

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**ENCORE DU POTENTIEL,
MAIS PAS BEAUCOUP**

LE THÈME DU MOIS

**ACTIONS EUROPÉENNES :
QUELS IMPACTS EN CAS
DE GUERRE TARIFAIRE
AVEC LES ÉTATS-UNIS ?**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Encore du potentiel, mais pas beaucoup

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les marchés boursiers sont restés dynamiques ces dernières semaines, le S&P 500 se rapprochant de son plus haut historique, tandis que les actions européennes (STOXX 600) renouaient presque avec leur pic de l'an dernier et que les marchés émergents enregistraient également de très fortes performances. Les espoirs renouvelés d'un accord commercial entre la Chine et les États-Unis ont alimenté la dernière partie de la phase de hausse, après l'impulsion initiale qui avait été donnée par les revirements accommodants des banques centrales. Les marchés du crédit ont également largement bénéficié du sentiment positif, les *spreads* se resserrant considérablement en Europe et se stabilisant à des niveaux élevés aux États-Unis au cours des dernières semaines. Dans un contexte de marchés financiers forts et de performances de l'économie réelle faibles, la complaisance semble être de mise. Ceci s'explique par le fait que la reprise mondiale des actifs à risque a été essentiellement tirée par un facteur : l'inflation. L'ajustement à la baisse des anticipations d'inflation a entraîné un fléchissement généralisé des courbes de rendement et orienté les politiques des banques centrales des pays développés et des pays émergents vers plus de souplesse. Les banques centrales ont ainsi recréé avec succès la conjoncture idéale qui avait permis de stimuler le rendement des actifs à risque entre 2012 et 2017. Mais maintenant, où allons-nous ? Au vu de l'avancée du cycle et des valorisations actuelles, les faibles taux d'intérêt ont-ils suffisamment de force pour tirer la reprise plus loin ? S'il y a peu de chances de voir un renversement de tendance sur ce plan - la faiblesse des taux d'intérêt étant bien installée - **nous croyons que la sensibilité du marché au facteur croissance va augmenter en fin de cycle**, avec une attention très forte au risque de récession et à la durabilité des bénéfices. Le consensus table sur une croissance à deux chiffres des profits de l'indice S&P 500 en 2020, ce qui nous semble être un point de vue très optimiste. Nous estimons, pour notre part, que le risque de déception est important. Par conséquent les investisseurs devraient viser une diversification accrue, rester sur la défensive et être à l'affût des opportunités qui pourraient se présenter en cas d'évolution positive du marché.

À court terme, trois facteurs laissent présager une poursuite de la reprise, à savoir, la détente des conditions financières, les valorisations favorables des actions par rapport aux obligations (l'écart entre le rendement des bénéfices et le rendement des obligations d'État à 10 ans est attractif au regard des moyennes historiques depuis 1987) et le fait qu'il existe encore un potentiel d'expansion des ratios cours/bénéfice. Une nouvelle détente du conflit commercial, avec un accord entre les États-Unis et la Chine qui se profile à l'horizon ainsi que des statistiques macroéconomiques qui rattrapent leur retard et l'augmentation des dépenses budgétaires qui pourraient déboucher sur un regain d'activité réelle sont autant d'éléments qui pourraient favoriser une telle dynamique positive. Ainsi, **nous croyons que même s'il reste encore un peu de potentiel, celui-ci n'est pas si important, d'autant que les marchés semblent déjà « valorisés pour la perfection »**. Au-delà du court terme, le tableau est plutôt flou. La probabilité de rendements négatifs augmentera, notamment en raison de la combinaison de deux éléments. Le premier est que les valorisations du marché ne sont pas particulièrement convaincantes. Selon nos prévisions, le ratio de Shiller, cours/bénéfice corrigé des variations conjoncturelles (CAPE)¹ qui mesure les valorisations boursières, devrait passer de 31 à environ 28 à la fin de 2019. Même si cette projection est inférieure au niveau atteint en début 2018 (33), elle reste proche de celui de 1929 et historiquement chère. Le deuxième élément est, que si l'on examine le passé, une révision importante à la baisse des résultats (attribuable à une récession économique) combinée à des valorisations chères est négative pour les marchés actions. Par conséquent, les perspectives de résultats sont en passe de devenir le facteur clé pour déterminer si le marché poursuivra ou non sa tendance haussière.

Tout en équilibrant le potentiel de hausse à court terme et les risques de baisse à moyen terme, notre approche a consisté - et consistera - à limiter le risque d'ensemble des portefeuilles, en prenant les bénéfices sur les positions gagnantes et en réaffectant les positions perdantes sur des secteurs où nous voyons encore du potentiel à exploiter en termes relatifs. Les candidats naturels pour ce faire sont les marchés émergents, les actions européennes et certains segments des marchés du crédit.

¹ Le ratio cours/bénéfice corrigé des variations conjoncturelles (CAPE), aussi connu sous le nom de PER de Shiller d'après Robert Shiller qui l'a fait connaître, mesure le cours de l'action d'une entreprise par rapport à la moyenne des bénéfices des dix années précédentes.

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Nous maintenons notre posture prudente, dans l'attente d'une visibilité accrue grâce aux publications de résultats.

Changements par rapport au mois dernier

- Plus optimiste sur les actions ME que MD
- Plus prudent sur le crédit US que sur la duration US
- Potentiel haussier limité pour la dette ME en DL

MD = Marchés développés, ME = Marchés Émergents,

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



MACRO

Croissance mondiale multi-vitesses

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

L'assouplissement des conditions financières : un facteur favorable à la demande intérieure. Depuis le début de l'année, les conditions monétaires et financières se sont assouplies, grâce à la baisse des taux d'intérêt et des écarts de taux, tandis que les marchés actions ont progressé. C'est ce qui nous a conduit à réviser à la hausse nos prévisions de croissance du PIB américain de 1,8 % à 2,0 % en 2020. Ce facteur de soutien devrait perdurer puisque les principales banques centrales ont promis implicitement de maintenir des politiques monétaires très accommodantes.

Stabilisation des échanges mondiaux. Un accord entre les États-Unis et la Chine est attendu. Toutefois, Donald Trump a menacé de taxer les importations de certains produits en provenance d'Europe (notamment dans le secteur aéronautique), ce qui montre que le risque protectionniste n'a pas disparu. En revanche le président américain s'est abstenu de menacer le secteur automobile européen, ce qui suggère qu'il ne dispose pas du soutien interne nécessaire pour s'engager sur cette voie. Nous notons que sur le plan des incertitudes relatives aux échanges commerciaux, les indices d'incertitude ont baissé dans la plupart des économies avancées au mois de mars, y compris aux États-Unis, ce qui est de bon augure pour le commerce.

Enquêtes (PMI) : premiers signes de stabilisation (voire de reprise) en mars.

Plus de la moitié des indices des directeurs d'achats se sont améliorés, notamment sur le plan des nouvelles commandes. La tendance est encore balbutiante mais semble confirmer que le point bas du cycle est passé. L'amélioration est très nette aux États-Unis et en Chine, mais pas en Europe où le secteur manufacturier reste particulièrement faible.

Toutefois, l'on peut observer certains signes du redressement à venir des économies européennes: les PMI des services, la confiance des ménages, la production industrielle, les ventes au détail et les immatriculations automobiles sont en hausse. Compte tenu du degré d'intégration des chaînes de valeur mondiales, la reprise mondiale devrait progressivement s'étendre à l'Europe. La demande intérieure est soutenue par la hausse des salaires, les créations d'emplois et une politique budgétaire expansionniste qui devrait soutenir la croissance en 2019 de 0,2 %. L'Italie reste le maillon faible de la zone euro, où il est même possible que le PIB se soit contracté au premier trimestre pour un troisième trimestre consécutif. La dette publique ne sera pas soutenable (en Italie) à long terme sans un rebond de la croissance. Les risques à court terme sont néanmoins très limités compte tenu de la politique fiscale accommodante et du ton jusqu'à présent plutôt conciliant de la Commission européenne à la veille des élections européennes.

Les risques sur la croissance restent orientés à la baisse. D'une part, la menace d'un Brexit sans accord s'estompe avec le report à fin octobre de la date butoir, tandis que la Chine et les États-Unis gèrent leurs différends commerciaux par la négociation. Nous ne pouvons cependant exclure définitivement une confrontation plus dure entre les États-Unis et la Chine ou entre les États-Unis et l'Europe en matière de commerce, notamment dans un contexte où l'UE est fragilisée tant sur le plan économique que politique. De plus, les menaces répétées de Trump contre l'indépendance de la Fed commencent à inquiéter sérieusement les banques centrales du monde entier.

“Premiers signes de stabilisation après les statistiques économiques faibles du T1.”

Le point de vue des stratégestes

Réaction excessive des govies américains à la souplesse de la Fed

Les deux hausses de taux prévues en 2019 qui figuraient dans le graphique en points de la Fed* de décembre ont été supprimées de celui publié lors de la dernière réunion du Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC). Cette suppression constitue une évolution plus accommodante que prévu, car elle représente une révision à la baisse des prévisions à long terme sous le taux neutre. La fin du resserrement quantitatif (QT) avait fait l'objet d'une importante communication préalable, mais la date de cette fin, désormais annoncée, arrive plus tôt que prévu. Le bilan de la Fed se stabilisera ainsi à environ 17 % du PIB, ce qui est nettement supérieur aux niveaux d'avant la crise financière de 2008. À partir d'octobre, les titres adossés à des créances hypothécaires arrivant à échéance seront progressivement réinvestis en bons du Trésor américain, mais avec des échéances plus courtes. Enfin, la Fed a également révisé à la baisse ses projections de croissance à court terme tout en confirmant un tableau rassurant pour les deux prochaines années. Pris par surprise, les marchés obligataires ont probablement réagi de façon excessive, intégrant de prime abord une baisse des taux en septembre, pour ensuite intégrer des attentes légèrement moins optimistes (une baisse des taux entre octobre et décembre 2019) en raison de la faiblesse des statistiques macroéconomiques en Chine, aux États-Unis et en zone euro.

L'écart de rendement entre les bons du Trésor à 2 ans et ceux à 10 ans indique que les anticipations de ralentissement gagnent le marché. Toutefois, nous sommes convaincus que le pouvoir prédictif de la courbe sur le cycle a été réduit par des facteurs spécifiques au contexte post-crise, tels que les effets persistants du QE.

Dans ce contexte, parmi les obligations d'État des pays développés, nous maintenons notre préférence pour les bons du Trésor américain pour lesquels nous avons abaissé nos objectifs de rendement à 6 mois (2,5 % à 2,7 %) et à 1 an (2,4 % à 2,6 %) sur les échéances à 10 ans, cette réduction étant plus importante que pour les autres marchés. Toutefois, nous pensons que, dans les semaines à venir, de meilleurs points d'entrée devraient se matérialiser pour augmenter la duration des bons du Trésor américain, car ces derniers ont probablement réagi de manière excessive au changement de politique surprise de la Fed et ont déjà commencé à se corriger quelque peu.

* Le graphique en points de la Fed est une représentation des projections de taux d'intérêt des membres de la Fed pour les prochaines années. Le taux d'intérêt neutre (ou naturel) est le taux auquel le PIB réel croît à son taux tendanciel, l'inflation étant stable.

QE: l'assouplissement quantitatif (QE) est une politique monétaire adoptée par les banques centrales pour stimuler l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers. QT: le resserrement quantitatif (QT) est l'opposé de l'assouplissement quantitatif.

GESTION DIVERSIFIÉE

Rester défensif, mais attentif aux bonnes surprises

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Nous conservons une **approche prudente**, car la forte reprise du marché semble désormais manquer de soutien, notamment pour les actions des marchés développés. Une amélioration de la dynamique des résultats ou des surprises positives dans une croissance européenne déprimée pourraient justifier une attitude plus optimiste à l'égard des actions, mais pour l'instant la visibilité est limitée et le **contexte géopolitique est peu propice à un positionnement agressif**. En effet, en Europe, la saga du Brexit, les élections au Parlement européen et la montée du populisme mettent toute l'architecture institutionnelle de l'UE à l'épreuve. L'incertitude qui règne est également exacerbée du fait de la nature évolutive des différends commerciaux, avec des relations entre les États-Unis et la Chine et entre les États-Unis et l'Europe qui varient au gré de l'actualité. Néanmoins, certains de ces risques pourraient devenir des opportunités en cas de surprises géopolitiques positives (par exemple sur la question du Brexit ou les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine), ce qui pourrait repousser le marché à la hausse.

