

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**UN ÉTAT DE GRÂCE,
MAIS LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE
EST À SURVEILLER DE PRÈS**

LE THÈME DU MOIS

**ZONE EURO: TROU D'AIR
OU RALENTISSEMENT DURABLE?**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Un état de grâce, mais le contexte macroéconomique est à surveiller de près

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les actifs risqués affichent une tendance fortement haussière depuis le début de l'année. Mais **maintenant, où allons-nous** ? Dans le contexte actuel, il existe deux moteurs principaux sur lesquels il faut se concentrer.

Moteur 1 : revirement vers des politiques plus accommodantes des principales banques centrales (BC) - véritable changement de la donne cette année. Le cycle de hausses de la Fed semble être terminé pour le moment et la probabilité de nouvelles hausses est désormais très faible. La BCE a même fait un pas supplémentaire en termes de souplesse en confirmant que le scénario « *plus bas plus longtemps* » allait perdurer avec l'annonce d'un nouveau TLTRO et en insistant sur la possibilité de nouvelles mesures accommodantes.

Moteur 2 : ralentissement de la croissance mondiale et très faibles pressions inflationnistes. Ces deux éléments sont à la base de l'attitude conciliante des BC. Les statistiques macroéconomiques ont fait preuve de faiblesse dans l'UE, et des poches de faiblesse sont d'ores et déjà perceptibles aux États-Unis. Nous anticipons désormais que l'économie de l'UE atteindra son point bas avant une reprise potentielle au second semestre (sauf en cas de choc de confiance), tandis que nous prévoyons un léger ralentissement aux États-Unis, **mais une probabilité de récession très limitée**.

Au premier trimestre c'est manifestement la souplesse accrue des politiques monétaires (Moteur 1) qui a prédominé, les principaux bénéficiaires étant les actifs risqués avec le retour d'une période faste sur les marchés.

À court terme, courir après le marché ne semble pas être un choix judicieux. L'essentiel de l'écart de valorisation que nous avons souligné en début d'année a désormais été absorbé. En outre, la principale force motrice du marché pourrait s'alimenter davantage de la faible croissance (mauvaise nouvelle) que des bas niveaux de taux d'intérêt actuels (bonne nouvelle). De plus, **le passage de l'environnement actuel où « une mauvaise nouvelle est une bonne nouvelle » à un environnement dans lequel « une mauvaise nouvelle est une mauvaise nouvelle » est le principal risque auquel les investisseurs sont actuellement confrontés**, ce qui n'est pas qu'un détail dans un contexte où le pic de la croissance des bénéfices est derrière nous et où les différends commerciaux prévalent. En réalité, l'on ignore encore jusqu'où les mauvaises nouvelles pourraient aller. Un léger avant-goût de cette incertitude s'est manifesté il y a deux semaines lorsque la BCE a révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation et que les valeurs financières ont souffert en dépit de l'annonce des nouveaux TLTRO. Toutefois, tant que l'état de grâce perdure (c'est-à-dire que les BC maintiennent le consensus sur le besoin d'accommodation et qu'aucune détérioration supplémentaire des perspectives de croissance ne se manifeste), les actifs risqués trouveront du soutien, même si les écarts de valorisation sont moins attractifs.

Si nous percevons toujours un certain nombre d'opportunités sur les actifs risqués, **nous suggérons néanmoins de modérer le déploiement des budgets de risque** au vu de l'évolution des prix déjà constatée. Et puisque nous ne prévoyons plus qu'une hausse directionnelle limitée, nous préférons éviter les zones où le profil de risque semble asymétrique à court terme (avec un risque de correction plus important que le risque de hausse supplémentaire). C'est le cas des actions, où nous sommes devenus plus prudents, avec une préférence pour les émergents (où nous restons optimistes) par rapport aux marchés développés (plus prudents). Un nouveau point d'entrée (en particulier pour les actions européennes) pourrait apparaître lorsque la tendance négative des révisions de bénéfices aura atteint son point le plus bas, ce qui à notre sens devrait se réaliser, si la fin du ralentissement a effectivement lieu avec une embellie au second semestre. Dans cette phase d'attente, les marchés de la dette d'entreprise (en particulier en Europe) restent attractifs. **Il importe désormais de surveiller les aspects macroéconomiques** : l'état de grâce pourrait se dissiper en cas de détérioration supplémentaire de la situation macroéconomique - ce qui ne devrait pas arriver. Il sera toutefois très délicat de maintenir l'état de grâce et il sera essentiel d'identifier tout signal ou facteur qui pourrait fragiliser en tenant compte des risques qui pourraient aggraver le tableau économique, tels qu'un atterrissage brutal en Chine, un Brexit chaotique avec

des conséquences négatives pour la croissance européenne ou une nouvelle escalade des tensions commerciales portant préjudice au commerce mondial.

À moyen terme, au-delà des mouvements cycliques et de l'état de grâce, les forces structurelles (démographie, faible inflation structurelle) continueront de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux faibles. Face à des prévisions de rendements faibles, les investisseurs n'ont d'autre choix que d'identifier et d'exploiter le potentiel haussier là où il se trouve ou là où il est restauré. Ceci implique une action systématique et rapide - et c'est l'une des principales leçons apprises dernièrement, étant donné la vitesse à laquelle le marché évolue depuis le début de l'année.

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Prudence globalement accrue sur fond de reprise prolongée des actions et de contexte macroéconomique

Changements par rapport au mois dernier

- Prudence accrue sur les actions des MD
- Optimisme accru sur le crédit UE
- Prudence accrue sur la duration US

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

MACRO

États-Unis et zone euro : à quoi s'attendre cette année ?

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

Au cours des 15 derniers mois, l'économie de la zone euro a fortement ralenti (+1,1 % en g. a. au T4 2018), tandis que l'économie américaine accélérât (+3,1 % en g. a. au T4 2018), grâce aux réductions d'impôts. Cependant, **ces tendances pourraient s'inverser au cours des 12 prochains mois.**

En effet, aux États-Unis, **les premiers signes de ralentissement** se sont manifestés au cours du premier trimestre, tandis qu'en **zone euro**, malgré les incertitudes liées au commerce extérieur et à l'actualité politique (Brexit, tensions commerciales), **il semblerait que le pire soit derrière nous.** Il est vrai que l'indice composite des directeurs d'achats (PMI) de la zone euro a reculé de 0,6 point à 51,3 en mars (le petit rebond de février aura été éphémère), le PMI manufacturier est tombé à 47,6 (son plus bas niveau depuis avril 2013) et les nouvelles commandes à l'exportation affichent leur plus bas niveau depuis mi-2012 (avec de fortes baisses en Allemagne et en France). En revanche, la situation des services est rassurante avec un PMI pour le secteur des services qui a peu évolué (52,7 contre 52,8 en février). Ces éléments tendent à confirmer notre point de vue selon lequel le secteur manufacturier et le commerce mondial continuent à peser sur la croissance au premier trimestre, **tandis que la demande intérieure reste résiliente.**

Nous nous attendons à ce que la croissance du commerce mondial se stabilise avant d'accélérer quelque peu au second semestre (stabilisation du ratio commerce mondial/PIB mondial).

Dans ce contexte, **la croissance de la zone euro devrait se redresser progressivement d'ici la fin de l'année**, tirée essentiellement par la consommation des ménages, mais pas avec la même vigueur qu'en 2017.

Une telle évolution serait toutefois remarquable, au moment même où la demande intérieure américaine devrait commencer à fléchir.

Le FOMC vient d'abaisser ses prévisions de croissance à 2,1 % pour 2019 et 1,9 % pour 2020 (soit respectivement -0,2 pp et -0,1 pp par rapport à décembre), conformément à nos prévisions.

De plus, la politique monétaire de la Fed restera accommodante. Le dernier FOMC soulignait la bonne santé du marché du travail, mais aussi le récent fléchissement de la consommation des ménages et des investissements des entreprises.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que le FOMC attendrait avant de modifier sa politique monétaire, compte tenu notamment des risques intérieurs et extérieurs pesant sur l'activité économique. **Dans ce contexte, la Fed ne prévoit plus de hausses de taux en 2019** (contre deux hausses prévues auparavant) et cette attitude accommodante se poursuivra selon toute vraisemblance dans les années à venir.

“La dernière mesure de la BCE pourrait soutenir le marché des obligations d'entreprise, et d'autres mesures viendront en cas de détérioration des conditions économiques.”

* 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

Fin de la normalisation par les banques centrales

La BCE s'est tournée vers une politique plus souple, prenant les marchés obligataires par surprise. Elle a surpris à la fois en termes de calendrier des nouvelles mesures et de prolongement probable dans la durée de la nouvelle politique d'assouplissement :

- 1) décision immédiate sur les TLTRO-3 et *forward guidance* sur les taux (aucune hausse en 2019) intervenant plus tôt qu'anticipé par le marché (avril-juin).
- 2) ampleur des révisions à la baisse des perspectives de croissance et d'inflation, plus importantes que les prévisions du consensus.
- 3) balance des risques qui reste orientée à la baisse, ce qui suggère que d'autres mesures pourraient être adoptées.

