et la maîtrise des tensions inflationnistes renforcent la consommation, qui devrait être le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance des entreprises s'est nettement érodée, 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 et d'investissements.
- Les perspectives en matière d'inflation demeurent favorables, avec une pression inflationniste faible, tant sur le plan domestique qu'à l'extérieur, permettant de contenir l'IPC global. La baisse des prix de l'énergie plafonnera probablement l'augmentation de l'inflation globale annuelle.
- Alors que la croissance ralentit et que les pressions inflationnistes restent contenues, la Réserve fédérale ne semble pas pressée de relever ses taux. Toute hausse survenant plus tard dans l'année dépendra probablement de la tendance de l'inflation. Nous prévoyons une hausse supplémentaire en 2019, vers le milieu de l'année.

Facteurs de risque

- Préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure freinant les projets d'investissement
- Le risque de droits de douane pourrait pénaliser les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche
- Resserrement de la Réserve fédérale trop rapide et perçu comme étant trop sévère

Zone euro

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

- Après une année 2018 très décevante, de nombreux indicateurs se sont encore repliés début 2019. Cependant, alors qu'une grande partie des difficultés concernent les secteurs exposés aux exportations (industrie) le marché du travail tient bon et devrait soutenir la consommation et les services. Nous attendons une amélioration progressive, surtout à partir du 2^d semestre.
- Le Brexit et la menace de droits de douane américains sur l'automobile constituent des risques non négligeables. D'importantes incertitudes politiques persistent (élections européennes et situation en Italie notamment).

- 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

- Le Brexit pèse sur la confiance et l'investissement. Après un premier échec le 15 janvier, 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. Sans être l'issue la plus probable, un « no deal » n'est pas impossible.
- Malgré les incertitudes politiques, le marché du travail reste tonique et les salaires réels progressent, aidés par le reflux de l'inflation.

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

Japon

Une touche d'amertume dans le secteur privé

- En contraste avec leur résilience affichée en 2018, les commandes de machines se sont récemment affaiblies dans un contexte d'incertitudes croissantes à l'échelle mondiale. Les exportations diminuent en raison du ralentissement de plus en plus prononcé de l'économie mondiale, notamment en Chine et en Europe.
- En parallèle, une croissance régulière des revenus, solution indispensable à la pénurie de main-d'œuvre, soutient la demande intérieure. Des conditions climatiques relativement douces favorisent la construction.
- Toutefois, la demande intérieure, bien que stable, ne suffit pas à compenser les pressions à la baisse causées par le fléchissement du secteur de la technologie et des ventes mondiales d'automobiles, ce qui entrave l'ajustement des stocks.
- Néanmoins, les investissements du gouvernement dans les infrastructures devraient atténuer ces pressions baissières. La baisse des prix de l'énergie importée améliorera les conditions commerciales des entreprises, tandis qu'une forte baisse des tarifs de téléphonie mobile prévue en avril encouragera les dépenses dans d'autres domaines.

- Une appréciation asymétrique du yen pourrait menacer les entreprises, entraînant des révisions à la baisse supplémentaires des plans d'investissement

Chine

- Les défis à court terme pour l'économie sont nombreux, tandis que certains signaux indiquent que les mesures de soutien des politiques deviennent plus visibles.
- Les exportations souffrent et l'immobilier pourrait fléchir quelque peu à l'avenir, cependant le secteur automobile freine de moins en moins.
- La croissance globale du crédit devrait atteindre son plancher au cours du premier trimestre, avec des chiffres solides en matière de financements en janvier.
- Des mesures politiques supplémentaires sont en préparation. L'accent sera désormais mis sur l'aspect budgétaire, avec potentiellement de nouvelles réductions d'impôts, une augmentation des émissions d'obligations spéciales par les gouvernements locaux et la hausse du déficit budgétaire, qui devrait être annoncée au début du mois de mars.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un élément d'incertitude clé. Des signaux récents suggèrent des progrès significatifs en vue d'un protocole d'accord.
- Les pressions sur le RMB et les sorties de capitaux se sont quelque peu atténuées, grâce à l'assouplissement de la Fed et de la faiblesse du dollar, ainsi qu'à l'amélioration du sentiment du marché.

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)

- L'ensemble des publications relatives au PIB pour le T4 2018 a confirmé une certaine résistance dans la zone, alimentée principalement par la demande intérieure, les investissements et la consommation des ménages. La faiblesse de la demande extérieure l'an dernier s'est poursuivie en début 2019 (données de janvier).
- Les données de l'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix du pétrole et des denrées alimentaires ont poussé l'inflation à des niveaux plus bas qu'anticipé: en Malaisie, l'inflation a atteint -0,7 % en janvier en glissement annuel, les transports, dont la pondération est d'environ 15 %, pesant sur ce chiffre avec une baisse de -1,1 %.
- Dans l'ensemble, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent vers une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- L'Inde a annoncé sa loi budgétaire pour l'exercice 2020. Le gouvernement a mis en œuvre des éléments et programmes plus expansionnistes pour soutenir l'Inde rurale et les consommateurs.