Des idées à conviction forte

Les **actifs à risque ont enregistré d'excellentes performances** depuis le début de l'année et, par conséquent, les écarts de valorisation se sont presque entièrement résorbés avec la forte reprise qui a suivi la correction du mois de décembre 2018.

Nous restons donc **prudents à court terme sur les actions des marchés développés**, car l'euphorie pourrait se dissiper, mais nous cherchons néanmoins des occasions de profiter d'éventuelles surprises positives. Ainsi, en **Europe**, des **options d'achat sur les actions britanniques** pourraient s'avérer attractives en cas de résolution du Brexit tout en étant peu coûteuses compte tenu des faibles niveaux de volatilité actuels.

Nous privilégions également les **actions émergentes** (notamment chinoises, qui bénéficient du soutien des récentes mesures de relance, ce qui suggère un ralentissement plus progressif et un sentiment de risque favorable). Nous voyons également la Corée d'un bon œil. Les fondamentaux du marché se sont améliorés (exportations, confiance des consommateurs) et les **actions coréennes** devraient bénéficier d'une évolution positive sur le front commercial ainsi que d'une reprise modérée à court terme du cycle économique mondial.

Sur les marchés du crédit, notre segment préféré est l'investment grade européen, où les fondamentaux sont positifs (pas d'endettement excessif ni de problèmes de remboursement particuliers), où les valorisations sont encore décentes et qui devrait être soutenu à moyen terme par l'arrivée des nouveaux TLTRO.

Sur les taux, nous pensons que les valorisations sont extrêmement chères en Europe. C'est pourquoi nous maintenons notre préférence pour les bons du Trésor américain par rapport aux Bunds allemands. De plus, nous prévoyons d'adopter une position plus agressive sur la duration si les rendements américains revenaient à des niveaux plus intéressants. Nous sommes négatifs sur les rendements réels à long terme au Royaume-Uni.

Sur les devises, les perspectives pour le dollar restent baissières à moyen terme en raison de sa surévaluation, quant à l'euro, une amélioration des perspectives du commerce mondial est nécessaire pour qu'il puisse rebondir de façon significative. À court terme, nous sommes positifs sur la couronne norvégienne eu égard au durcissement de la politique monétaire du pays. Nous voyons également des opportunités parmi les devises émergentes avec une préférence pour celles offrant des opportunités de portage (Indonésie, Russie, Brésil) par rapport aux monnaies à plus haut risque (Afrique du Sud).

“**Tout en gardant une approche défensive, il est temps de se mettre l'affût des opportunités qui pourraient surgir en cas d'évolution positive des zones d'incertitude (Brexit, commerce).”**

Risques et couverture

Les principaux risques à surveiller sont : les tensions politiques autour des conflits commerciaux (États-Unis-Chine, États-Unis-zone euro), l'incertitude politique accrue en zone euro et l'efficacité du *policy mix* en Chine pour éviter un atterrissage brutal de l'économie du pays. Nous maintenons une opinion positive sur le yen japonais par rapport au dollar américain, en tant que stratégie de couverture (le yen devrait servir de refuge en cas de surprise négative sur le front commercial). Certaines couvertures structurelles par le biais d'options sont également recommandées dans le contexte actuel peu volatil.

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

Place à la flexibilité face aux incertitudes croissantes

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

Les titres obligataires s'inscrivent dans un contexte de ralentissement économique mondial (avec une petite reprise en Europe et dans les pays émergents) et des pressions inflationnistes contenues. Les banques centrales ont confirmé leur posture accommodante et la Fed a mis fin à la normalisation de sa politique monétaire, ce qui a presque poussé les marchés à intégrer une baisse des taux d'ici la fin de l'année. La BCE a confirmé sa posture accommodante, allant même au-delà des attentes du marché. Toutefois, si l'économie dépasse les attentes, l'incertitude quant à l'action des banques centrales sera de retour. Par conséquent, **il n'y a pas lieu de prendre des positions particulièrement agressives sur la duration**, tandis que le contexte nous semble demeurer favorable au portage, avec encore un peu de marge pour un resserrement des spreads de crédit après les mouvements observés depuis le début de l'année.

Obligations des marchés développés

Dans une perspective mondiale, nous nous en tenons à trois grandes convictions en matière de dette souveraine : 1) il n'y a pas de valeur dans les taux à zéro ou négatifs des obligations d'État européennes core ; 2) nous sommes positifs sur la duration des obligations périphériques et préférons les États-Unis à l'Allemagne ; et 3) en Europe, nous prévoyons un aplatissement sur le segment de 5 à 30 ans de la courbe.

Aux États-Unis, nous pensons que l'incertitude quant à la trajectoire de la politique monétaire de la Fed pourrait bientôt être de retour si la croissance économique s'avérait plus résistante que prévu. Ainsi la probabilité d'une

baisse des taux pourrait être surévaluée par le marché ce qui nous incite à prendre une position plus défensive sur la courbe américaine, en particulier sur les échéances à 10 ans.

Crédit

En Europe, la recherche de rendement reste un thème clé et nous pensons qu'il y a encore de la place pour un resserrement des spreads dans un contexte de BCE favorable. Sur ce point, nous préférons les **échéances courtes et les obligations à plus haut rendement**.

Nous voyons encore des opportunités dans la dette financière (subordonnée).

Aux États-Unis, alors que les spreads ont presque entièrement récupéré après l'écartement du quatrième trimestre, nous devenons plus prudents. **Nous préférons, en alternative au crédit, les secteurs titrisés hors agences gouvernementales**. Ces actifs sont moins exposés aux risques mondiaux, ils bénéficient d'un contexte positif par rapport aux consommateurs américains (hausse des revenus et faible endettement par rapport aux revenus) et ils offrent généralement des valorisations attractives au vu de leur risque.

“L'heure n'est pas à l'agressivité sur la durée, car le marché semble surévaluer la possibilité d'une baisse des taux de la Fed.”

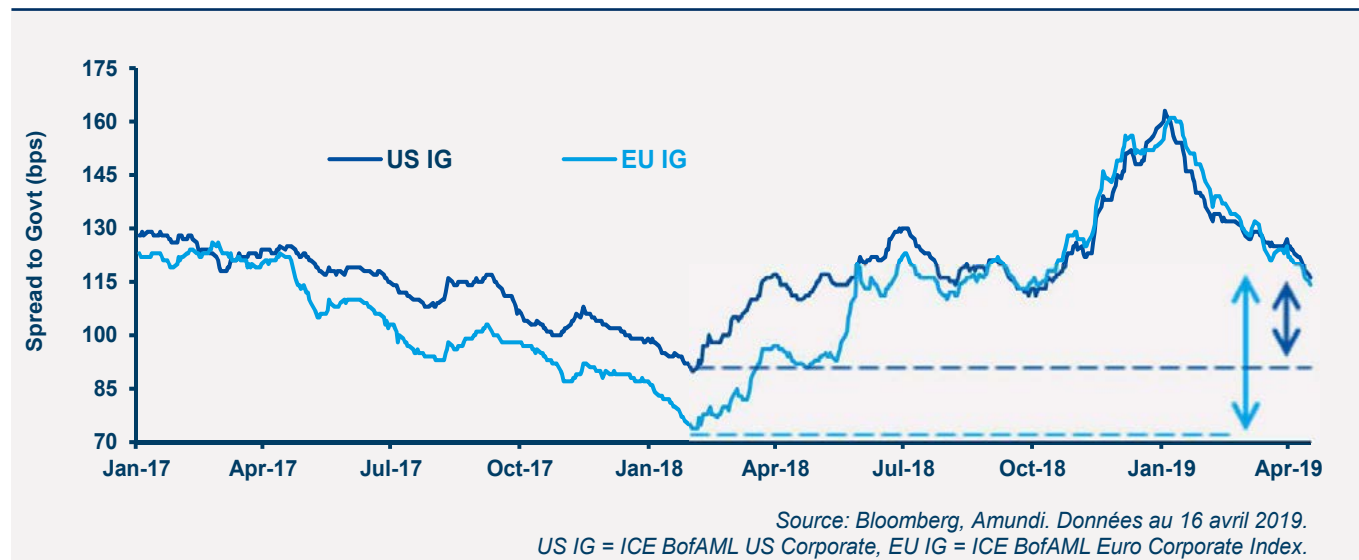
Obligations des marchés émergents

Compte tenu de la forte reprise des marchés depuis le début de l'année, l'essentiel du potentiel de rendement pourrait être derrière nous et nous pourrions donc adopter une position plus prudente à partir de maintenant. Néanmoins, la poursuite des politiques accommodantes des grandes banques centrales du monde et l'apaisement anticipé des tensions commerciales pourraient encore jouer en faveur des marchés de la dette des pays émergents entraînant encore une légère hausse dans les mois à venir. Nous restons donc modérément optimistes sur la dette émergente, avec un biais pour celle libellée en devises fortes (en particulier dans certains pays à haut rendement) par rapport à celle libellée en monnaie locale, où nous préférons désormais rester très défensifs au vu des faibles rendements ajustés du risque, et attendre des signes plus forts de stabilisation de la croissance mondiale avant de nous engager à nouveau.

Marché des changes

À court terme, nous restons positifs vis-à-vis du dollar, comme sur les devises à haut rendement des marchés développés. À moyen terme, nous sommes neutres sur la livre sterling et le yen japonais, même si la normalisation de la politique monétaire pourrait entraîner une certaine appréciation de ce dernier. En ce qui concerne les devises émergentes, nous suggérons une attitude prudente, tout en observant de près les dynamiques de croissance que nous considérons comme les éléments déclencheurs essentiels d'une vision plus optimiste de l'avenir.

Crédit IG : préférence pour l'Europe



ACTIONS

Marché haussier : le test de la publication des résultats

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

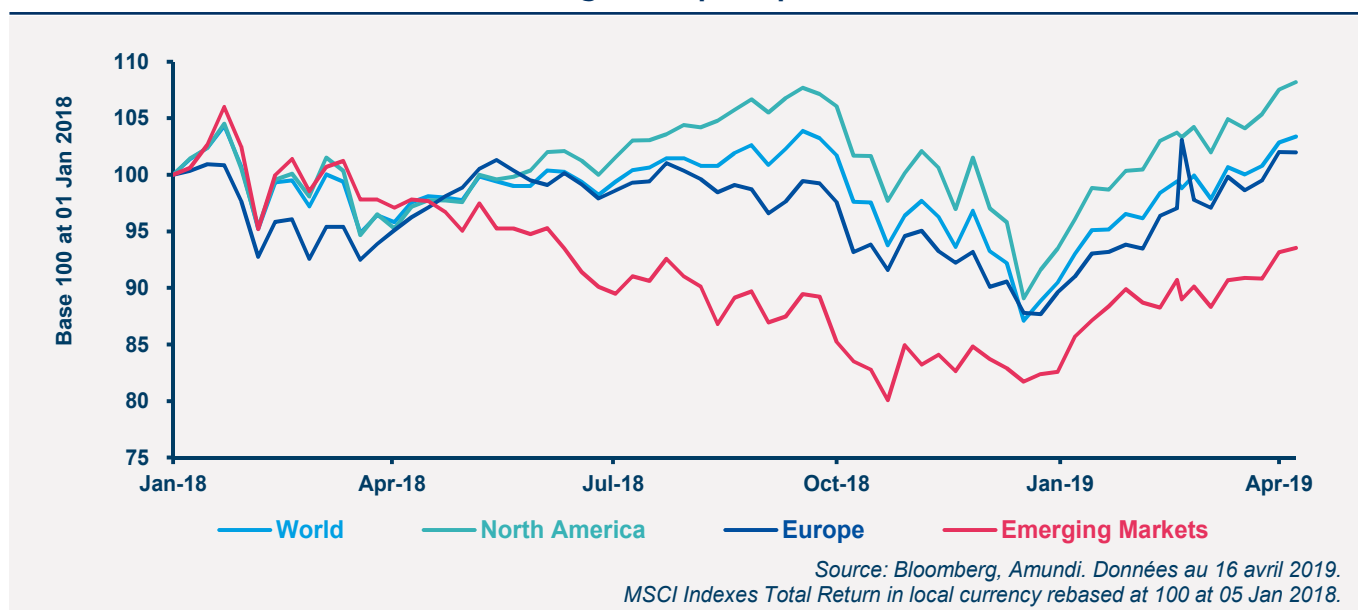
Évaluation globale

Alors que mars 2019 marquait le 10e anniversaire du marché haussier de l'indice S&P 500 après son plus bas de la crise financière de 2008, avril a vu le marché renouer avec les sommets de 2018, tandis que les indicateurs de volatilité aux États-Unis et en Europe sont revenus à des niveaux très bas. Les anticipations d'inflation à la baisse, sur lesquelles se fonde la souplesse des banques centrales, ont été le principal moteur des évolutions observées depuis le début de l'année. Avec le début de la saison de publication des résultats, **l'attention du marché se porte désormais sur l'anticipation des résultats des entreprises au deuxième semestre et en 2020** et nous prévoyons par conséquent une consolidation à court terme. La capacité de la Fed à gérer avec succès le ralentissement aux États-Unis, l'affaiblissement du dollar et une reprise de l'économie chinoise et européenne au second semestre, qui pourraient contribuer à stabiliser la croissance mondiale, sont autant de facteurs qui pourraient encore prolonger la phase haussière. Dans l'attente de la saison de publication des résultats pour confirmer ces perspectives, les valorisations moins favorables appellent à la prudence sur les marchés actions avec une préférence pour les marchés émergents compte tenu de l'écart de croissance plus important avec les marchés développés, du soutien apporté par la relance chinoise et des améliorations sur le front de la guerre tarifaire.