Les caractéristiques des TLTRO semblent plus en phase avec le consensus. Il paraît d'ailleurs approprié d'offrir, aux banques périphériques en particulier, la flexibilité nécessaire à la gestion de la « congestion » des remboursements liés aux TLTRO et autres obligations arrivant à échéance au cours des quatre prochaines années. Les conditions techniques se sont améliorées pour les obligations d'entreprises 1) la pression sur l'offre provenant des émetteurs financiers est attendue en baisse au cours des prochains trimestres, 2) la recherche de rendement devrait aussi se renforcer, apportant du soutien aux entreprises notées BBB, aux financières des pays périphériques et, dans une certaine mesure, aux titres à haut rendement. La modification des prévisions en faveur d'un maintien des taux jusqu'à la fin de l'année va comprimer les rendements de la dette souveraine à court terme. Parallèlement, le scénario « plus bas plus longtemps » (taux plus bas pour plus une plus longue période) pourrait contraindre la BCE à envisager à nouveau une normalisation de son taux de dépôt négatif afin de réduire les effets secondaires indésirables sur la rentabilité bancaire et de faciliter la transmission de la politique monétaire. Dans ce cas, un aplatissement baissier des courbes de la dette souveraine core serait plus probable, mais la BCE ne semble pas avoir hâte d'emprunter cette voie. Le choix d'indexer les TLTRO-3 sur le taux de refinancement plutôt que sur le taux de dépôt semble laisser sciemment la porte ouverte à une telle normalisation.

GESTION DIVERSIFIÉE

Vivons-nous dans un monde parfait ?

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Depuis le début de 2019, presque toutes les classes d'actifs évoluent en territoire positif et la volatilité reste faible. Sommes-nous dans un monde parfait ? Pas vraiment. La complaisance est manifeste dans certains secteurs du marché, où le rebond est allé trop loin et trop vite, dépassant ce que les fondamentaux pouvaient justifier. Depuis mars, nous sommes devenus **plus prudents sur les actifs risqués à court terme**, les risques nous paraissant plus asymétriques. Une quantité importante de bonnes nouvelles semble déjà avoir été répercutée dans les prix du marché. L'essentiel des écarts de valorisation ayant été comblé, il faudrait désormais une amélioration du contexte macroéconomique pour justifier la poursuite de la hausse à partir des niveaux actuels. Or, sur le plan macroéconomique, nous prévoyons toujours un ralentissement et davantage de risques baissiers, bien que le risque de récession demeure très faible. Les BC resteront accommodantes, mais le risque d'une évolution prématurée de la politique de communication de la Fed mérite d'être surveillé. Toute modification ou signal suggérant une Fed moins souple pourrait déclencher une correction du marché.

Des idées à conviction forte

Tout en restant positifs à moyen terme sur les actifs à risque, nous pensons que le marché pourrait se consolider à ces niveaux, notamment en ce qui concerne les actions. Par conséquent, comme nous nous attendons à un recul, mais sans mouvement d'aversion au risque, **nous suggérons une réduction tactique du risque avec une rotation**. Nous sommes notamment devenus **plus prudents sur les actions des marchés développés**, les valorisations n'étant plus aussi attractives qu'en début d'année, même si le positionnement est encore léger et que de nombreux investisseurs n'ont pas profité de la phase de hausse. Les raisons de notre prudence accrue sur les actions européennes et américaines sont l'ampleur de la reprise et la faiblesse des bénéficiaires qui ne semblent pas prêts à rebondir. En Europe, le risque politique qui subsiste (principalement lié au Brexit, mais aussi aux tarifs douaniers visant le secteur automobile européen) pourrait peser sur les actions européennes.

Aux États-Unis, le marché des actions est confronté à une détérioration de la dynamique économique et aux remous de la politique budgétaire américaine. De plus le débat sur le plafond de la dette américaine devrait reprendre à court terme.

Nous sommes également redevenus **neutres sur le Japon**. La conclusion des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine est attendue prochainement. En l'absence de résolution, le marché japonais pourrait sous-performer en raison d'un renforcement du yen, agissant généralement comme un actif refuge.

Nous restons optimistes quant aux actions émergentes, et en particulier sur les marchés chinois, qui semblent assez justement valorisés et qui affichent des fondamentaux en amélioration. Pour ce qui est des devises émergentes, nous recherchons des opportunités de valeur relative, en privilégiant les devises dont la vulnérabilité externe est faible et les valorisations attractives (notamment le rouble ou la roupie indonésienne).

Nous avons renforcé notre conviction sur les marchés du crédit pour de multiples raisons, parmi lesquelles la recherche de rendement qui devrait se poursuivre dans un contexte de taux d'intérêt bas et de faibles taux de défaillance. Dans l'univers du crédit des marchés développés, nous maintenons une préférence pour l' Euro IG par rapport à l'IG américain du fait de ses meilleurs fondamentaux (pas d'endettement excessif) et de l'appui technique favorable de la BCE.

En matière de duration, nous restons **globalement prudents**, avec une préférence pour les bons du Trésor américain par rapport aux Bunds allemands (en particulier sur les échéances à cinq ans), bien qu'aux niveaux actuels, les valorisations des bons du Trésor américain ne soient pas particulièrement attractives. Pour ce qui est des **devises**, nous sommes désormais neutres sur la livre sterling dans un contexte d'incertitudes persistantes au sujet du Brexit.

“Recalibrer le risque pour faire face à la complaisance du marché : exposition réduite aux actions MD et en hausse sur le crédit.”

Risques et couvertures

Ayant réduit la position de risque globale, nous pensons que les investisseurs devraient réduire les opérations de couverture (or).

Convictions Amundi								
	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	▼			■				
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 alignement des planètes pour les investisseurs obligataires ?

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

Des conditions propices aux investisseurs obligataires semblent se conjuguer : ralentissement de la croissance mondiale, inflation faible ou nulle et banques centrales déterminées à éviter une plus ample décélération de l'économie. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt restent bas, plafonnés par la souplesse des banques centrales et la demande stable pour des actifs perçus comme étant des valeurs refuges. La quête de rendement devrait rester au centre des préoccupations. En mars, plus de 9 300 milliards de dollars de dette (données se référant à l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative-Yielding Debt) en obligations mondiales ont généré des rendements négatifs, un chiffre en hausse de plus de 3 500 milliards par rapport au point bas enregistré en octobre, avant l'inversion des politiques des BC.

Obligations des marchés développés

En ce qui concerne les **obligations américaines**, la baisse des rendements des bons du Trésor américain reflète le ton plus accommodant de la Fed. Le FOMC (Federal Open Market Committee (Comité de politique monétaire)) a interrompu son processus de normalisation des taux directeurs (pas de hausse cette année) et promet de faire preuve de patience et de prêter attention aux statistiques avant toute modification future des taux directeurs. Nous nous attendons cependant à ce que la Fed finisse la normalisation de son bilan d'ici la fin du troisième trimestre, plus tôt donc que ce qu'anticipe le marché. L'inflation intérieure, précurseur clé de tout changement dans la politique actuelle du FOMC, doit être surveillée de près. Aux niveaux actuels, nous optons pour plus de prudence sur la duration américaine et un positionnement global proche de la neutralité. Les nouvelles mesures d'accommodation de la BCE ont fortement soutenu les **obligations en euros**. Ceci devrait profiter au marché obligataire périphérique où se concentre la recherche de rendement. Nous conservons une vision de duration légèrement courte en Europe (modérément en hausse par rapport au mois précédent).

Crédit

Le crédit de l'UE (en particulier les valeurs bancaires périphériques) est le principal bénéficiaire du nouveau programme de TLTRO de la BCE. Il reste, selon nous, encore une certaine marge de compression des *spreads*, car la recherche de rendement sera particulièrement agressive en Europe.

Nous continuons à privilégier les valeurs financières IG (dette subordonnée). Dans le secteur du crédit américain, compte tenu du récent resserrement des *spreads*, nous sommes devenus plus prudents à l'égard des entreprises de qualité IG. Nous privilégions les secteurs moins vulnérables au risque de nouvelles défavorables, dû notamment à l'endettement lié aux opérations de fusions et acquisitions, aux rachats d'actions ou aux augmentations des dividendes. En ce qui concerne le risque lié à la dette d'entreprise, nous privilégions le crédit titrisé qui présente l'avantage de valorisations raisonnables, de normes de crédit d'agences de notation plus strictes qu'avant 2008 et d'une concentration sur le consommateur américain qui est moins vulnérable à la croissance mondiale que les entreprises.

“L'attitude accommodante de la BCE pourrait favoriser les obligations périphériques et financières.”

Obligations émergentes

Bien que l'élan des marchés émergents se soit récemment détérioré, l'attitude accommodante des principales BC du monde pourrait encore jouer en faveur des marchés de la dette émergente. Un accord commercial entre les États-Unis et la Chine semble plus probable, toutefois nous restons sur nos gardes n'excluant pas la possibilité d'une surprise négative.