- Les perspectives de croissance ralentissent, mais demeurent solides
- L'inflation reste très modérée, tirée par les prix du pétrole et des denrées alimentaires
- La RBI a réduit ses taux directeurs de 25 pb
- L'Inde a annoncé une loi budgétaire expansionniste, interrompant son processus de consolidation budgétaire

Latam

- Les chiffres encore préliminaires du PIB du T4 2018 confirment l'amélioration relative de la conjoncture économique dans les petites et moyennes économies de la région. Au Mexique, le PIB officiel est orienté à la baisse (1,8 % en glissement annuel), avec une révision possible des prévisions en 2019, lorsque les composantes seront disponibles. Au Pérou, le PIB du T4 affiche un solide 4,8 % en GA, soutenu également par un effet de base favorable au T4 2017.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation a de nouveau reculé plus que prévu, passant de 4,8 % à 4,4 % en GA.
- Les grandes banques centrales de la région ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter au Congrès un plan de réforme des retraites très audacieux. Ce choix courageux rendra le processus d'approbation plus long et plus incertain qu'il ne l'aurait été pour une version plus diluée de la réforme

- Conditions économiques meilleures dans les petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble. Le Mexique reprend une trajectoire convergente
- Aucun changement de politique monétaire dans la région
- Réforme très audacieuse des retraites annoncée au Brésil

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: la croissance du PIB réel devrait se situer autour de 2 % en 2018 et légèrement en deçà en 2019, mais la croissance devrait s'accroître à moyen terme grâce à un important programme de dépenses d'infrastructure sur la période de 2019 à 2024.

- Malgré la menace de nouvelles sanctions à venir, 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 ne devrait rien changer à sa politique monétaire pour le moment.

Afrique du Sud: sortie de récession mais pas de miracle

- L'Afrique du Sud est sortie de récession au T3 et la croissance devrait se situer aux alentours de 0,7 % en 2018. Pour 2019, nous espérons une légère amélioration et une croissance de 1,5 %.
- En termes de policy-mix, les marges de manœuvre sont très limitées. En raison du soutien apporté par le Gouvernement à la société d'électricité nationale Eskom, les perspectives budgétaires sont plus mauvaises que prévu pour l'année 2019. Les anticipations d'inflation demeurent élevées et limitent les possibilités d'assouplissement monétaire alors même que la croissance du PIB demeure relativement faible.

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 limitant ainsi les marges de manœuvre de la banque centrale.

- 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 (1 ^{er} mars 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	1,8	2,4	2,3	2,3
Japon	0,7	1,0	0,6	1,0	0,7	1,3
Zone euro	1,8	1,2	1,5	1,8	1,5	1,7
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	0,8	0,2	0,8	1,1	1,2	1,5
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	1,4	1,3	1,6	2,3	2,0	2,1
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	4,0	4,5
Russie	2,3	1,5	1,7	2,9	5,0	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,7	4,8
Indonésie	5,2	5,3	5,3	3,2	3,2	4,0
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,0	2,4
Turquie	2,8	-1,0	1,5	16,2	15,8	13,0
Pays développés	2,2	1,8	1,6	2,0	1,8	2,0
Pays émergents	4,9	4,5	4,8	4,1	3,7	3,8
Monde	3,8	3,4	3,5	3,2	2,9	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,48	2,80/2,90	2,46	2,70/2,80	2,42
Allemagne	-0,54	-0,50/-0,40	-0,51	-0,50/-0,40	-0,45
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,15	-0,10/0,10	-0,16
Royaume-Uni	0,81	0,80/1,00	0,84	0,80/1,00	0,84

Taux 10 ans					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,66	2,90/3,00	2,69	2,80/2,90	2,71
Allemagne	0,14	0,25/0,45	0,20	0,25/0,45	0,26
Japon	-0,03	0,10/0,20	0,00	0,10/0,20	0,03
Royaume-Uni	1,26	1,30/1,50	1,34	1,40/1,60	1,40

Prévisions de change					
	28/02/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,14	1,16	1,16	1,20	1,20
USD/JPY	111	109	110,0	105	108,0
EUR/GBP	0,86	0,88	0,87	0,87	0,86
EUR/CHF	1,14	1,16	1,15	1,18	1,17
EUR/NOK	9,73	9,32	9,52	9,20	9,40
EUR/SEK	10,51	10,18	10,27	9,89	10,01
USD/CAD	1,32	1,30	1,31	1,29	1,29
AUD/USD	0,71	0,72	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,69
USD/CNY	6,70	6,70	6,79	6,70	6,70

Publications récentes

WORKING PAPERS



Constrained Risk Budgeting Portfolios: Theory, Algorithms, Applications & Puzzles

Jean-Charles RICHARD — Quantitative Research Eisler Capital, Thierry RONCALLI — Head of Quantitative Research — Amundi

Traditional and Alternative Factors in Investment Grade Corporate Bond Investing

Mohamed BEN SLIMANE — Fixed-Income Quantitative Research, Marielle DE JONG — PhD, Head of Fixed-Income Quantitative Research, Jean-Marie DUMAS — Head of Fixed Income Solutions, Hamza FREDJ — Fixed Income Solutions Portfolio Manager, Takaya SEKINE — Deputy Head of Quantitative Research, Michael SRB — Fixed Income Solutions Portfolio Manager — Amundi

The Alpha and Beta of ESG investing

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE — Quantitative Research — Amundi, Lai LY — Head of ESG Analysis — Amundi, Vincent MORTIER — Deputy Group Chief Investment Officer — Amundi, Thierry RONCALLI — Head of Quantitative Research — Amundi

Robust Asset Allocation for Robo-Advisors

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



La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

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

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus — Nuthawut Somsuk

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