Actions des marchés développés

Aux États-Unis, l'attention des marchés se porte sur les prévisions de résultats des entreprises. De meilleures perspectives de croissance des chiffres d'affaires, de pair avec une inflation des salaires encore maîtrisable, suggèrent que la trajectoire des marges bénéficiaires est susceptible de s'inverser rapidement. Toutefois, comme les perspectives économiques et la politique de la Fed demeurent toutes deux des zones d'incertitude, nous nous attendons à une hausse de la volatilité et à une plus grande sélectivité des marchés. La hausse pourrait

Performances des marchés actions : marge de reprise pour les ME



se poursuivre, mais probablement sans incidence sur le marché dans son ensemble. Au cours de cette phase, nous nous efforçons d'éviter les secteurs surévalués des biens de consommation de base et des services aux collectivités, tout en cherchant à exploiter les opportunités de croissance dans le secteur de la technologie.

En Europe, les valorisations ont retrouvé leur équilibre après la reprise et sont désormais en ligne avec leurs moyennes historiques. Pourtant, le positionnement en Europe est très léger et pourrait s'améliorer en cas bons résultats des entreprises ou de levée des risques politiques. Nous privilégions les valeurs cycliques par rapport aux défensives et parmi les cycliques les industrielles.

Nous préconisons **une approche de neutre à prudente au Japon** sachant que les valorisations plus attractives de ce marché sont assorties d'un risque de renforcement du yen en cas de périodes de volatilité liées à des surprises négatives sur le front des disputes tarifaires.

Actions émergentes

Le contexte macroéconomique et fondamental demeure raisonnablement favorable aux actions émergentes. En outre, l'apaisement des tensions commerciales et le ton plus accommodant des banques centrales ont contribué à renforcer l'appétit pour le risque. **Les valorisations des actions émergentes semblent également relativement attractives** par rapport aux actions des marchés développés. Nous restons, dans l'ensemble, **positifs à l'égard de la Chine** dans l'attente d'un véritable accord commercial avec les États-Unis, qui n'est pas encore totalement intégré dans les cours, et des mesures de relance chinoises dont les effets ne se sont pas encore pleinement manifestés. Nous sommes également modérément positifs à l'égard de la Russie, compte tenu des valorisations attractives. En revanche, côté européen, l'incertitude augmente avec en perspective un affrontement commercial avec les États-Unis.

“**Les prévisions de résultats seront déterminantes pour évaluer le potentiel haussier du marché. Nous préférons les marchés émergents dont les valorisations sont plus attractives.**”

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Nous anticipons de la volatilité sur les marchés dans les semaines à venir. La récente évolution favorable est le fait de bonnes nouvelles des banques centrales et des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, qui ont stimulé l'appétit pour le risque. Les signaux préliminaires de la saison des résultats semblent positifs, ce qui montre que les révisions commencent à s'améliorer à nouveau. D'autres bonnes nouvelles de la sorte sont nécessaires pour maintenir la dynamique haussière.
	Europe	=		Des résultats bénéficiaires et/ou la résolution des risques politiques sont nécessaires pour poursuivre la hausse. La stabilisation des indicateurs économiques, en Europe mais aussi en Chine/Asie, pourrait servir de catalyseur pour une nouvelle hausse au cours des prochains mois.
	Japon	-/=		La dynamique des bénéfices par action est faible, même si les valorisations sont attractives. Ces dernières semaines, nous sommes devenus plus prudents sur les actions japonaises. Rechercher les opportunités <i>bottom-up</i> .
	Marchés émergents	++	▲	Les révisions de bénéfices ont poursuivi leur amélioration en mars en Asie et fait preuve de stabilité en zone EMEA. Si le cycle doit se prolonger, les principaux facteurs dont bénéficieraient les émergents sont la stimulation chinoise, un dollar faible et la finalisation d'un accord commercial entre les États-Unis et la Chine
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=	▼	Le marché s'attend à une Fed très souple et commence même à intégrer une baisse des taux d'intérêt. Cela expose le marché de la dette souveraine à un risque de pression à la hausse sur les rendements en cas de stabilisation voire d'amélioration de l'économie mondiale au S2.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=	▼	Les valorisations sont plus serrées et il reste peu de place à court terme pour une nouvelle compression des spreads. Sur le segment de la dette d'entreprises, nous privilégions les secteurs les moins vulnérables aux risques d'évènement et à l'exposition au ralentissement économique. Nous privilégions les opportunités sur les marchés titrisés.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nos projections pour cette classe d'actifs sont globalement inchangées. Nous voyons des opportunités de portage, mais une marge limitée de compression des écarts au niveau actuel. La bonne conjoncture économique est favorable sur le plan des défauts. Les taux de défaut devraient rester très bas en 2019.
	Govies Europe	-/=		Les rendements du Bund sont très faibles et exposés à un petit risque d'augmentation si l'économie de l'UE rebondit légèrement au S2, comme nous l'anticipons. Des poches de valeur peuvent être décelées en misant sur l'aplatissement de la courbe de rendement et sur la dette périphérique en euros.
	Euro Obligations d'entreprise IG	+		Les valorisations sont devenues moins attractives après le fort resserrement des spreads, mais la classe d'actifs reste attractive en termes de portage. Sur ce point, la dette subordonnée à de l'intérêt.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Euro Obligations d'entreprise HY	+		L'endettement est encore faible et les taux de défaut devraient rester faibles 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.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous sommes optimistes sur la dette en devises fortes, car les conditions financières sont favorables au niveau mondial et les risques d'atterrissage brutal de la Chine s'éloignent. Nous voyons encore du potentiel haussier
	Émergents Dette en devise locale	=/+	▼	Nous sommes devenus plus prudents sur la classe d'actifs ces dernières semaines, après l'évolution positive des prix qui répercutent la plupart des bonnes nouvelles qui étaient attendues. La classe d'actifs offre toujours des opportunités de portage, mais dans l'ensemble, au vu des niveaux actuels, le potentiel de resserrement des spreads est limité à court terme
AUTRES	Matières premières			Selon nous, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les sanctions contre l'Iran et la situation politique au Venezuela exacerberont la volatilité et les craintes de rupture d'approvisionnement. L'actualité récente en Libye pourrait contrebalancer le tableau d'ensemble de la production de schiste américain, qui est attendue en hausse dans les prochains trimestres. Nous tablons sur un cours du WTI entre 55 et 65 à la fin de l'année. Les métaux de base seront touchés par le ralentissement économique mondial. Des rendements décents sont possibles, le cycle des stocks étant relativement favorable.
	Devises			Nous nous attendons toujours à ce que le dollar soit exposé à des risques baissiers tout au long de l'année, mais il pourrait bénéficier d'un soutien à court terme, car les marchés s'inquiètent des perspectives de croissance mondiale et les incertitudes politiques (principalement liées au Brexit) pèsent sur le sentiment de risque. Nos objectifs à 12 mois pour les paires EUR/USD, USD/JPY et EUR/GBP se situent respectivement à 1,17, 107 et 0,86.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 19 avril 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

Actions européennes: Quels impacts en cas de guerre tarifaire avec les États-Unis?

IBRA WANE, Stratégie Actions

Finalisé le 25/04/2019

L'essentiel

Alors que la menace d'un affrontement tarifaire sino-américain à grande échelle semble s'apaiser, les États-Unis pourraient désormais reporter leur attention sur leurs déficits commerciaux avec l'Union européenne. Notre objectif est dès lors d'aider à distinguer qui parmi les actions européennes, que ce soit en termes de pays, de secteurs ou d'entreprises, serait le plus touché en cas de bras de fer. Après un examen détaillé des indices, il ressort que la part des ventes du MSCI Europe à destination des États-Unis s'élève à 20 % contre 14 % en sens inverse. En cas de conflit, les États-Unis seraient donc a priori moins exposés mais les deux parties seraient à coup sûr perdantes. Par ailleurs, si l'automobile européenne est généralement pointée du doigt, d'autres secteurs – dans le domaine des biens d'équipement, de l'alimentation-boisson-tabac ou de la santé, encore plus présents Outre-Atlantique, devraient probablement inciter à rester vigilant.

Possible détente sino-américaine

Alors que la croissance en volume du commerce international a plongé l'an dernier¹ sous l'effet, en particulier, du ralentissement de la croissance de l'économie chinoise et de la rhétorique protectionniste des États-Unis, les marchés surveillent désormais avec appréhension, les premiers signes de redémarrage en Chine, ainsi que l'avancée des négociations tarifaires sino-américaines.

Sur ces deux fronts, une embellie a semblé vouloir se dessiner depuis quelques semaines, qu'il s'agisse du rebond des PMI, des ventes de détail en Chine ou des rencontres sino-américaines de haut niveau qui se sont multipliées récemment. Les objectifs de croissance 2019-2020 du PIB chinois ne s'établissant que timidement au-delà de 6 % et les négociations tarifaires entre les deux superpuissances n'étant pas dénués d'arrière pensées, il convient bien sûr de relativiser ce mieux. Quoi qu'il en soit, conjugué au message apaisant des grandes banques centrales, celui-ci aura clairement contribué au rebond des marchés depuis le début de l'année.

Un péril chasse l'autre

Pour un investisseur en actions européennes, entre les tentations tarifaires américaines et l'hypothèque du Brexit il serait pourtant prématuré de considérer que l'essentiel des risques commerciaux est écarté.

Si une amélioration semble se dessiner du côté sino-américain, les États-Unis pourraient désormais reporter leur attention sur leurs déficits bilatéraux avec l'Union Européenne (UE). Suite aux propos au vitriol de D. Trump concernant les BMW ou Mercedes encombrant la 5^e Avenue puis au relèvement des droits de douane sur l'acier et l'aluminium en provenance d'Europe, le président de la Commission, J.-C. Juncker, a rencontré D. Trump en juillet dernier. À la suite de quoi, une trêve avait été conclue en attendant les négociations. Entre-temps, le ministère américain du Commerce a refait monter la pression mi-février, en remettant à D. Trump un rapport indiquant que les voitures importées « menaçaient la sécurité nationale » ; le Président ayant alors 90 jours, soit jusqu'à mi-mai, pour statuer. Enfin, début avril, les Américains ont également rouvert le dossier des aides publiques à Airbus. Pendant ce temps, du côté européen, le 15 avril, la Commission a reçu le feu vert du Conseil des Ministres de l'UE pour négocier un nouvel accord commercial avec les États-Unis. La

¹ En glissement annuel, celle-ci est passée de +5,0 % au 1^{er} trimestre 2018 à 1,4 % au 4^e trimestre.

Commissaire au Commerce, C. Malmström sera chargée des négociations avec le représentant au Commerce américain, R. Lighthizer. Ces négociations devraient uniquement porter sur les tarifs industriels. Les autres domaines comme l'agriculture, les services, l'accès aux marchés publics ou la protection des investissements étant hors champ.

Parallèlement, après trois ans de tergiversations, une **sortie sans accord du Royaume-Uni** de l'UE impliquerait automatiquement l'application des droits de douane prévus par l'OMC. Ces taxations réciproques, variables d'un produit à l'autre, se monteraient par exemple à 10 % pour l'automobile.

Britanniques comme Continentaux seraient alors très pénalisés ; les premiers exportant 631,000 véhicules par an à destination des 27 (81,5 % de la production automobile britannique est exportée dont 51 % vers l'UE) et les seconds près de 1,8 million de véhicules au RU (12 % de leur production totale et 32 % de leurs exportations). Le prix moyen hors TVA d'un véhicule neuf en Europe étant de l'ordre de 25 000 €, les droits de douane de l'OMC en renchériraient le coût de 10 %, soit 2 500 €. L'élasticité de la demande automobile au prix étant forte, ceci pourrait entraîner un recul des ventes de 10 % des modèles concernés²

Qui serait le plus impacté ?