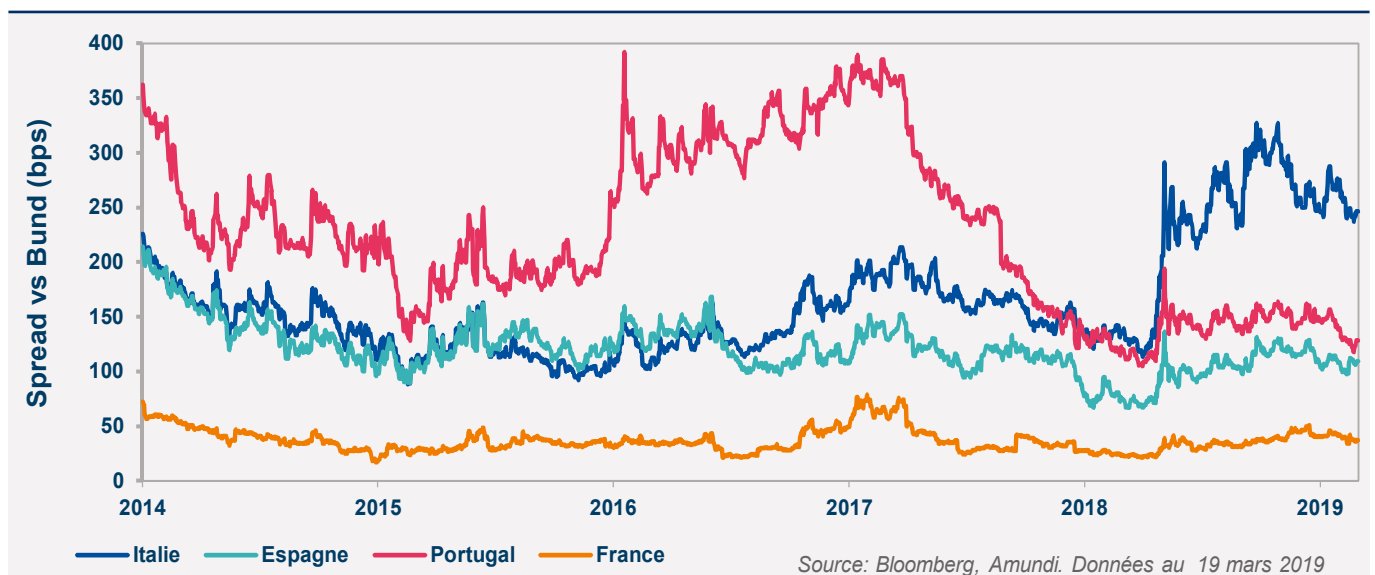
Nous restons optimistes au sujet de la dette émergente en devises fortes (opportunités de portage attractives, tant que la compression des *spreads* est faible), et nous avons tendance à privilégier les pays dont les valorisations sont bon marché ou qui sont éligibles à une inclusion dans les indices (pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG)). En ce qui concerne la dette émergente en devise locale, nous nous attendons à ce que les pays à haut rendement (Brésil, Afrique du Sud et Indonésie) offrent des opportunités hors portage. Nous restons positifs à l'égard de cette classe d'actifs, en nous concentrant sur la sélection puisque certains risques perdurent.

Marché des changes

À court terme, nous ne nous attendons pas à ce que l'euro reprenne de la vigueur par rapport au dollar du fait des données macroéconomiques et du positionnement de la BCE.

Notre opinion sur le livre sterling est neutre (en raison du Brexit) comme sur le yen, avec toutefois un biais haussier sur ce dernier en cas de tensions renouvelées entre la Chine et les États-Unis.

Ecart obligation 10A contre Bund



ACTIONS

Attention au rebond déjà bien avancé!

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

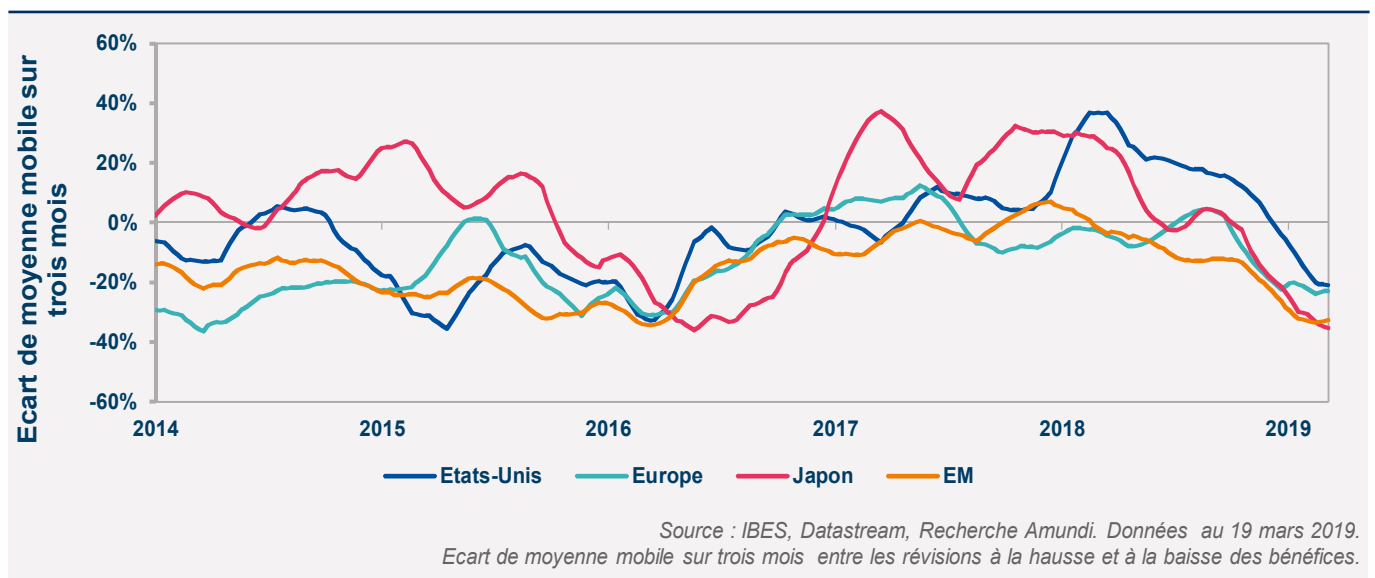
Évaluation globale

Si l'élan du rebond des actions mondiales est assez important, les perspectives demeurent incertaines en raison de forces divergentes : **le ton plus accommodant des banques centrales** est favorable aux marchés actions dans l'ensemble, en revanche les signes d'un **ralentissement mondial, accompagné de risques politiques persistants et de tensions commerciales** constituent un défi. Le **cycle mondial des bénéfiques** a passé son pic, mais nous tablons tout de même sur une croissance en deçà de 10 % en 2019. La croissance des bénéfiques sera cruciale. Les résultats ont déjà été considérablement revus à la baisse et nous prévoyons une certaine stabilisation, mais un retournement à la hausse semble peu probable. **Les valorisations sont moins convaincantes**, car de nombreux cas de sous-valorisation ont été comblés au cours du rebond de début d'année. Toutefois, la participation au rebond a été faible, ce qui pourrait soutenir la dynamique positive. Compte tenu de ces divergences, nous préférons nous concentrer sur des opportunités *bottom-up* en maintenant une vision *top-down* prudente, et en anticipant un marché évoluant dans une fourchette étroite ou peut-être même une consolidation.

Actions des marchés développés

Le marché américain se trouve à la croisée des chemins: un maintien de la reprise et de l'appétit pour le risque nécessiterait une amélioration ou, du moins, l'absence de nouvelle détérioration des fondamentaux tandis qu'une contraction des bénéfices pourrait déclencher un mouvement d'aversion au risque. **Nous privilégions une approche prudente du marché**, dans l'attente d'un regain de visibilité. Des opportunités attractives sont à saisir parmi les valeurs financières et industrielles. **Les actions européennes** ont bénéficié d'un fort rebond, tirées par le secteur cyclique où nous suggérons désormais la prise de bénéfices et la recherche de nouvelles opportunités, notamment parmi les entreprises qui affichent des bilans solides du secteur de la santé. Les valeurs bancaires ne bénéficient que d'un soutien limité de la part de la BCE, qui devrait maintenir le taux de dépôt inchangé au

Ratio de révision des bénéfices nets



moins jusqu'en 2020. Une actualité politique positive et une croissance plus forte des bénéficiaires sont maintenant nécessaires pour soutenir une poursuite de la hausse du marché. **L'accent est toujours sur la sélection**, la dispersion des valorisations demeurant élevée. **Au Japon**, les valorisations restent attractives même si la dynamique des BPA ralentit. Notre positionnement y est neutre, eu égard au risque de renforcement du yen en cas de surprise négative du côté des négociations tarifaires.

Actions émergentes

Notre point de vue sur les actions émergentes est positif compte tenu du contexte favorable en termes de croissance (différentiel par rapport aux marchés développés qui devrait s'élargir) et de valorisations (qui semblent toujours attractives par rapport aux marchés développés). Les risques liés à la vigueur du dollar américain et à la détérioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, se sont quelque peu atténués et pourraient soutenir une croissance supplémentaire des actions émergentes. En Asie, **nous préférons principalement la Chine**, car les valorisations se situent à des niveaux attractifs et un accord commercial semble plus probable depuis les récentes évolutions positives. Nous sommes également **optimistes à l'égard de la Russie** du fait de valorisations bon marché et parce que les sanctions à l'encontre des banques russes ont déjà été partiellement intégrées. En Amérique latine, **nous voyons le Brésil et l'Argentine d'un bon œil**, car les perspectives dans ces deux pays sont prometteuses, mais nous restons toutefois attentifs aux évolutions négatives. Nous suggérons la prudence à l'égard des pays dont les valorisations sont chères et qui présentent un risque politique élevé.

“ Nous anticipons un marché évoluant dans une fourchette étroite ou éventuellement une dose de consolidation. Nous privilégions plutôt des opportunités spécifiques.”