En cas de durcissement tarifaire, qui serait le plus impacté ? Sur le plan macroéconomique, différentes autorités nationales ou internationales ont déjà fourni des indications intéressantes.

Ainsi, selon la **Commission Européenne**, bien que le solde commercial bilatéral stricto-sensu soit structurellement en faveur de l'UE, une vision plus globale intégrant les services, les investissements et les rapatriements de profits montre des échanges beaucoup plus équilibrés, avec un léger surplus en faveur des États-Unis tant en 2017 que sur l'ensemble de la décennie (2007-2017)³. De son côté, la **Banque d'Angleterre** a estimé qu'une guerre commerciale mondiale - dans laquelle tout le monde augmenterait les droits de douane d'environ 10 points de pourcentage - entraînerait un ralentissement de la croissance du PIB mondial d'environ 2,5 % sur trois ans. De même, si l'on considère le seul Brexit, dans un rapport de novembre dernier, le **Gouvernement britannique**⁴ estimait qu'en cas de sortie sans accord, le PIB britannique pourrait baisser de 8 % à long terme (15 ans environ) par rapport à sa trajectoire initiale. Selon différents conjoncturistes, la croissance du PIB britannique en 2020 pourrait ainsi frôler la récession au lieu des +1,4 % prévus pour l'instant. Enfin, dans un article récent du Bulletin économique de la BCE sur les conséquences économiques de la montée du protectionnisme pour la zone euro et au plan global⁵, les auteurs ont estimé que « l'impact à ce jour devrait rester contenu, mais des effets négatifs importants pourraient se matérialiser si les tensions commerciales devaient dégénérer »

Notre problématique centrée sur les marchés d'actions est moins académique et plus pratique. Notre souci est avant tout de distinguer quels pays, secteurs ou entreprises en Europe seraient les plus touchés en cas de durcissement des conditions tarifaires. À cet effet, nous avons répertorié l'exposition géographique des différents indices et sous-indices actions concernés. Ce tamis est bien sûr réducteur puisque, pour être complet, il faudrait tenir compte non seulement des ventes mais également des achats et de la production réalisés à l'étranger. De même, l'exposition nette ainsi obtenue devrait être rapportée au niveau de marge de chaque entité considérée ; une ponction nette par exemple de 2 % du chiffre d'affaires n'ayant le même impact selon que l'entité à une marge plus ou moins élevée. Quoi qu'il en soit, ce premier filtre fournit des indications utiles et devrait simplifier, le cas échéant, les recherches complémentaires.

À titre d'exemple, on examinera en particulier **l'exposition des actions européennes aux États-Unis**. Par ailleurs, **deux encadrés distincts** traiteront l'un de **l'automobile**, secteur qui fait régulièrement la une des journaux et l'autre de **l'exposition de l'UE 27 au Royaume Uni** en cas de Brexit sans accord.

Les États-Unis représentent 20 % des ventes du MSCI Europe...

S'agissant du **MSCI Europe**, le **graphique 1** montre que les **ventes à destination des États-Unis** représentent, en moyenne, **20 %** du chiffre d'affaires des composantes de l'indice. En sens inverse, l'Europe représente **14 % des ventes du MSCI US**, dont 12 % pour la seule UE. En cas de conflit tarifaire, les États-Unis seraient donc moins exposés que l'Europe. Leur exposition demeurant toutefois significative, ils seraient également perdants

² Exemples : Honda Civic, Toyota Corolla, Land Rover Evoque, Nissan Juke et Qashqai, Mini dans l'UE 27 et 90 % des modèles vendus en GB

³ Liberalization of tariffs on industrial goods between the United States of America and the European Union: An economic analysis http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/february/tradoc_157704.pdf

⁴ EU Exit long-term economic analysis, November 2018, rapport disponible sur www.gov.uk/government/publications

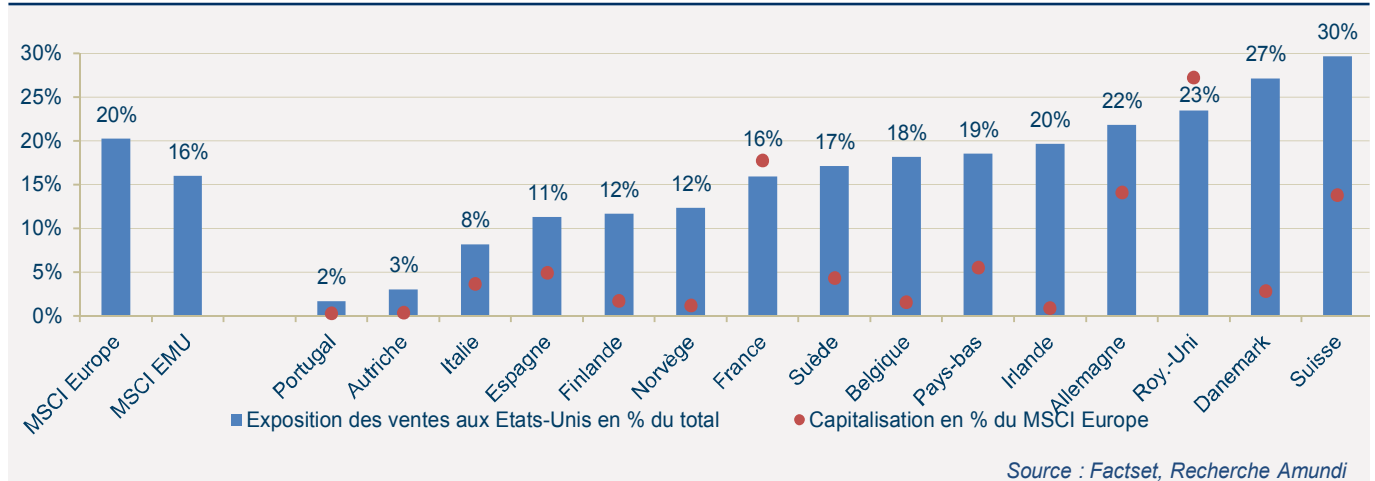
⁵ Article de V. Gunnella et L. Quaglietti publié dans le Bulletin Economique de Mars 2019 de la BCE

si les tensions venaient à s'envenimer.

L'exposition de l'Europe aux États-Unis varie toutefois fortement d'un pays à l'autre; le Portugal étant à moins de 2 % alors que la Suisse frôle les 30 %. Parmi les quatre poids lourds du MSCI Europe – Allemagne, France, Royaume Uni, et Suisse – qui représentent ensemble 73 % de la capitalisation du Vieux Continent, la dispersion est toutefois moindre; leur exposition aux États-Unis variant de 16 % à 30 % et s'élevant à 22 % en moyenne (pondérée des poids dans le MSCI Europe).

La **Suisse** ne faisant pas partie de l'UE et le **Royaume-Uni** étant un cas particulier (Brexit, proche allié des États-Unis...), parmi les **Big Four**, c'est avant tout **l'Allemagne** et ses fameuses voitures *premium*, qui semble a priori la plus exposée.

1/ Indices MSCI européens & chiffre d'affaires aux États-Unis

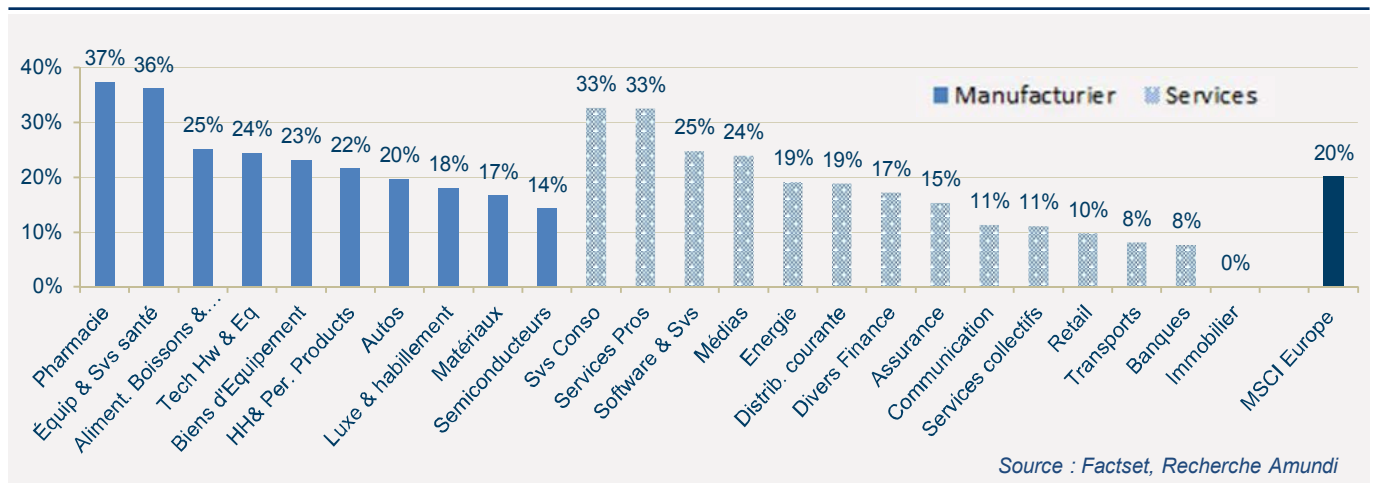


... et près de 40 % dans certains secteurs !

Un examen plus détaillé du MSCI Europe (cf. graphique 2), montre toutefois qu'avec 20 % de son chiffre d'affaires Outre-Atlantique, **le secteur Automobile se situe simplement dans la moyenne**. Malgré sa réputation, il est donc loin d'être le plus présent aux États-Unis. Même s'il est indéniable que des droits de douane plus élevés lui seraient préjudiciables - les États-Unis constituant, après la Chine, un marché clé pour les constructeurs allemands⁶ – **à tout le moins, ceci indique que d'autres secteurs sont également à risque**.

En la matière, nos interrogations portent particulièrement sur les Médicaments et les Équipements de santé, dont la part des ventes aux États-Unis s'élève respectivement à 37 et 36 %. De surcroît, ceci se rajouterait à la polémique pré-électorale rituelle sur le prix des médicaments et de la santé en général. Ces secteurs étant en temps normal perçus comme défensifs, ils pourraient alors d'autant plus décevoir si États-Unis et Europe venaient en sus à se livrer à un

2/ MSCI Europe : exposition des ventes aux États-Unis par secteur



⁶ Second marché après la Chine mais devant l'Allemagne pour les groupes BMW et Mercedes, troisième après la Chine et l'Allemagne pour le groupe VW

bras de fer tarifaire.

À noter également que **quatre autres secteurs industriels** – Alimentation-Boisson Tabac, Tech Hardware, **Biens d'Équipement et Produits domestiques et de soin personnel** – sont également plus présents que l'Auto, avec un pourcentage des ventes aux États-Unis s'échelonnant de 22 % à 25 %.

On remarquera enfin graphique 2, que nous avons isolé les secteurs de service. Bien que certains d'entre eux⁷ soient très présents aux États-Unis, ils ressortent en effet d'une approche différente car, a priori peu concernés par les droits de douane; même si dans une guerre commerciale à outrance, ils pourraient être contraints par de multiples barrières non tarifaires (normes, homologation, protectionnisme judiciaire, extraterritorialité du droit américain...).

Les sociétés les plus exposées opèrent généralement dans le secteur de la Santé ou des Biens d'Équipement

Au-delà de la moyenne sectorielle européenne, il est également intéressant d'aller un cran plus loin au niveau national. Une fois de plus, il apparaît que l'Automobile allemande (18 %) n'est pas la plus exposée par rapport au secteur de l'Alimentation en Suisse (30 %), de la Pharmacie en France (32 %), au Royaume Uni (35 %) et en Suisse (41 %) ou de l'Équipement médical en Allemagne (46 %). Derrière ces différents scores sectoriels nationaux se profilent autant de champions locaux comme Nestlé, Novartis, Sanofi, ce qui conduit directement à s'interroger sur les entreprises les plus exposées.

À titre d'exemple, les deux tableaux ci-dessous reproduisent les **30 sociétés « manufacturières » du MSCI Europe** les plus présentes aux États-Unis, en terme relatif (% du CA total) puis absolu (Mn d'euros de chiffre d'affaires).

Exposition des valeurs manufacturières du MSCI Europe aux États-Unis Top 30 en valeur relative.					
Rang	Société	Pays	Sous-secteur	CA États-Unis 2018 (Mn Euros)	CA États-Unis 2018 (% total)
1	Ashtead Group plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	3,512	84 %
2	Ferguson PLC	Royaume-Uni	Biens d'équipement	13,965	80 %
3	Fresenius Medical Care	Allemagne	Equipements de Santé	9,788	59 %
4	Meggitt PLC	Royaume-Uni	Biens d'équipement	1,380	59 %
5	Fiat Chrysler Automobiles	Italie	Automobiles & Composants	62,099	56 %
6	Bunzl plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	5,046	49 %
7	UCB S.A.	Belgique	Pharmacie	2,266	49 %
8	Novo Nordisk A/S Class B	Danemark	Pharmacie	7,310	49 %
9	Smith & Nephew plc	Royaume-Uni	Equipements de Santé	1,995	48 %
10	Roche Holding AG	Suisse	Pharmacie	23,238	47 %
11	BAE Systems plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	8,718	46 %
12	Melrose Industries PLC	Royaume-Uni	Biens d'équipement	4,400	45 %
13	Lonza Group AG	Suisse	Pharmacie	2,157	45 %
14	Smiths Group Plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	1,595	44 %
15	EssilorLuxottica SA	France	Conso. durables & Vêtements	2,925	39 %
16	GlaxoSmithKline plc	Royaume-Uni	Pharmacie	13,543	39 %
17	British American Tobacco	Royaume-Uni	Food Beverage & Tobacco	10,725	39 %
18	Grupo ACS	Espagne	Biens d'équipement	14,200	39 %
19	Skanska AB Class B	Suède	Biens d'équipement	6,457	39 %
20	ASSA ABLOY AB Class B	Suède	Biens d'équipement	3,017	37 %
21	Novartis AG	Suisse	Pharmacie	14,885	34 %
22	Husqvarna AB Class B	Suède	Conso. durables & Vêtements	1,353	34 %
23	Brenntag AG	Allemagne	Biens d'équipement	4,235	34 %
24	Sanofi	France	Pharmacie	11,540	33 %
25	Koninklijke Philips N.V.	Pays-Bas	Equipements de Santé	6,050	33 %
26	Siemens Healthineers AG	Allemagne	Equipements de Santé	4,458	33 %
27	Kerry Group Plc Class A	Irlande	Alim-Boisson-Tabac	2,190	33 %
28	Air Liquide SA	France	Matériaux	6,905	33 %
29	AstraZeneca PLC	Royaume-Uni	Pharmacie	6,137	33 %
30	Rolls-Royce Holdings plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	5,698	32 %

Dans ce premier **Top 30**, on note que **la part des ventes aux États-Unis y varie de 32 % à 84 % et se situe en**

⁷ Comme les Services à la clientèle (Hôtellerie, Restauration...) ou les Services Commerciaux (Intérim...)

moyenne à 47 % contre 20 % pour le MSCI Europe. Il s'agit de **sociétés de grande taille, mais pas forcément de géants**. Ainsi, leur taille médiane est de 13 Mds d'Euros, dont 6 Mds aux États-Unis. Par secteur, **Santé** (12 sur 30) et **Biens d'Équipement** (12) se taillent la **part du lion**, loin devant l'Alimentation Boisson Tabac (2) et autres secteurs. Parmi ces derniers, **un seul groupe est lié à l'Automobile**. Il s'agit de **Fiat** qui, suite à l'acquisition de Chrysler, finalisée en 2014, réalise désormais 56 % de ses ventes aux États-Unis. À l'exception de quelques Fiat 500 (38k en 2017) et d'une poignée de Ferrari (2518 en 2017), les ventes américaines de Fiat proviennent toutefois à 98 % de Chrysler. L'exposition tarifaire du groupe est donc en réalité très limitée.

Taille oblige, la plupart des champions européens sont très présents outre-Atlantique, mais leur exposition relative est somme toute ordinaire

Dans le second tableau, les sociétés sont classées en fonction de leur chiffre d'affaires en Mn d'Euros aux États-Unis. À noter que treize d'entre elles, mentionnées en rouge figuraient également dans le classement précédent, comme Fiat-Chrysler ou Roche.

Dans ce second Top 30, **le profil des nouveaux entrants (Daimler, VW, Nestlé...)** est toutefois très différent ; leur **taille médiane étant quatre fois plus grande** (51 Mds de CA total contre 13 Mds) mais leur **exposition relative beaucoup plus faible** (22 % contre 47 %) et se rapprochant de celle du MSCI Europe dans son ensemble (20 %). Compte tenu de la taille de ces sociétés, on y retrouvera sans surprise **la plupart des géants européens**, comme BMW, Continental, Daimler, Michelin ou VW dans l'Automobile mais aussi Airbus, BASF, LVMH, L'Oréal, Nestlé, Siemens ou Unilever.

Sur le plan sectoriel, **ce second Top 30 est bien plus diversifié** puisqu'au-delà des Biens d'équipement (8) et de la Santé (7) figure également l'Automobile (6), l'Alimentation-Boisson-Tabac (3), les Matériaux de base (3), les Produits domestiques et de soin personnel (2) et le Luxe (1).

Exposition des valeurs manufacturières du MSCI Europe aux États-Unis Top 30 en valeur absolue.

Rang	Société	Pays	Sous-secteur	CA États-Unis 2018 (Mn Euros)	CA États-Unis 2018 (% total)
1	Fiat Chrysler Automobiles	Italie	Automobiles & Composants	62,099	56 %
2	Daimler AG	Allemagne	Automobiles & Composants	41,152	25 %
3	Volkswagen AG Pref	Allemagne	Automobiles & Composants	31,856	14 %
4	Nestlé S.A.	Suisse	Alimentation-Boisson-Tabac	23,920	30 %
5	Roche Holding AG	Suisse	Pharmacie	23,238	47 %
6	BMW	Allemagne	Automobiles & Composants	16,088	17 %
7	Siemens AG	Allemagne	Biens d'équipement	16,012	19 %
8	Novartis AG	Suisse	Pharmacie	14,885	34 %
9	Grupo ACS	Espagne	Biens d'équipement	14,200	39 %
10	BASF SE	Suisse	Matériaux	14,062	22 %
11	Ferguson PLC	Royaume-Uni	Biens d'équipement	13,965	80 %
12	ArcelorMittal SA	Luxembourg	Matériaux	13,792	21 %
13	GlaxoSmithKline plc	Royaume-Uni	Pharmacie	13,543	39 %
14	Sanofi	France	Pharmacie	11,540	33 %
15	LVMH	France	Conso. durable & Vêtements	11,207	24 %
16	Anheuser-Busch InBev	Belgium	Alimentation-Boisson-Tabac	11,120	24 %
17	British American Tobacco	Royaume-Uni	Alimentation-Boisson-Tabac	10,725	39 %
18	Bayer AG	Allemagne	Pharmacie	9,793	25 %
19	Fresenius Medical Care	Allemagne	Matériel de santé	9,788	59 %
20	Airbus SE	Pays-Bas	Biens d'équipement	9,428	15 %
21	BAE Systems plc	Royaume-Uni	Biens d'équipement	8,718	46 %
22	Continental AG	Allemagne	Automobiles & Composants	8,646	19 %
23	Unilever PLC	Royaume-Uni	Produits ménagers et de soin	8,305	16 %
24	Volvo AB Class B	Suède	Biens d'équipement	8,246	22 %
25	Novo Nordisk A/S Class B	Danemark	Pharmacie	7,310	49 %
26	Schneider Electric SE	France	Biens d'équipement	7,044	27 %
27	Air Liquide SA	France	Matériaux	6,905	33 %
28	Michelin	France	Automobiles & Composants	6,818	31 %
29	L'Oréal SA	France	Produits ménagers et de soin	6,649	25 %
30	Skanska AB Class B	Suède	Biens d'équipement	6,457	39 %

Pour conclure

Étant donné l'importance des liens réciproques entre les États-Unis et l'UE, en cas de bras de fer tarifaire, les deux parties seraient perdantes. Même si au strict plan commercial, l'Europe est plus exposée, le bilan complet des échanges, en tenant compte des services, des investissements et des rapatriements de profit est en réalité quasiment équilibré, voire à l'avantage des États-Unis. Dans un premier temps toutefois, les biens étant plus aisément taxables que les services, c'est l'Europe qui serait sur la sellette. Mais alors que l'automobile européenne semble d'avance condamnée par les tweets, le secteur n'est pourtant pas le plus exposé aux États-Unis et ne manque pas non plus d'arguments à faire valoir pour sa défense. En revanche, d'autres secteurs – santé, biens d'équipements, alimentation-boisson-tabac... – moins médiatiques, mais très présents Outre-Atlantique, mériteraient probablement une vigilance accrue et une revue plus approfondie.

Secteur automobile:
un suspect idéal qui ne manque pourtant pas d'arguments...

Bien que régulièrement mis à l'index **les champions allemands de l'automobile ne se contentent pourtant pas d'être exportateurs** mais sont également très présents industriellement aux États-Unis et gros employeur dans les états du sud, traditionnellement républicains.

Ainsi, pris ensemble, les trois groupes allemands – VW, Mercedes et BMW- présentaient en 2017 un taux de couverture des ventes (nombre de véhicules produits sur place sur nombre d'immatriculations) de **61 % aux États-Unis** et jusqu'à **115 % pour BMW**.

Ce dernier, présent industriellement depuis 1994 aux États-Unis, y compte même sa **plus grosse usine au monde**, à Spartanburg en Caroline du Sud; Celle-ci produisant en exclusivité mondiale, l'ensemble de ses gros SUV, du X3 au X7.

À l'autre extrême, avec un taux de couverture de seulement **21 %** aux États-Unis (dont 38 % pour la seule marque VW, mais 0 % pour Audi et Porsche), le **groupe VW est en retard sur ses pairs**. Les accords de l'ALENA demeurant toutefois valides, ceci est cependant compensé par sa forte présence industrielle au Mexique qui lui procure une couverture de 75 % sur l'ensemble de l'ALENA. Afin de ne pas s'aliéner les décideurs américains, VW a annoncé toutefois qu'il allait faire monter en puissance son **usine de Chattanooga au Tennessee**, y recruter 1000 personnes et investir 800 M\$ pour y produire sa **future VW électrique**.

2017 (000'0)	Production US	Ventes US	Taux de couverture US	Production Mexique	Production totale ALENA	Ventes ALENA	Taux de couverture ALENA	Usines ALENA	Principaux modèles
Groupe VW	130	624	21 %	600	730	972	75 %	Chattanooga (Tennessee)	VW Passat, SUV VW Atlas, future VW électrique
VW	130	340	38 %	520	650	602	108 %		
Audi	-	227	-	80	80	278	29 %		
Porsche	-	55	-	-	-	65	-	Puebla (Mexique)	VW Tiguan, Golf, Jetta, New-Beetle, Audi Q5
Mercedes	287	372	77 %	0	287	442	65 %	Tuscaloosa (Alabama)	GLE, GLS, Classe C
BMW-MINI	405	353	115 %	0	405	421	96 %	Spartanburg (Caroline du Sud)	Exclusivité mondiale du X3 au X7
BMW	405	306	132 %	0	405	360	113 %		
MINI	-	47	-	-	-	60	-		
Big 3 Allemands	22	1,349	61 %	600	1,422	1,835	77 %		

Brexit: un challenge limité pour les sociétés européennes (EU 27) mais bien plus ardu pour les britanniques

En sus du bras de fer tarifaire avec les États-Unis, l'UE pourrait bientôt se retrouver confronté à un autre problème commercial, si jamais le Royaume-Uni en venait à se séparer sans accord du reste de l'Union car, dans ce cas, les droits de douane prévus par l'OMC viendraient à s'appliquer automatiquement. Afin de comparer les enjeux pour les marchés d'actions, nous avons utilisé la même batterie d'indicateurs que pour les États-Unis.