		Allocations d'actifs			
		Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=/-	▼	Nous sommes probablement à un point d'inflexion du marché après la forte reprise du T1. Nous pourrions assister à une prolongation du rebond en cas d'amélioration ou en l'absence de détérioration des fondamentaux, ou à une correction en cas de fléchissement des bénéfices. Notre approche du marché est plus prudente en raison de la faible visibilité.	
	Europe	=		Fort rebond du marché tiré par les secteurs cycliques, malgré des risques orientés à la baisse à court terme sur fond d'incertitude géopolitique (Brexit, droits de douane dans le secteur automobile).	
	Japon	=	▼	Nous sommes plus prudents sur les actions japonaises et pensons que les risques sont devenus asymétriques. Les négociations commerciales sino-américaines devraient progresser. En cas de complication, le marché japonais pourrait sous-performer en raison d'un renforcement du yen, généralement considéré comme un refuge.	
	Marchés émergents	+		Les attentes du consensus en termes de croissance des BPA se sont stabilisées au cours du mois. Les révisions de bénéfices approchent de leur point bas. Nous restons optimistes sur cette classe d'actifs, mais nous pourrions assister à une pause dans la hausse à court terme.	
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+	▼	Nous sommes plus prudents à l'égard des obligations américaines aux niveaux de valorisation actuels.	
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Compte tenu de la souplesse de la Fed et du tableau macroéconomique propice, nous estimons que le climat d'investissement à court terme est favorable aux spreads de crédit et au portage, mais depuis la reprise, les valorisations offrent moins de soutien.	
	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 d'entreprise.	
	Govies Europe	-/=		Valorisations peu attractives, avec un rendement du Bund proche de zéro après la dernière réunion de la BCE. Des poches de valeur peuvent être décelées en jouant sur les variations de la courbe de rendement et dans la dette périphérique euro.	
	Euro Obligations d'entreprise IG	+		Le marché dispose d'un soutien solide grâce à la souplesse de la BCE (TLTRO et forward guidance). Classe d'actif attractive en termes de portage avec un possible resserrement des <i>spreads</i> .	
	Euro Obligations d'entreprise HY	+		L'endettement est encore faible et le taux de défaut devrait rester faible au cours des 12 prochains mois. Dans un scénario de stabilisation de la croissance en zone euro, la classe pourrait offrir des opportunités de portage intéressantes.	

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Émergents Dette en devise forte	=/+	▼	Des banques centrales accommodantes sont favorables aux obligations émergentes, mais les valorisations ont perdu de leur attrait après les récents rebonds. 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 des devises émergentes qui sont toujours sous-évaluées. Les écarts de valorisation ont été exploités sans être totalement résorbés.
AUTRES	Matières premières			Nous maintenons une fourchette de 55 à 65 USD/baril pour le pétrole WTI. Les métaux de base évoluent en cohérence avec les actifs risqués et les autres matières premières.
	Devises			L'EUR/USD devrait rester sous pression, en raison de la souplesse de la BCE. Les perspectives pour le yen dépendent fortement des stratégies de risque et de la volatilité des actions. Nous anticipons un USD/JPY à 105 au T4 2019, car le rebond des actifs risqués devrait perdre de sa vigueur en cours d'année. Nous opinion sur la livre sterling est neutre, car la volatilité est très élevée et l'issue du Brexit très incertaine.

LÉGENDE



Source : Amundi, au 19 mars 2019, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. 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 de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI = West Texas Intermediate.

LE THÈME DU MOIS

Zone euro : trou d'air ou ralentissement durable ?

TRISTAN PERRIER, Recherche Macroéconomique

Finalisé le 27/03/2019

L'essentiel

Après une longue série de déceptions en 2018, les chiffres économiques de la zone euro sont restés très mitigés début 2019. La situation devrait cependant s'améliorer au cours des prochains trimestres, grâce à la conjonction de la vigueur des revenus des ménages, d'un soutien conséquent des budgets publics et d'une dynamique du commerce mondial un peu moins faible que celle des derniers mois.

La validation de ce léger rebond, qui ne permettra pas un retour aux chiffres de croissance de 2017, nécessite toutefois que ne se déclenchent pas les importants risques que sont un Brexit sans accord et l'imposition de droits de douane américains aux exportations d'automobiles européennes. De plus, la situation politique interne reste volatile dans certains États membres.

Alors que les attentes étaient élevées, il y a un peu plus d'un an, après une année 2017 en fanfare, l'économie de la zone euro n'a pas cessé d'accumuler les déceptions depuis début 2018. Sur les 4 trimestres de l'année dernière, la progression du PIB n'a été que de 1,1 % (dont seulement 0,3 % au 2^d semestre) contre 2,7 % sur les 4 précédents. L'Italie est retombée en légère récession au 2^d semestre et l'Allemagne y a échappé de peu. Les chiffres parus au T1 2019 ont été mitigés, faisant état de difficultés toujours importantes dans l'industrie alors que les services et la consommation ont affiché une meilleure tenue.

Plusieurs facteurs ont contribué à ce net affaiblissement de la conjoncture

- **Chacune des 3 plus grandes économies de la zone euro a connu des difficultés spécifiques.** L'industrie automobile **allemande** a été très affectée par un changement des normes de tests anti-pollution à la jointure du T3 et du T4 (chocs dont l'effet sur la croissance a été d'environ 0,5 % du PIB pour l'ensemble de 2018). L'**Italie** a connu une forte incertitude politique à l'arrivée au pouvoir d'une coalition gouvernementale « antisystème » en juin 2018, enfin la **France**, après d'importants mouvements sociaux au printemps a vu la consommation des ménages stoppée net au T4 par la crise des « Gilets Jaunes » (pour un effet total estimé à 0,1 % sur la croissance).
- **La zone euro a également, et surtout, subi le poids du ralentissement du commerce mondial**, en partie dû aux effets directs (perturbation des chaînes de valeur et de l'économie chinoise) et indirects (choc d'incertitude) des mesures protectionnistes américaines. Ce ralentissement a fortement touché l'industrie européenne même si les mesures décidées à l'encontre de l'Europe sont restées très modérées (limitées à des droits de douane sur l'acier et l'aluminium, les États-Unis ayant suspendu leurs menaces à l'encontre des automobiles à l'été 2018). Notons, de plus, que les exportations vers les deux importants marchés que sont la Turquie et le Royaume-Uni ont été affectées par les événements spécifiques à ces deux pays, que le niveau élevé de l'euro début 2018 a été pénalisant, et que la vigueur exceptionnelle des exportations en 2017 a été suivie d'une compensation négative l'année suivante. Au total, la contribution des exportations à la croissance du PIB de la zone euro est passée de 3,1 % sur les 4 trimestres de 2017 à 0,75 % sur ceux de 2018, révélant au passage une nette dichotomie entre, d'une part, l'Italie et l'Allemagne, très exposées aux cycles industriels mondiaux, et, d'autre part, la France et l'Espagne, moins affectées par ces développements externes en raison de la taille plus réduite de leurs secteurs manufacturiers.

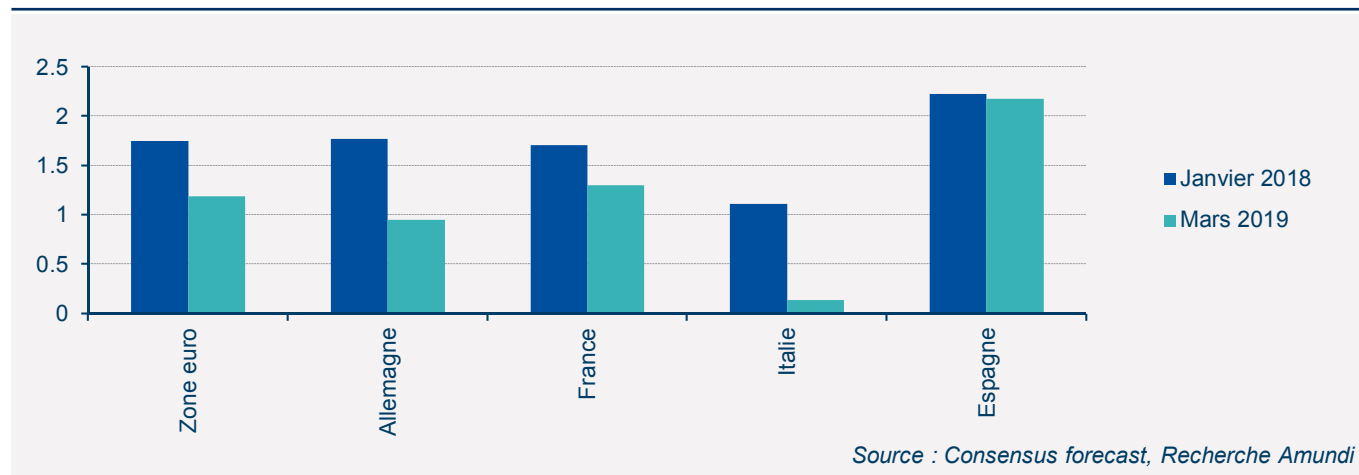
- **Enfin, notons que des cours du pétrole en forte hausse par rapport à l'année précédente ont également joué négativement.** Malgré un net repli en fin d'année, le cours du Brent en euro a été en moyenne, en 2018, 25 % plus élevé qu'en 2017.

Alors qu'une partie de ces chocs sont à présent derrière nous, plusieurs facteurs plaident pour une réaccélération modérée de la croissance au cours des prochains trimestres, pour autant que ne soient pas déclenchés d'importants facteurs de risques.

Tout d'abord, certains des éléments ayant joué très négativement en 2018 sont de nature temporaire et devraient s'estomper. Si les défis de long et moyen terme que doit affronter l'industrie automobile allemande restent très importants, la production devrait tout de même se normaliser (si l'on entend par là l'effacement des effets spécifiquement liés au changement de norme de 2018) d'ici le début du T2. De même, l'apaisement des tensions sociales constaté en France au T1 (même s'il est prématuré de conclure à la fin complète de la crise) devrait permettre à la consommation de rebondir.