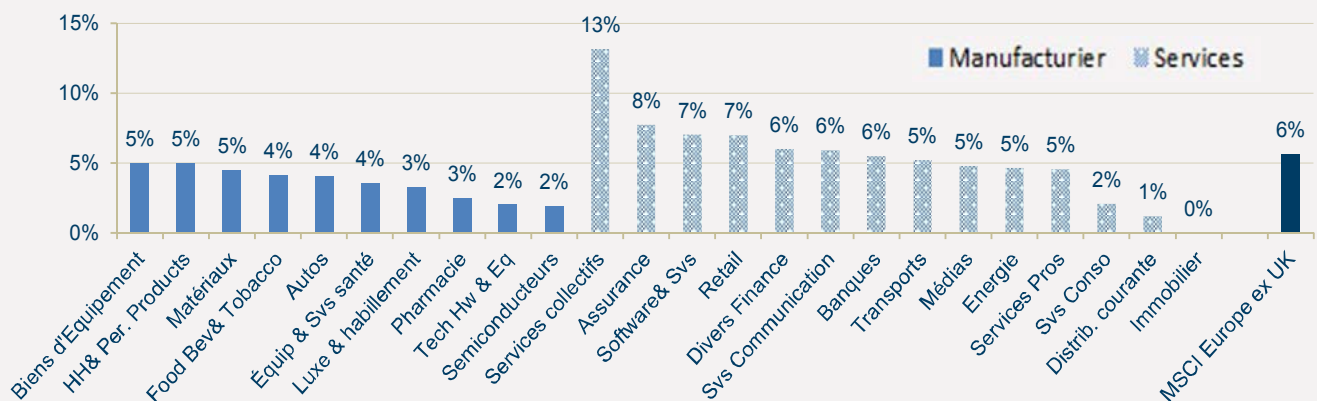
A priori, pour l'UE 27, le problème devrait être de bien moindre ampleur que vis-à-vis des États-Unis car, le chiffre d'affaires au Royaume-Uni du MSCI Europe ex-UK ne représente que 5,7 % de l'indice, soit trois fois moins qu'à l'égard des États-Unis (17,3 %).

En revanche, pour le Royaume-Uni, la dépendance à l'égard de l'UE 27 est bien plus forte (16,7 % du CA du MSCI UK) et quasiment du même ordre qu'envers les États-Unis (23,4 % du CA du MSCI UK).

Cette relativement faible dépendance de l'UE 27 à l'égard du Royaume-Uni se confirme au plan sectoriel où, un seul secteur, celui des Utilities, dépasse la barre des 10 % de son chiffre d'affaires Outre-Manche. Par ailleurs, l'importance de ce pourcentage doit être relativisée, car les fournisseurs de gaz ou d'électricité sont par essence des acteurs locaux, que ce soit par croissance interne ou par acquisition.

Plus spécifiquement quand l'on reprend notre découpage entre secteurs manufacturiers, et de services, les premiers étant plus aisément taxables et les seconds plus sujets à des barrières non tarifaires, il ressort **qu'aucun des dix secteurs industriels ne dépasse la barre des 5 % d'exposition au Royaume-Uni**, alors que sept d'entre eux fluctuaient entre 20 et 37 % à l'égard des États-Unis.

3/MSCI Europe ex-UK: exposition des ventes au Royaume-Uni par secteur



Source : Factset, Amundi Recherche

Au niveau des sociétés toutefois, l'exposition au Royaume-Uni peut être beaucoup plus conséquente. Les deux tableaux ci-dessous résumant l'exposition, tous secteurs confondus, au Royaume-Uni. Le premier Top 30 est classé en **pourcentage des ventes totales** et le second en **valeur absolue**. Dans le premier Top 30, **l'exposition moyenne s'envole à 21,5 % au lieu de 5,7 % dans l'ensemble**, ce qui est beaucoup plus conséquent. Par pays, on retrouve de nombreuses sociétés allemandes (7), nordiques (6), espagnoles (6) ou irlandaises (5), mais peu de françaises (3), même si Getlink, ex Eurotunnel, domine sans surprise ce classement avec 50 % du chiffre d'affaires.

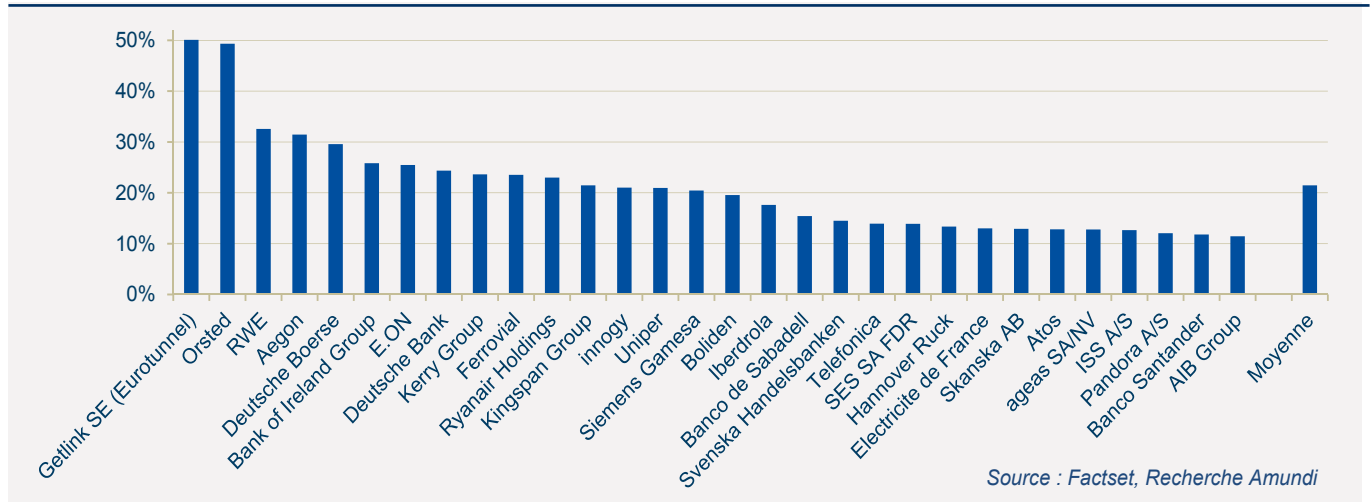
Au côté des sept valeurs « industrielles », on retrouve de nombreuses sociétés de « services », que ce soit dans la finance (9), ou les services collectifs (7).

Le second classement résume quant à lui les 30 valeurs européennes non britanniques, ayant **la plus forte exposition en absolu au Royaume-Uni**. Pour éviter les doublons, nous avons figuré en rouge les 11 sociétés qui faisaient déjà partie du classement en relatif. Parmi les 19 autres, on retrouvera **la plupart des champions européens** (Allianz, BASF, Nestlé, Siemens, Total, Unilever...), et en particulier les géants de l'automobile (VW, Daimler, BMW, Renault, Peugeot, Fiat-Chrysler), avec un chiffre d'affaires moyen de **80 Mds d'euros**. Néanmoins, en termes relatifs, ces 19 champions sont bien moins exposés au Royaume-Uni, avec **6,1 % en moyenne contre 22,2 %** pour les 11 autres. Au total, par pays, ces 30 sociétés sont principalement en Allemagne (13) ou en France (8), devant l'Espagne (3), l'Italie et la Suisse (2), le Danemark et les Pays-Bas (1).

Au final, après plus de quarante-cinq ans de vie commune, de multiples liens ont été tissés de part et d'autre de la Manche. Dans l'éventualité d'un hard Brexit, après un saut temporaire dans l'inconnu, de longues négociations devraient finir par s'ouvrir, couvrant également le champ des services. Étant donné le bon voisinage et l'intérêt mutuel des deux parties, des compromis raisonnables devraient finir par émerger.

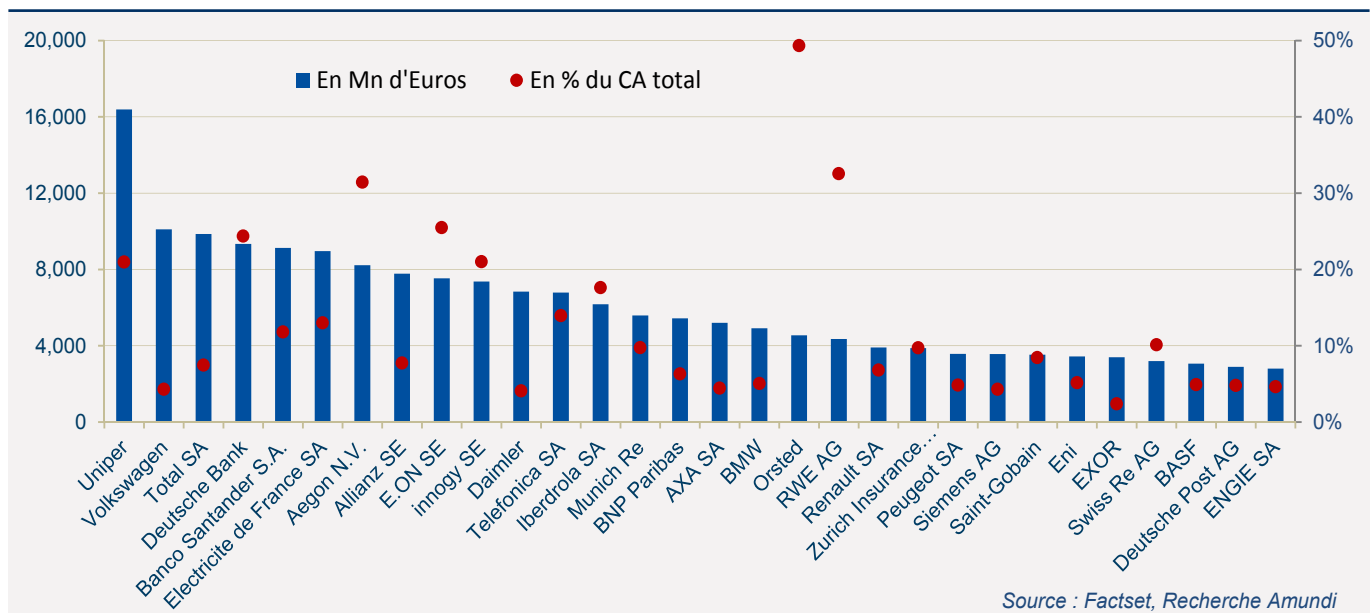
4/ **Top 30 Royaume-Uni en valeur relative**

exposition au Royaume-Uni des sociétés du MSCI Europe-ex-UK (% du CA total)



5/ **Top 30 Royaume-Uni en valeur absolue**

exposition au Royaume-Uni des sociétés du MSCI Europe-ex-UK (Mn Euros)



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	Ralentiement majeur en Europe
<p>Analyse La dynamique économique de la zone euro est difficile à déchiffrer depuis le début de 2019, car les résultats très faibles des enquêtes du secteur manufacturier contrastent fortement avec les données nettement plus robustes des services et du marché du travail qui augurent d'une poursuite de la reprise. Jusqu'à présent, la contagion au reste de l'économie des perturbations du secteur manufacturier (principalement liées aux difficultés spécifiques du secteur automobile, aux incertitudes commerciales causées par le protectionnisme américain et au risque de hard Brexit) est restée limitée. Toutefois, cette situation pourrait évoluer si l'industrie manufacturière ne se redressait pas ou se détériorait davantage au cours des prochains mois. Un des déclencheurs potentiels d'une telle situation serait un hard Brexit, dont le risque, a priori, a été reporté au moins jusqu'à octobre 2019. Par ailleurs, de nouveaux droits de douane américains sur les produits européens sont une possibilité qui ne peut être ignorée et qui aurait des effets très dommageables (en termes d'incertitude et de commerce) sur l'industrie européenne, augmentant la probabilité d'un ralentissement global de l'économie.</p> <p>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.</p>		
Risque # 2	15 % probabilité	Amplification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine
<p>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 être le reflet des 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 de passer à la trappe 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.</p> <p>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.</p>		
Risque # 3	15 % probabilité	Brexit sans accord
<p>Analyse Après de vives discussions sur la durée d'une prolongation, les chefs d'État ont finalement (le 11 avril) réussi à s'accorder sur une date, le 31 octobre étant retenu comme date limite. Nous distinguons 3 scénarios, S1, S2 et S3, chacun comportant plusieurs options. Il est encore trop tôt pour en dire beaucoup plus. Nous devons continuer à surveiller de près les prises de position des députés et du gouvernement. Les probabilités ci-dessous sont avant tout indicatives et sujettes à modification dans un contexte politique qui peut évoluer rapidement.</p> <p>S1 (50 %). Accord conclu avant la nouvelle échéance (20 % avant le 22 mai, 30 % entre le 22 mai et le 31 octobre). La pression intérieure pour parvenir à un accord restera forte au cours des prochains mois. En effet, les Britanniques sont exaspérés (comme d'ailleurs les parlementaires). L'économie s'est affaiblie en raison de l'incertitude. Si les négociations actuelles avec le parti travailliste échouent, Theresa May continue de promettre la tenue « bientôt » (sous réserve d'un accord avec le parti travailliste) d'une série de votes indicatifs (contraignants) : c'est là le « plan B » officiel. Dans cette éventualité, il est à noter qu'une solution pourrait être trouvée en quelques jours ou quelques semaines seulement.</p>		

De plus, même si la date du 30 juin n'est pas mentionnée dans la résolution, la fin juin revêt une importance à la fois politique et symbolique pour au moins deux raisons : (1) parce que les progrès seront examinés lors du prochain Conseil européen (20-21 juin) et (2) parce que les nouveaux députés (s'ils sont élus) ne siégeront pas au Parlement avant le 2 juillet (date à laquelle les députés doivent prendre leurs fonctions).