De plus, les revenus des ménages sont restés, au cours des derniers trimestres, sur une trajectoire très ascendante, dont l'effet réel devrait être amplifié en 2019 par le reflux de l'inflation. Alors même que s'accumulaient les mauvaises nouvelles concernant le PIB ou les indicateurs de conjoncture, le taux de chômage n'a pas cessé de baisser (7,8 % en janvier 2019 contre 8,6 % 12 mois plus tôt), la hausse de l'emploi, même si elle a ralenti, est restée vigoureuse (1,3 % sur les 4 trimestres de 2018 contre 1,7 % sur ceux de 2017) et, surtout, les salaires se sont maintenus, l'année dernière, sur un rythme de hausse d'environ 2 %. L'ensemble de ces chiffres peut permettre aux ménages de soutenir une hausse de la consommation réelle très supérieure à celle de 1,2 % observée l'année dernière, dans un contexte où l'inflation, mesurée sur un, est en cours de net reflux sous l'effet des mouvements des prix de l'énergie (même en supposant des cours du pétrole en légère hausse cette année).

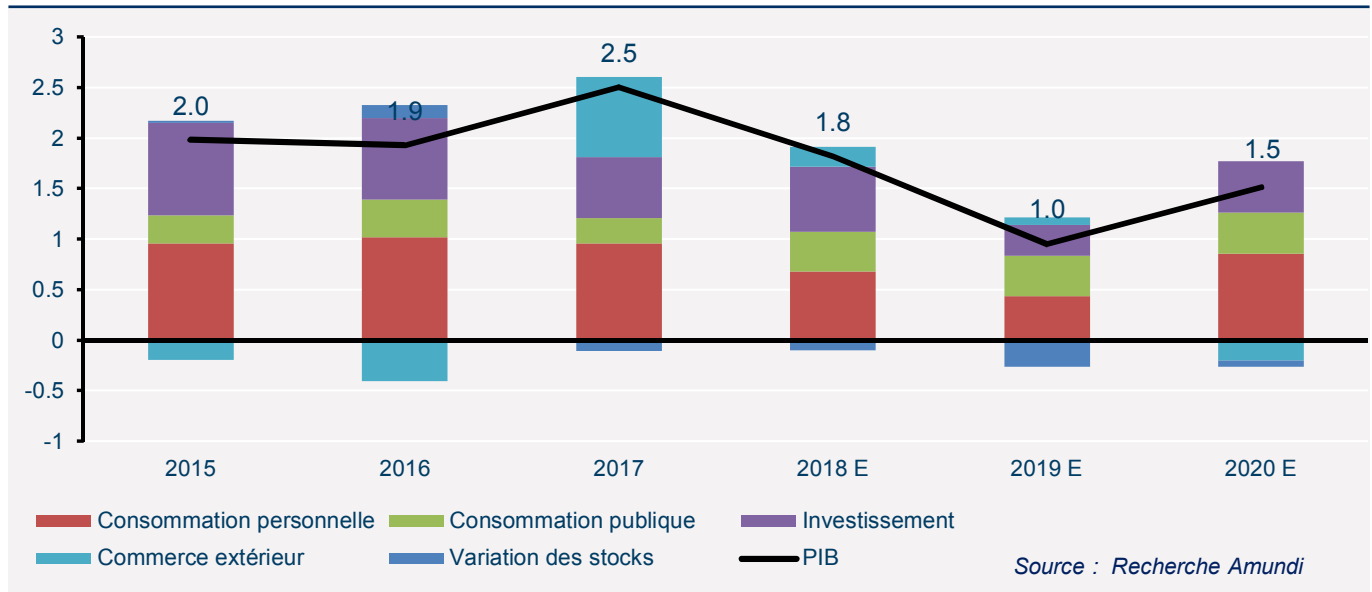
1/ Prédiction de croissance du PIB en 2019: évolution du consensus entre janvier 2018 et mars 2019



S'ajoute à la bonne tenue du revenu des ménages l'effet attendu de politiques budgétaires beaucoup plus favorables à la croissance que l'année dernière

- Certes, ce soutien devrait rester modeste en **Italie**, où les promesses du gouvernement ont dû être revues en baisse suite aux négociations avec l'Union Européenne, et où ce qui est gagné pour la croissance via le creusement du déficit public est en partie effacé par la détérioration des conditions financières causée par l'inquiétude des marchés.
- Cependant, il n'en va pas de même en **France**, où s'ajoutera à l'effet des baisses d'impôts sur les ménages effectives depuis fin 2018 (notamment des réductions de cotisations sociales) celui des largesses consenties par le gouvernement pour apaiser la crise de décembre, soit, au total, un stimulus d'environ 0,5 % de PIB, ciblé dans sa majorité sur des ménages modestes à forte propension à consommer.
- L'**Allemagne**, de son côté, après un durcissement budgétaire involontaire en 2018 (causé par la longue recherche d'une coalition gouvernementale viable, et donc par des retards de déploiement de certaines politiques publiques) devrait connaître une compensation inverse en 2019 qui, en ajoutant de nouveaux efforts ciblés vers divers secteurs (retraite, politique familiale, investissement, militaire) est évalué à environ 0,7 % du PIB.
- Enfin, l'impossibilité d'obtenir en **Espagne** la ratification parlementaire d'un budget 2019 qui prévoyait plusieurs mesures de hausses d'impôts génère également un léger stimulus de fait dans ce pays.

2/ Contributions à la croissance du PIB, Moyenne. annuelle. %

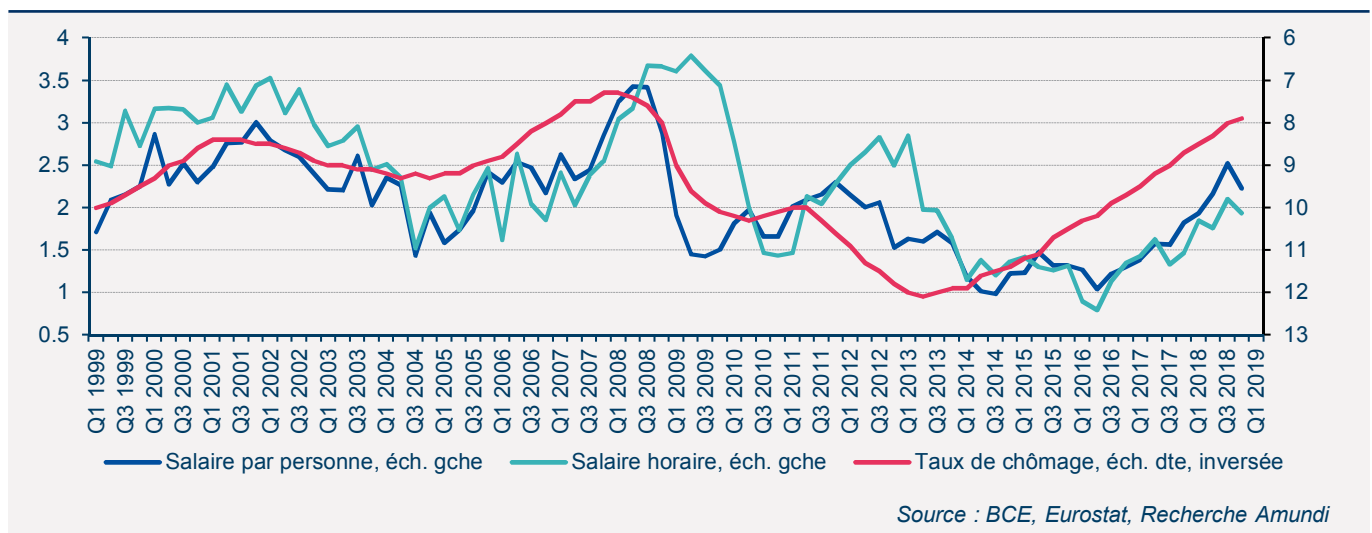


Au total, le soutien budgétaire (mesuré par le creusement du déficit structurel primaire) devrait atteindre environ 0,5 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro. Constitué de mesures disparates consécutives aux contextes spécifiques de chaque grand pays en 2018, il n'aura, certes, pas l'efficacité d'un plan de relance coordonné, mais devrait tout de même, si on lui applique un multiplicateur prudent (un peu moins de 50 %) se traduire par un surcroît d'activité de 0,2pp de PIB en 2019. Il faut cependant noter que cet effet devrait s'estomper en 2020, les projections actuelles ne permettant pas d'anticiper le maintien d'un soutien budgétaire aussi important.

Enfin, en ce qui concerne la dynamique des exportations, auxquelles la zone euro reste bien plus exposée que les États-Unis (27 % du PIB contre 13 %, biens et services confondus) notons qu'un freinage aussi important qu'en 2018 est peu probable. Notre scénario central prévoit, certes, une décélération des deux grandes économies, et marchés d'exportations, que sont la Chine et les États-Unis, mais leur croissance devrait rester très supérieure à celle de la zone euro. Surtout, nous prévoyons davantage un apaisement qu'une aggravation des tensions (du moins du point de vue strictement commercial) entre ces deux pays, et donc de moindres perturbations liées aux chaînes de valeur et à l'incertitude. Enfin, dans un mouvement inverse de celui observé l'année dernière, les chiffres très faibles de 2018 devraient plutôt susciter une compensation positive, notamment via des reconstitutions de stocks.

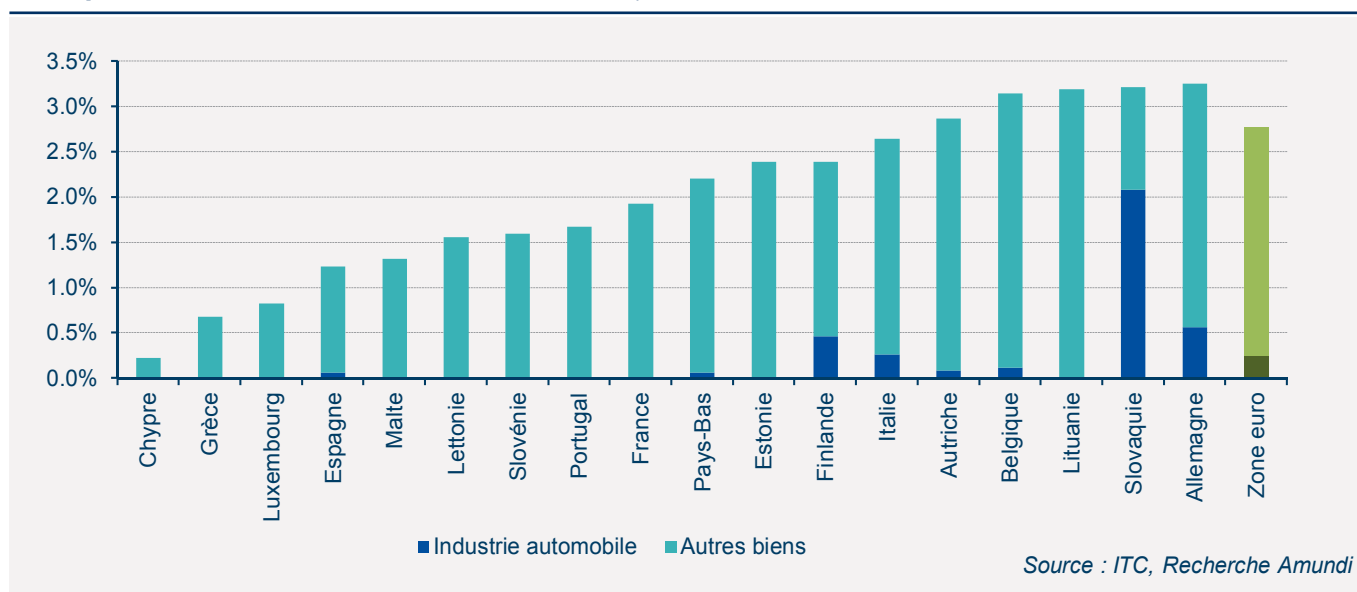
Encore faut-il que ne soient pas déclenchés un certain nombre de facteurs de risque, qui pourraient facilement annuler, via la montée des comportements de précaution, tant les effets attendus des gains de pouvoir d'achat des ménages que ceux espérés d'une stabilisation de la demande externe.

3/ Zone euro, salaire et taux de chômage



- **Le premier facteur de risque bien identifié est le Brexit** : à l'heure où nous écrivons ces lignes, si les scénarios positifs pour l'activité que sont un accord de sortie avec l'UE ou une extension longue du délai avant la sortie du Royaume-Uni restent possibles, **le risque d'une sortie sans accord** (soit dès le 29 mars soit, après une extension courte, d'ici quelques mois) **ne peut pas être complètement écarté** (nous lui attribuons une probabilité d'environ 20 %). Les conséquences macroéconomiques d'un tel événement dépendraient fortement des mesures de mitigation qui pourraient être décidées au dernier moment (en plus de celles déjà explicitement prévues). Elles nous conduiraient cependant très probablement à revoir légèrement en baisse nos prévisions de croissance pour la zone euro (même si le choc y était bien moins sévère qu'au Royaume-Uni).
- **Un second facteur de risque est la persistance de la menace d'instauration de droits de douane sur l'automobile européenne**. Suite à l'enquête conclue en février au titre de la Section 232 du *Trade Expansion Act* de 1962, le Président américain doit prendre une décision d'ici mi-mai. Il nous paraît peu probable que ces droits de douane deviennent réalité, parce qu'ils appelleraient des représailles et rétroagiraient négativement sur l'économie américaine dans un contexte où des signes de ralentissement sont déjà perceptibles et où l'administration républicaine s'engagera bientôt dans la campagne de 2020. Il est possible, en revanche, que cette menace persiste pendant plusieurs trimestres, par exemple, via leur **activation théorique assortie d'une période de grâce** renouvelable, afin de les utiliser comme moyen de pressions sur l'UE dans le cadre de négociations commerciales plus larges (l'un des défis étant, pour l'Europe, de trouver une position commune alors que l'exposition des différents États membres aux exportations automobiles vers les États-Unis est très hétérogène). Danger durable, ces droits de douane resteraient pénalisants pour la confiance industrielle en Europe. S'ils devaient, contrairement à nos attentes, être appliqués, il y aurait, là aussi, lieu de baisser nos prévisions pour l'Allemagne et les pays très insérés dans les chaînes de valeur des constructeurs allemands.
- **Enfin, il est nécessaire de rester vigilants vis-à-vis d'une possible résurgence des risques politiques internes**.
 - Rendez-vous majeur du milieu de l'année, les **élections européennes** ne devraient pas si l'on en croit les sondages, donner lieu à un raz-de-marée des partis politiques dits « antisystème » (même si la situation peut être compliquée en cas de participation du Royaume-Uni). Si les deux groupes « traditionnels » que sont les Démocrates-Chrétiens et les Socio-Démocrates perdaient probablement la majorité qu'ils détiennent au Parlement européen depuis sa fondation en 1979, ils devraient tout de même pouvoir (au prix de quelques délais et négociations supplémentaires) en constituer une autre avec les autres forces favorables aux institutions que sont les Verts ou les Libéraux.
 - En revanche, la **situation politique reste volatile en Italie**. Il est vrai que des élections anticipées pourraient être perçues comme positives pour l'économie et les marchés, car elles pourraient se traduire par l'émergence d'une nouvelle coalition gouvernementale unissant la Ligue du Nord et la droite traditionnelle. Cependant, il n'est pas certain qu'une telle évolution (ou le maintien de la coalition actuelle) suffise à éviter une nouvelle collision avec les institutions européennes lors de la négociation du budget 2020 (en principe, en fin d'année). Ajoutons que l'Italie reste exposée à une éventuelle dégradation de sa note souveraine.

4/ Exportations de biens vers les États-Unis, % du PIB



- Enfin, si les risques dans les autres pays devant connaître des élections générales en 2019 (dont la Finlande, l'Espagne, la Belgique, le Portugal et la Grèce) ne nous paraissent pas présenter, a priori, de dangers systémiques pour la zone euro, la crise sociale initiée en novembre 2018 en **France** n'est pas encore pleinement éteinte. Elle est venue rappeler que la très solide majorité parlementaire dont bénéficie le gouvernement français ne suffit pas à mettre le pays à l'abri d'importants risques d'instabilité.

Au vu de ces éléments, les perspectives économiques de la zone euro à la fin du T1 2019 nous paraissent, dans l'ensemble, plus positives que ce que pourraient faire craindre les chiffres très dégradés des derniers mois. Le scénario le plus probable est celui d'un rebond reposant avant sur la consommation des ménages, elle-même soutenue par l'amélioration du marché du travail et les décisions budgétaires, et sur une dynamique moins négative (à défaut d'être positive) de la demande externe. Ce rebond devrait toutefois rester modeste : nous prévoyons une progression du PIB de 1,2 % entre le T4 2018 et le T4 2019 et de 1,6 % au cours des 4 trimestres de 2020. Un retour à des chiffres aussi élevés que ceux de 2017 supposerait, en effet, une très forte amélioration des exportations que les conditions mondiales actuelles ne permettent pas d'envisager. Surtout, ce rebond est exposé à de nombreux risques (à commencer par le Brexit, le protectionnisme américain et les aléas politiques internes) sur lesquels la visibilité pourrait rester limitée au cours des prochains mois. Enfin, ajoutons qu'en cas de scénarios négatifs peu de grands instruments de stabilisation (en raison des taux déjà nuls ou négatifs de la BCE, et des difficultés politiques de construction d'une réponse budgétaire coordonnée) semblent immédiatement disponibles.

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 le report de l'augmentation des tarifs douaniers sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises, qui devait entrer en vigueur le 1^{er} mars. Ce report semble refléter les progrès significatifs réalisés au cours des cycles de négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et qui se prolongent en 2019. Les pourparlers auraient insisté davantage sur des sujets essentiels, notamment les questions structurelles et leur mise en œuvre, ainsi que certains détails techniques. Si des progrès supplémentaires se concrétisent, un sommet Donald Trump/XI Jinping pourrait avoir lieu et 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 serait plus élevée qu'en fin 2018. Ceci semble contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme et à raffermir quelque peu le sentiment du marché. 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 initié un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % au T1 et T2 et 0,7 % au 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 économie qui atteint graduellement son point bas avec une croissance du PIB qui converge à nouveau vers son potentiel d'ici la fin de l'année, mais les risques sont clairement orientés à la baisse, en particulier à court terme. 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 ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en 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 | Nous envisageons 3 scénarios (S1, S2 et S3) :

S1 (40 %). Courte prolongation d'ici le 12 avril puis approbation d'un accord d'ici au 22 mai. S'il n'y a pas d'accord d'ici au 12 avril, le Royaume-Uni demandera une extension de l'article 50 jusqu'au 22 mai (le Royaume-Uni ne participerait donc pas aux élections européennes en mai). Une extension après cette date deviendrait de facto impossible, ce qui devrait forcer les deux parties à trouver un accord pour éviter un Brexit dur (« no deal »). Les parlementaires pourraient envisager de nouvelles options (par exemple, le modèle de la Norvège et l'union douanière) qui pourraient nécessiter des changements à la déclaration politique tout en restant compatibles avec l'accord de retrait négocié et acceptables pour l'UE.