S2 (35 %). Prolongation au-delà du 31 octobre. Bien que cette option soit a priori (fermement) exclue, nous pensons que certains choix (référendum ou élections par exemple) – s'ils sont décidés tardivement – exigeraient un délai additionnel. Dans le cadre d'un tel changement de contexte, les pays de l'UE (et en particulier la France) pourraient reconsidérer leur position. C'est d'autant plus probable que l'actuelle nouvelle échéance ne se fonde pas sur un quelconque impératif. En effet, résultant d'un compromis, le choix de cette date avait pour seul objectif de maintenir la pression sur le Royaume-Uni.

S3 (ramené de 20 % à 15 %). Pas d'accord. La nature flexible de l'extension réduit davantage le risque d'un « no deal » accidentel (c'est-à-dire, probabilité plus faible de « Brexit désordonné »). Il convient de garder à l'esprit que le « no deal » est toujours rejeté par une large majorité de députés (dont une part croissante de conservateurs) et par la grande majorité des pays de l'UE. Par conséquent, s'il avait lieu, un « no deal » prendrait la forme d'un « no deal aménagé ». Cependant, étant donné le niveau élevé d'incertitude, il y a de fortes incitations à continuer à se préparer à ce scénario.

Impact de marché | L'incertitude risque d'augmenter à l'approche de la nouvelle échéance (31 octobre) et de diminuer à nouveau si une autre prolongation est obtenue. Si le résultat se révèle défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche si un accord est trouvé plus tôt que prévu, la livre sterling continuerait son appréciation et les investissements des entreprises profiteraient d'une baisse de l'incertitude. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 4

15 %
probabilité

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

Analyse | Début avril, le gouvernement italien a publié le dernier programme économique (pacte de stabilité et de croissance), intégrant les nouvelles prévisions pour le budget 2020 et au-delà. Ces dernières semblent plus proches du consensus, intégrant notamment des prévisions de croissance plus faibles et une détérioration des finances publiques. Selon ces projections, l'économie italienne devrait croître de 0,2 % en g.a. en 2019, puis de 0,6 % en 2020. L'objectif de déficit/PIB se situe désormais à 2,4 % pour 2019, pour ensuite diminuer progressivement jusqu'à 1,5 % en 2022. Toutefois, en raison de la dégradation du profil de croissance, de la réduction de l'excédent primaire et de l'augmentation des projections de déficit, le ratio dette/PIB devrait passer de 132,2 % en 2018 à 132,6 % en 2019. L'objectif pour 2022 est fixé à 128,9 %. Le retour à une réduction du déficit et de la dette est conditionné au retour progressif de la croissance vers son potentiel et au succès des mesures visant à contenir la dépense publique. Les agences de notation n'ont pas modifié leur évaluation dernièrement, bien qu'elles aient souligné les risques importants liés à l'évolution de la dette. Bien qu'à court terme, avant les élections européennes, une confrontation avec la CE soit peu probable, au vu de la croissance lente qui se profile à l'horizon, des tensions liées à la viabilité de la dette pourraient survenir en cas de dérapage budgétaire manifeste.

Impact de marché | À notre avis il n'y a pas de risque systémique. D'un côté la hausse des rendements obligataires italiens a conduit à un resserrement des conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance du PIB italien. Mais d'un autre côté, l'absence de procédure de déficit excessif (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 circonscrits à l'échelle nationale. 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, selon les premières estimations, s'est montrée plus robuste que prévu au T1 (+3,2 % en g.a., après avoir clôturé 2018 à 3 %). Pourtant, derrière ce chiffre global imposant, l'on peut déceler les signes d'un ralentissement de la demande intérieure qui confirment nos prévisions d'un ralentissement progressif au second semestre au fur et à mesure que l'impact de la relance budgétaire s'estompe. En effet, au T1, deux moteurs fondamentaux ont affiché des résultats faibles, à savoir, les dépenses de consommation des particuliers (surtout dans la composante clé des biens durables) et les investissements (dans la composante clé de l'équipement). La dynamique de la consommation personnelle s'est ralentie sur une base trimestrielle, bien que la tendance annuelle se soit bien maintenue sur fond de signes de reprise des ventes au détail en mars et de fondamentaux de la consommation qui soutiennent encore nos estimations. Les investissements non résidentiels se sont ralentis dans l'ensemble et, bien qu'ils soient globalement conformes à nos prévisions, la forte décélération des investissements d'équipements exige une surveillance étroite. Le commerce net contribue à lui seul pour 1 % de la croissance du PIB, grâce à une contraction des importations, mais cette tendance pourrait s'inverser au T2. Enfin, la consommation de l'État a fortement augmenté, la loi de finances bipartite produisant encore de l'effet. 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. Cependant, au fur et à mesure que le cycle arrive à maturité, le meilleur choix pour les investisseurs est de limiter l'exposition au crédit. En ce qui concerne les actions, la sélectivité en termes de thèmes, de secteurs et de valeurs devient 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 et la conclusion probable d'un accord. 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 traduirait par un commerce mondial plus faible et une demande extérieure moindre pour les économies émergentes) 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 reste d'actualité. En effet, nous voyons aujourd'hui que le risque de contagion par les marchés financiers est plus élevé que par les chaînes d'approvisionnement. Tant que l'environnement financier mondial reste accommodant, le risque de contagion provenant des économies fragiles comme la Turquie et l'Argentine restera limité, cependant, s'il venait à se resserrer, le risque de contagion augmenterait.

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 bien refaire surface à un moment donné, en raison 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). En Espagne, le résultat des élections d'avril a été globalement conforme à ce que l'on pouvait attendre de ce vote: le PSOE (Parti socialiste) du Premier ministre Pedro Sánchez est arrivé en tête, obtenant une forte augmentation du nombre de ses députés. Bien que le PSOE ne dispose pas d'une majorité, il n'y a pas de menace imminente pour la stabilité politique ou économique.

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 leur progression.

À ce stade, nous pensons, comme la plupart des observateurs, que les partis d'extrême droite seront en progression des progrès et que les deux grands partis traditionnels (les sociaux-démocrates et les chrétiens-démocrates) perdront la majorité dont ils disposent à eux deux depuis la création du Parlement européen. Malgré cela, une majorité « pro-institutionnelle » devrait encore pouvoir se dégager, bien qu'avec quelques retards et des négociations supplémentaires, en travaillant notamment avec les partis du centre ou avec les Verts. Nous ne pensons donc pas que ces élections soient en mesure de déclencher une nouvelle crise systémique en zone euro en 2019, bien qu'elles puissent donner un élan additionnel aux forces ante-institutionnelles, rendant les élections nationales ultérieures moins prévisibles.

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 %) : fin du trou d'air en vue, désynchronisation accrue à venir

- **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 en 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. Nous pensons cependant que ce trou d'air est derrière nous.
- **Commerce mondial** : le commerce mondial a chuté 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 2018 et un peu au T1 2019 (passant de +0,1 % en g.a. en janvier à -1,1 % en février). Le ralentissement économique chinois y a probablement contribué en fin 2018. Mais ce sont surtout les discours protectionnistes qui ont propulsé l'incertitude à des niveaux records (pic en janvier), plombant les investissements. Si la désescalade du conflit commercial entre la Chine et les États-Unis est en bonne voie, le risque de guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis reste d'actualité. Pour l'heure, 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 début 2020).
- **États-Unis** : l'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait s'estomper progressivement au cours de l'année. Certes, la croissance du PIB réel a nettement dépassé les attentes au T1 2019 (3,2 % en g.t. annualisé après 2,2 % au T4 2018). Il s'agit du troisième trimestre, sur les cinq derniers, où l'économie américaine a enregistré un taux de croissance supérieur à 3 %. La croissance du PIB s'est également accélérée sur une base annualisée, passant de 3,0 % au T4 2018 à 3,2 % au T1 2019. En revanche, la croissance du PIB nominal a fléchi, passant de 4,1 % en g.t. annualisé au T4 à 3,8 % au T1. L'analyse de la composition de la croissance trimestrielle fait ressortir une demande intérieure en fort ralentissement (tant sur le plan de la consommation des ménages — en particulier dans les biens durables — que pour les investissements en équipements). Toutefois, en raison de conditions monétaires et financières très accommodantes, nous avons légèrement révisé à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour 2020, de 1,8 % à 2,0 %. Nous tablons toujours sur une décélération de la croissance, qui tend, à un rythme très graduel, vers son potentiel en 2020. Les bénéfices des entreprises resteront sous pression, surtout si l'inflation se redresse, 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 ou 2020 nous semble hautement improbable, puisque 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, demande intérieure sous pression, 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** : les données du T1 sont mitigées, certains chiffres s'étant améliorés en parallèle d'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 ZE 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. Nous sommes

toutefois convaincus que les niveaux de pessimisme sont excessifs et maintenons que la demande intérieure (en particulier la consommation) devrait rester soutenue par le marché du travail, la forte croissance des revenus, 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. Les élections européennes de mai 2019 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, les partis populistes ou anti-système devraient gagner du terrain et le niveau de fragmentation politique 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 au plus tôt.

- **Royaume-Uni** : la situation politique au Royaume-Uni est très instable. Le gouvernement britannique et l'UE se sont mis d'accord sur un nouveau délai (31 octobre) pour trouver une solution, toutes les options restant sur la table. En fin de compte, tout dépendra du scénario final (voir la section « facteurs de risque » pour les différents scénarios et leur probabilité indicative). La probabilité d'un accord nous paraît toujours largement supérieure à la probabilité d'un « no deal ». Or, en cas d'accord, la demande intérieure devrait rebondir au fur et à mesure de la dissipation des incertitudes.
- **Chine** : les données officielles de la Chine pour mars et le T1 ont largement surpris à la hausse, plus encore que ce à quoi nous nous attendions, et si, en outre, nous leur ajoutons les données récentes sur le crédit et le commerce, nous voilà face à un tableau suffisamment positif pour réviser nos prévisions. C'est ce que nous avons fait en passant nos anticipations de croissance du PIB de 6,2 % à 6,3 % pour 2019 et de 6,1 % à 6,2 % pour 2020. Nous avons également revu légèrement à la hausse nos prévisions en matière d'inflation. En d'autres termes, la croissance du PIB réel et celle du PIB nominal arrivent à leur point bas. Il est peu probable que les responsables assouplissent davantage leurs politiques, mais ils travaillent encore à l'élaboration de mesures ciblées pour soutenir les PME et les consommateurs, qui sont plus lents à réagir et sont censés être en meilleure santé. Cela dit, le cas échéant, toutes les mesures nécessaires pourront être utilisées. En effet, 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.
- **Inflation** : l'inflation sous-jacente reste faible 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 relevant de 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. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro) mais il est frappant de voir que l'inflation a ralenti aux États-Unis au T1 2019 alors que la croissance du PIB réel s'est accélérée ! En zone euro, dans un contexte de faible inflation, nous considérons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir d'établissement des prix (c'est-à-dire que leurs marges courent plus de risques que les prix de vente finaux). Dans les économies émergentes, l'inflation avait récemment surpris à la baisse, mais principalement du fait de la faiblesse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. La récente reprise des cours du pétrole ne devrait pas se prolonger dans le temps. En définitive, au vu de la faible inflation et de la croissance modérée, la plupart des banques centrales ont, depuis le début de l'année, adopté un ton plus conciliant.
- **Cours du pétrole** : les cours sont restés très volatils après que l'OPEP ait réduit sa production de 3 millions de barils par jour, ce qui représente la réduction la plus importante depuis la crise financière. Les cours sont principalement mus par les facteurs liés à l'offre. D'une part, les préoccupations liées à l'OPEP et aux perturbations de l'approvisionnement au Venezuela, en Iran et dernièrement en Libye soutiennent les prix du pétrole à court terme, d'autre part, l'augmentation prévue de la production de schiste américain devrait faire pression sur les cours. L'annonce surprise par l'administration américaine de la fin des dérogations permettant à plusieurs pays de continuer à importer du brut iranien a fait monter le prix du pétrole à 75 dollars (Brent). S'il est vrai que l'objectif de l'administration américaine est de ramener les exportations de pétrole de l'Iran du niveau actuel d'environ 1,5 million de barils par jour à près de zéro et que les dérogations expirent le 2 mai, la Maison-Blanche a également annoncé une étroite coordination avec l'Arabie saoudite et les Émirats arabes unis afin d'éviter toute perturbation du marché (ils ont les moyens de compenser la baisse des exportations iraniennes). En outre, les stocks de pétrole de l'OCDE (à fin février 2019) s'élevaient à 2,9 millions de barils, ce qui est supérieur à la moyenne sur cinq ans. Ainsi, tout bien pesé, nous nous en tenons à notre objectif de 60 à 70 dollars (Brent). Les cours du pétrole pourraient toutefois rester volatils.
- **Banques centrales accommodantes** : l'approche basée sur la 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: la BCE pourrait faire preuve de davantage de souplesse si la croissance continue de ralentir. 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 que l'élargissement 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 volte-face, réduisant les obstacles au commerce. 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 marqué. Reprise de la croissance en Chine grâce à un *policy mix* stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