S2 (40 %) : une extension longue (au moins jusqu'à fin 2019) décidée d'ici le 12 avril. Dans ce cas l'accord actuel ne serait pas ratifié (entraînant probablement le départ de T. May). À l'approche de la date limite du 12 avril, le Royaume-Uni solliciterait une extension longue pour organiser des élections anticipées ou un 2nd référendum. Le Royaume-Uni prendrait part à l'élection européenne (23-26 mai).

S3 (20 %) : une sortie sans accord (no deal). Le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord, ou seulement dans le cadre d'une période de transition très limitée. De nombreux sous-scénarios sont envisageables : un retour au seul régime de l'OMC est possible, mais des mesures de mitigation (managed no deal, deals under no deal) pourraient également être négociées. Une sortie sans accord aurait un impact sur le PIB de la zone euro, avec d'importantes différences d'un pays à l'autre (l'Irlande serait la plus touchée, suivie par les pays très intégrés dans les chaînes de valeur internationales). Il y aurait une très forte incertitude concernant l'avenir de la frontière irlandaise.

Impact de marché | S1 : l'incertitude exerce une pression sur les marchés jusqu'à la date limite. S2 : une forte incertitude à l'approche de la date limite (12 avril) suivie par un soulagement à l'annonce d'une extension longue. S3 : pas pleinement intégré par les marchés, négatif pour les actions européennes et le GBP. Il faut s'attendre à une actualité très intense au cours des prochains jours. Dans le cas où l'issue serait très défavorable au Royaume-Uni, on assisterait à une dépréciation du GBP et à un passage de la croissance économique britannique au-dessous de son potentiel. En revanche, la ratification d'un accord générerait une appréciation du GBP, tandis que l'investissement bénéficierait du reflux de l'incertitude.

Risque # 4

15 %
probabilité

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

Analyse | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu, 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, mais des difficultés pourraient refaire surface lorsque la loi de finances sera présentée. Après deux trimestres consécutifs de contraction au deuxième semestre 2018, de faibles indicateurs coïncidents pour le premier trimestre suggèrent que le risque d'un nouveau trimestre négatif subsiste. Étant donné la faiblesse de la croissance à venir (nous prévoyons une croissance du PIB de 0,1 % en 2019), des tensions liées à la viabilité de la dette pourraient probablement réapparaître.

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 beaucoup 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 annoncé la mise en place de nouveaux TLTRO pour alléger les difficultés du 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 (+2,9 % en g.a.), tirée notamment par les investissements des entreprises tandis que les dépenses de consommation des ménages ont bien résisté. Les statistiques économiques relatives au T1 de cette année, bien que plus contrastées, tendent à confirmer notre idée d'une convergence progressive de la croissance vers son potentiel. La croissance américaine ralentira, en particulier sur le plan des investissements après la performance remarquable enregistrée en 2018, tandis que la consommation devrait rester robuste, étant donné la vigueur du marché du travail et des perspectives favorables en termes d'inflation. Le fait que la normalisation de la Fed soit presque achevée (attentisme, stabilisation du bilan attendue d'ici la fin de l'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 dans l'avenir prévisible.

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

Contagion au « monde émergent »

Analyse | Les actifs émergents ont démarré 2019 en force, grâce (1) au revirement de la Fed (attentisme en ce qui concerne la révision des taux, stabilisation du bilan au T3 2019); (2) à une actualité négative sur les marchés développés (en Europe notamment); et (3) à une probabilité moindre d'escalade de la guerre commerciale entre États-Unis et Chine voire un accord en bonne et due forme. Ceci dit, le risque de contagion aux émergents reste d'actualité, que ce soit par le biais de l'économie réelle (une croissance mondiale globalement plus faible se traduira par un commerce mondial plus faible) ou via les marchés financiers. Le changement d'orientation de la Réserve fédérale est intervenu de façon beaucoup plus précoce et plus prononcée que prévu dans nos perspectives pour 2019 et le risque d'erreur de politique monétaire de la part des principales banques centrales a augmenté. En effet, nous voyons aujourd'hui que le risque de contagion par les marchés financiers est plus élevé que par les chaînes d'approvisionnement. Le cas récent de la forte dépréciation, en une même journée, de la livre turque, nous rappelle que malgré la surperformance significative des actifs émergents depuis le début de l'année, leur vulnérabilité aux chocs externes reste assez élevée. De plus, bien qu'anticipée par de nombreuses sources, la dépréciation du dollar ne s'est pas encore enclenchée.

Impact de marché | Les *spreads* et les marchés actions seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau sous pression sous l'effet d'une fuite des capitaux. Toutefois, le monde émergent est loin d'être 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 l'économie 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 commencé à diminuer depuis la fin de 2017. Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Entre-temps, la désescalade des tensions commerciales pourrait permettre aux décideurs chinois de gagner du temps pour ajuster la mise en œuvre des politiques et mieux gérer les risques à court terme. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.

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 particulièrement 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 réforme de l'offre. 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 antisystèmes. Les élections européennes de mai 2019 seront un indicateur clé de leurs progrès.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas que ces événements déclencheront un nouveau cycle de crises systémiques en Europe. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, sans toutefois quitter la zone euro. Toutefois, cette actualité politique mouvementée 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 pourrait rester volatil.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



Scénario central (probabilité de 75 %) : ralentissement de la croissance en 2019 et désynchronisation accrue

- **Croissance mondiale ralentie** : 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Cette situation n'a cependant pas duré. Depuis le printemps 2018, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies l'an dernier 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 les niveaux d'incertitude à des niveaux records, plombant les investissements. Le commerce mondial s'est ressaisi en janvier, mais restera particulièrement faible au T1. 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 croissance du commerce mondial se stabilisant à des niveaux proches de celle du PIB mondial (c'est-à-dire que le commerce mondial devrait revenir aux alentours de 3 % en glissement annuel d'ici fin 2019).
- **États-Unis** : l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait toutefois s'estomper progressivement au cours de l'année. Nous prévoyons un ralentissement de la croissance qui devrait se rapprocher de son potentiel en début 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 bénéfices des entreprises, surtout si des pressions inflationnistes se concrétisaient d'ici là, ce qui n'est pas à écarter étant donné que l'économie tourne dans des conditions proches du plein-emploi. La survenue d'une récession en 2019 nous semble hautement improbable, en effet la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier d'un revenu disponible plus élevé. Toutefois, les doutes quant à l'extension du cycle actuel devraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (soutien moindre de la politique budgétaire, investissements des entreprises attendus à la baisse, signaux mitigés du sentiment et des statistiques de l'économie réelle). Par ailleurs il faut garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale peut déclencher une contraction des bénéfices.
- **Zone euro** : Nous avons réduit nos prévisions de croissance du PIB pour 2019 à 1,0 % et maintenons nos prévisions pour 2020 à 1,5 %. Les données du T1 sont mitigées avec l'amélioration de certains chiffres, mais aussi une faiblesse persistante du secteur manufacturier. Malgré une reprise enclenchée bien après celle des États-Unis, le ralentissement amorcé par les économies de la zone euro (ZE) en 2018 est beaucoup plus prononcé que dans les autres économies. Plusieurs facteurs transitoires ont contribué au ralentissement de la croissance en ZE. 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 mondial. 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. En outre, les incertitudes politiques (Brexit, budget italien) ont brouillé les cartes. 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, par la souplesse de la politique monétaire et l'importante relance budgétaire (notamment en Allemagne et en France). Par conséquent, nous pensons que la croissance gagnera progressivement en puissance au second semestre. À court terme, les élections européennes de mai 2019, le Brexit et

les menaces tarifaires américaines sur le secteur automobile européen maintiendront probablement l'incertitude à un niveau élevé, et si nous pensons que les partis traditionnels resteront majoritaires au Parlement européen, le niveau de fragmentation politique devrait augmenter. En conséquence, il faudra du temps pour former la nouvelle Commission et 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 » publié sur le sujet). La probabilité d'un accord nous paraît toujours bien supérieure à la probabilité d'un « no deal ». Or, en cas d'accord, la demande intérieure devrait rebondir 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: l'excès de crédit est visible 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 un ton plus conciliant.
- **Cours du pétrole**: les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril en début octobre à 66 USD/baril en fin mars. Le principal facteur déclenchant en tout début de chute a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEP et les pays non-membres de l'OPEP, conjuguée aux craintes d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les cours du pétrole à ces niveaux.
- **Banques centrales clés**: l'approche de gestion des risques prévaut. La Fed opte pour l'attentisme et nous ne prévoyons aucune hausse de taux en 2019. La BCE a mis fin à ses achats mensuels d'actifs en fin décembre et continuera de remplacer les titres arrivant à échéance. Nous anticipons un maintien du statu quo (sur les taux d'intérêt) de la part de la BCE en 2019 et 2020. La BCE ne dispose d'aucune marge d'intervention pour une normalisation de sa politique monétaire, compte tenu du ralentissement économique et de l'absence d'inflation. La BCE a annoncé de nouveaux TLTRO en mars (lancement en septembre et communication probable des détails techniques en juin) et a surpris par son ton accommodant: 1) décision immédiate sur les TLTRO-3 et *forward guidance* sur les taux; 2) révision à la baisse des perspectives en matière de PIB/inflation plus importante que prévu par le consensus; et 3) balance des risques toujours orientée à la baisse, ce qui signifie que la BCE pourrait encore s'assouplir si la croissance ralentissait davantage. Un système à double niveau est sérieusement envisagé pour les taux de dépôt, afin d'alléger la charge pesant sur les banques qui disposent de réserves excédentaires importantes (Allemagne).



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 cas, les BC pourraient à nouveau recourir à des outils non conventionnels, tels qu'un accroissement de leur bilan (notamment en ce qui concerne la BCE).



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

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

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

Conséquences :

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

Ralentissement : patience et dépendance aux données

- La croissance économique ralentit progressivement dans un contexte de données contrastées, les moteurs de la demande intérieure ralentissant sur le plan des investissements, mais soutenant encore la consommation des ménages. L'impulsion budgétaire qui soutenait la croissance en 2018 va s'estomper.
- Les consommateurs américains restent optimistes dans l'ensemble. La demande de main-d'œuvre et la croissance des salaires toujours vigoureuses, conjuguées à des tensions inflationnistes contenues, maintiennent la consommation des ménages, qui devrait constituer le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance s'est nettement tassée dans les petites entreprises comme les plus grandes, les incertitudes quant aux perspectives de croissance et de la demande entraînant potentiellement un fléchissement des projets d'investissements.
- Des pressions inflationnistes modérées, tant intérieures qu'extérieures, maintiennent l'IPC sous-jacent et global sous contrôle dans un contexte d'inflation modérée. Des prix de l'énergie plus modestes devraient faire plafonner l'augmentation de l'inflation globale annuelle.
- Dans ce contexte, lors de sa réunion de mars, la Fed n'a signalé aucune nouvelle hausse des taux cette année, a annoncé la fin du resserrement quantitatif et a sensiblement révisé à la baisse les projections économiques en matière de croissance et d'inflation.

Facteurs de risque

- Préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure freinant les projets d'investissement plus qu'anticipé
- Risques de droits de douane pouvant pénaliser les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

Zone euro

- **Amélioration progressive attendue malgré d'importants risques.** Après une année 2018 très décevante, les chiffres ont été mitigés 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. Le Royaume-Uni a obtenu de l'UE un délai supplémentaire (au moins jusqu'au 12 avril) mais l'incertitude reste très forte concernant la capacité du Parlement britannique à trouver une majorité en vue d'une solution au cours des prochaines semaines. De nombreux scénarios sont possibles, y compris un report long. Sans être l'issue la plus probable, un « no deal », qui reste l'issue par défaut, 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

Dérive vers le pire

- La décélération de l'économie mondiale a freiné le secteur privé et menace désormais les dépenses d'investissement. Les expéditions de biens d'équipement et de machines ont diminué en raison d'un nombre croissant d'entreprises qui reportent, réduisent ou annulent leurs investissements.
- Bien que les trois quarts des dirigeants d'entreprises s'inquiètent de l'état de l'économie chinoise, les exportations vers la Chine et les commandes de machines-outils en provenance du pays ont récemment passé leur point bas. Les exportations restent fragiles dans l'ensemble. Pourtant, les expéditions vers les États-Unis continuent d'augmenter, tandis que celles vers l'UE sont étonnamment résistantes.
- Sur le plan de l'économie intérieure, le gouvernement accélère les projets de reconstruction à la suite des catastrophes naturelles, mais aussi les investissements en infrastructures et le développement urbain en préparation des Jeux olympiques de Tokyo en 2020. Une forte baisse des tarifs de téléphonie mobile prévue en avril devrait rediriger les dépenses vers d'autres biens et services.

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

Chine

- L'activité économique globale semble appelée à ralentir davantage au T1, tandis que les responsables politiques ont réaffirmé leur volonté de soutien. Lors de la réunion annuelle du Congrès National du Peuple la croissance a clairement été placée en priorité absolue pour l'année. Le plan de relance budgétaire dépasse largement les attentes, avec la confirmation d'une réduction significative de la TVA des entreprises et des émissions obligataires des gouvernements locaux qui s'annoncent très importantes. Alors que les exportations souffrent et que le secteur de l'immobilier fléchit, le poids du secteur automobile sur l'économie s'allège et le secteur public a débuté ses efforts de stabilisation, avec l'appui des mesures gouvernementales. La croissance globale du crédit semble avoir atteint son point le plus bas.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent un élément d'incertitude clé. Des progrès significatifs ont récemment été confirmés et les augmentations tarifaires prévues ont été temporairement reportées.
- Les pressions sur le RMB et les sorties de capitaux restent contenues grâce à l'assouplissement de la Fed et à 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 région, alimentée principalement par la demande intérieure. La dynamique des exportations des pays de la région a été très faible au cours des deux premiers mois de 2019.
- 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 en deçà des attentes. Aux Philippines, l'inflation a finalement réintégré la fourchette cible de la BSP au mois de février, à 3,8 % en g.a.
- De manière générale, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent pour une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- En Thaïlande, des élections à la Chambre des représentants ont eu lieu. 95 % des votes ont déjà été dépouillés mais les 5 % restants font l'objet d'une enquête pour irrégularités. À l'heure actuelle et d'après les informations disponibles, aucun parti ou alliance ne dispose d'une majorité. Le résultat final sera annoncé à partir du 9 mai.

- Dynamique des exportations très faible en début 2019
- Inflation très modérée aux Philippines, qui se situe à nouveau dans la fourchette cible de la BC
- BC de la région attentistes
- En Thaïlande aucune victoire nette d'un parti ou d'une alliance ne se dessine pour l'instant

Amérique Latine

- Les chiffres du PIB du T4 2018 ont confirmé que les conditions économiques étaient meilleures dans les petites et moyennes économies de la région que dans les pays les plus grands. L'Amérique latine est la région où la dynamique entre demande intérieure et extérieure est la plus contrastée : les exportations ont été moins négatives en Argentine et au Brésil.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. En février, l'inflation mexicaine a enfin réintégré la fourchette cible de Banxico à 3,9 % en g.a., en baisse par rapport aux 4,4 % enregistrés en janvier.
- Les grandes banques centrales de la région ont laissé leurs taux d'intérêt inchangés. Nous attendons désormais un assouplissement de la politique monétaire de Banxico.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter un plan de réforme des retraites très audacieux au Congrès. Le premier vote de la Commission de la Constitution et de la Justice de la Chambre basse qui était attendu d'ici avril devrait être encore retardé.

- Meilleures conditions économiques des petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble, celle du Mexique réintègre la fourchette cible de Banxico qui devrait adopter un ton plus accommodant plus vite que prévu
- La réforme des retraites très audacieuse annoncée au Brésil pourrait être retardée

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'accélérer 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.

- Chiffre du PIB publié au T4 2018 plus élevé que prévu, à 1,1 % sur un an. Globalement, la croissance du PIB en 2018 a été de 0,7 % par an (moyenne annuelle), au lieu des 0,5 % prévus pour l'année précédente. Ces chiffres du PIB meilleurs que prévu ne doivent pas faire oublier que les performances des investissements (principalement dans les entreprises publiques d'État) restent très médiocres. Nous prévoyons une croissance plus élevée en 2019 +1,7 % par rapport à l'année précédente.
- Les données sur la croissance, conjuguées à une inflation plus modérée, pourraient rendre la politique monétaire plus accommodante; toutefois, il convient de faire preuve d'une certaine prudence en raison de la détérioration des perspectives budgétaires.

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. Dans un tel contexte, pouvoir d'achat des ménages et marges des entreprises sont au plus bas. Nous anticipons donc une récession du PIB pour 2019 au minima de 1 %.

- 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 (28 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	2,2	2,3
Japon	0,8	1,0	0,7	1,0	0,7	1,3
Zone euro	1,8	1,0	1,5	1,8	1,2	1,5
Allemagne	1,4	0,8	1,5	1,7	1,5	1,5
France	1,5	1,3	1,5	2,1	1,3	1,5
Italie	0,8	0,1	0,6	1,1	1,0	1,5
Espagne	2,5	2,0	1,8	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	1,4	1,1	1,4	2,3	2,2	2,2
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	3,9	4,4
Russie	1,7	1,5	1,7	2,9	5,0	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,6	4,7
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	2,9	-1,0	1,5	16,2	15,4	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,6	2,0	1,7	1,9
Pays émergents	4,9	4,5	4,7	4,1	3,7	3,8
Monde	3,8	3,4	3,5	3,2	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75
Zone euro	0	0	0	0	0
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,25	2,40/2,60	2,18	2,20/2,40	2,12
Allemagne	-0,6	-0,60/-0,40	-0,61	-0,60/-0,40	-0,60
Japon	-0,18	-0,20/0,00	-0,19	-0,20/0,00	-0,19
Royaume-Uni	0,64	0,60/0,80	0,6	0,70/0,90	0,62

Taux 10 ans					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,40	2,50/2,70	2,42	2,40/2,60	2,44
Allemagne	-0,07	0,10/0,25	-0,02	0,10/0,25	0,03
Japon	-0,09	0,00/0,10	-0,06	0,00/0,10	-0,03
Royaume-Uni	0,99	1,10/1,30	1,07	1,15/1,35	1,13

Prévisions de change					
	29/03/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,12	1,14	1,15	1,17	1,18
USD/JPY	111	109	110	106,5	108
EUR/GBP	0,86	0,87	0,85	0,86	0,86
EUR/CHF	1,12	1,14	1,14	1,15	1,16
EUR/NOK	9,68	9,40	9,50	9,30	9,40
EUR/SEK	10,42	10,25	10,30	10,10	10,20
USD/CAD	1,33	1,31	1,31	1,30	1,31
AUD/USD	0,71	0,72	0,72	0,70	0,73
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,69
USD/CNY	6,71	6,70	6,73	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 — orinoco-art

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