Conséquences :

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

La normalisation progresse

- Avec l'atténuation de l'impulsion budgétaire, les principaux moteurs de la demande intérieure ralentissent progressivement et se rapprochent des tendances à long terme à mesure que la politique monétaire et les conditions financières s'assouplissent et accompagnent cette normalisation.
- Les consommateurs américains restent globalement optimistes. Le dynamisme continu de la demande de main-d'œuvre et de la croissance des salaires, associé à des tensions inflationnistes contenues, favorise la résistance de la consommation personnelle, qui devrait constituer le principal moteur de la demande intérieure.
- La confiance des entreprises s'est nettement tassée par rapport à l'an dernier, tant parmi les petites que les grandes entreprises, reflétant un fléchissement des projets de dépenses et des investissements, qui restent néanmoins conformes à nos perspectives.
- Les pressions inflationnistes modérées, intérieures et extérieures, maintiennent les IPC sous-jacent et global sous contrôle et à un niveau relativement modeste, ce qui constitue une perspective favorable en matière d'inflation. La Réserve fédérale ne devrait pas procéder à d'autres relèvements de taux cette année; elle devrait mettre fin à son resserrement quantitatif et demeurer attentive à tout changement au niveau des conditions financières, des perspectives économiques et de la dynamique de l'inflation

Facteurs de risque

- Les préoccupations liées à la croissance mondiale et à la demande extérieure et intérieure pourraient freiner les nouveaux projets d'investissement plus que prévu
- Les risques de droits de douane pourraient peser sur les performances économiques, de manière directe (prix et commandes) 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 durant le reste de 2019.
- Le risque de Brexit sans accord est devenu moins imminent. En revanche, la menace de droits de mesures commerciales américaines contre l'Europe reste d'actualité. De plus, d'importantes incertitudes politiques persistent (élections européennes et situation en Italie notamment).

- Montée des forces politiques protestataires
- 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 pour le Brexit (jusqu'au 31 octobre) mais la situation politique interne pourrait être volatile au cours de prochains mois: la participation du Royaume-Uni aux élections européennes risque de générer des tensions et un changement de gouvernement, de nouvelles élections ou l'organisation d'un nouveau référendum sur le Brexit constituent des scénarios possibles.
- 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

Le pire est passé, mais la situation reste chaotique

- La stagnation de l'économie mondiale a affaibli le secteur manufacturier, les exportations marquant une baisse en glissement annuel depuis quatre mois. L'enquête menée par la BoJ auprès des entreprises indique des projets d'investissement d'un niveau convenable pour 2019. En fait, la faiblesse des expéditions pèse sur l'investissement. Les commandes de machines n'ont enregistré qu'une maigre progression en février après trois mois de contraction.
- Cependant, les entreprises non manufacturières ont bien résisté dans le contexte des réaménagements urbains, de l'emploi et de l'arrivée prochaine de la norme de télécommunication 5G. Malgré la faiblesse des exportations, les expéditions devraient reprendre de la vigueur à mesure que l'économie chinoise opère un rebond solide.
- Sur le front de la consommation, les augmentations de salaires convenues sont légèrement supérieures à celles de l'an dernier. Néanmoins, l'augmentation de 2 % du revenu disponible est en partie contrebalancée par un taux d'épargne plus élevé, reflétant l'appréhension des ménages à l'égard des bénéfices des entreprises et de la hausse prochaine de la TVA. Ils sont également découragés par la hausse des prix des produits de consommation courante.

- La poursuite de la hausse du prix du pétrole pourrait peser sur les activités des entreprises et sur la consommation
- Les entreprises pourraient réduire / reporter leurs investissements sur fond de reprise lente de leurs bénéfices

Chine

- L'activité économique s'est quelque peu redressée après les mauvaises performances enregistrées avant le Nouvel An chinois. Les effets des mesures politiques se faisant progressivement sentir, la croissance semble proche d'un point bas. La croissance du crédit a atteint un point bas, tandis que les dépenses budgétaires s'accroissent.
- Déjà, les commandes locales repartent à la hausse, comme en témoigne l'indice PMI. Les derniers chiffres indiquent également que les secteurs de l'automobile et des smartphones, qui ont été les plus en difficulté au second semestre 2018, ont passé le plus dur.
- Le secteur immobilier résiste mieux que prévu et le ralentissement à venir pourrait être surmontable, avec un nouvel assouplissement des Hukou ainsi que des politiques au niveau local. Dans le même temps, les exportations de la région ont évité pour l'instant un nouveau ralentissement très net après un quatrième trimestre difficile.
- Le RMB bénéficie de légères pressions à la hausse, porté par des perspectives de croissance solides et la politique accommodante de la FED.
- Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont encore progressé dans la bonne direction et pourraient donner des résultats dans les prochaines semaines.

Facteurs de risque

- Incertitude au sujet des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

Asie (ex JP & CH)

- La dynamique de croissance est restée très faible, principalement au cours des deux premiers mois de l'année. Du côté des exportations, les chiffres sont moins négatifs depuis mars (en Corée du Sud, Inde et Indonésie).
- Les données de l'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix du pétrole et des denrées alimentaires ont poussé l'inflation à des niveaux plus bas que prévu. En Inde, l'inflation demeure très modérée (2,9 % en glissement annuel), mais les chiffres de mars ont montré une certaine inversion de tendance vers une hausse des prix alimentaires.
- Dans l'ensemble, les banques centrales de la région sont dans l'expectative mais penchent vers une attitude plus conciliante grâce à un environnement financier mondial plus favorable. L'Inde a de nouveau réduit ses taux directeurs de 25 pb.
- En attendant les résultats définitifs des élections en Thaïlande (qui seront annoncés après le 9 mai), de nouvelles campagnes électorales sont en cours dans la région (en Indonésie et en Inde, où elles viennent de démarrer).

- La faiblesse de la dynamique des exportations s'est atténuée en mars
- Inflation toujours très favorable. L'inflation en Inde a augmenté au niveau des prix des denrées alimentaires
- Les banques centrales de la région sont dans l'expectative. L'Inde a encore réduit ses taux
- Les résultats finaux des élections en Thaïlande ne sont pas encore connus. L'Inde et l'Indonésie organisent des élections

Amérique Latine

- Le Mexique et le Brésil traversent toujours une phase de croissance économique plus lente. Les deux pays diffèrent toutefois. Le Mexique devrait décélérer en 2019 par rapport à 2018, tandis que le Brésil devrait enregistrer une légère accélération.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. En mars, l'inflation mexicaine est remontée à 4 % contre 3,9 % précédemment (la fourchette cible de Banxico se situe entre 2 et 4 %). Au Brésil, l'inflation a bondi de 3,9 % à 4,6 % en g.a.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés. Banxico devrait entamer un processus d'assouplissement en cas de diminution des incertitudes de la politique intérieure.
- Au Brésil, le nouveau Président et son équipe économique ont décidé de présenter au Congrès un plan de réforme des retraites très audacieux. Le premier vote de la Commission de la constitution et de la justice à la chambre basse est programmé pour avril, mais sera probablement encore retardé.

- Meilleures conditions économiques des petits pays
- Inflation modérée dans l'ensemble, celle du Mexique réintègre la fourchette cible de Banxico
- Assouplissement de Banxico si l'incertitude politique diminue
- La réforme des retraites très audacieuse annoncée au Brésil pourrait être retardée

EMEA (Europe Middle East & Africa)

- Russie: croissance du PIB réel de 2,3 % en 2018 et légèrement en deçà en 2019. La croissance devrait néanmoins s'accroître à moyen terme grâce à d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024**
- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs de son Fonds souverain.
 - La BC a maintenu sa politique monétaire inchangée, mais nous prévoyons une baisse des taux au T4.

Afrique du Sud: sortie de récession sans miracle

- Moody's a décidé ce mois de ne pas dégrader la note de l'Afrique du Sud, accordant un certain répit au pays, du moins jusqu'en novembre. Toutefois, en raison de la faiblesse des statistiques économiques et du ralentissement de la croissance mondiale, nous avons abaissé nos prévisions pour 2019 à 1,4 % contre 1,7 % précédemment.
- Malgré la faiblesse de l'économie et de l'inflation et une Fed conciliante la SARB devrait maintenir un positionnement neutre au moins durant le S1.

Turquie: inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Les statistiques économiques publiées jusqu'ici pour le T1 2019 sont encore très faibles. Certaines améliorations se sont toutefois concrétisées, notamment le PMI manufacturier, la production industrielle, et les ventes au détail, etc. Le pire pourrait être derrière nous. Nous prévoyons une croissance du PIB à -1,5 % en 2019 et à +1,5 % en 2020.
- La CBRT est toujours sous pression, avec un IPC qui devrait rester élevé et des tensions continues sur la monnaie dans un contexte politique défavorable.

- Chute du prix du pétrole, renforcement des sanctions américaines et tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, risque de dégradation de la note souveraine, montée des revendications sociales à l'approche des élections et risque de dérapage budgétaire
- Un assouplissement trop rapide de la BC, une politique budgétaire assouplie, un ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (25 avril 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,4	2,0	2,4	2,0	2,4
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	2,4	2,2	2,2
Brésil	1,1	2,0	2,3	3,7	4,2	4,6
Russie	2,2	1,5	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,3	6,4	6,9	4,0	3,6	4,6
Indonésie	5,2	5,3	5,3	3,2	3,2	4,0
Chine	6,6	6,3	6,2	2,1	2,2	2,5
Turquie	2,9	-1,5	1,5	16,2	15,4	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,7	2,0	1,6	2,0
Pays émergents	4,9	4,6	4,8	4,1	3,7	3,8
Monde	3,8	3,4	3,6	3,2	2,9	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
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					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,31	2,20/2,40	2,24	2,20/2,40	2,22
Allemagne	-0,6	-0,60/-0,40	-0,60	-0,60/-0,40	-0,58
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,15	-0,20/0,00	-0,17
Royaume-Uni	0,73	0,60/0,80	0,72	0,70/0,90	0,75

Taux 10 ans					
	26/04/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,52	2,50/2,70	2,55	2,40/2,60	2,58
Allemagne	-0,02	0,05/0,20	0,04	0,05/0,20	0,10
Japon	-0,05	0,00/0,10	-0,06	0,00/0,10	-0,03
Royaume-Uni	1,14	1,10/1,30	1,26	1,15/1,35	1,31

Prévisions de change					
	19/04/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,12	1,14	1,14	1,17	1,18
USD/JPY	112	110	110	106,5	108
EUR/GBP	0,86	0,86	0,85	0,85	0,85
EUR/CHF	1,14	1,14	1,13	1,15	1,15
EUR/NOK	9,56	9,45	9,50	9,40	9,40
EUR/SEK	10,46	10,30	10,33	10,20	10,17
USD/CAD	1,34	1,32	1,32	1,30	1,30
AUD/USD	0,72	0,72	0,72	0,70	0,73
NZD/USD	0,67	0,67	0,67	0,66	0,68
USD/CNY	6,71	6,70	6,70	6,60	6,66

Publications récentes

WORKING PAPERS



Economic Modeling of Climate Risks

Théo LE GUENEDAL — Quantitative Research — Amundi

Persistence and Skill in the Performance of Mutual Fund Families

Maurice P McCOURT — University of Melbourne, Sofia B RAMOS — ESSEC Business School

Optimal Allocation in the S&P 600 under Size-Driven Illiquidity

Lionel LECESNE, Andrea RONCORONI — ESSEC Business School

Financial Applications of Gaussian Processes and Bayesian Optimization

Joan GONZALVEZ, Edmond LEZMI, Thierry RONCALLI, Jiali XU — Quantitative Research — Amundi

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

DISCUSSION PAPERS



Who Will Lead the World Economy?

US vs. EU vs. China, USD vs. EUR vs. RMB

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche — Amundi

Is inflation definitely dead or simply dormant?

Consequences for central banks

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche — Amundi

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

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

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 — Thatree Thitivongvaroon

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