

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

2020

VUES DES CIO

**RISQUES ACCRUS :
LA PRUDENCE EST DE MISE**

LE THÈME DU MOIS

**PRÉSIDENTIELLES
AMÉRICAINES DE 2020 :
ENCORE UNE COURSE SERRÉE ?**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Risques accrus: la prudence est de mise

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Après des semaines de relative stabilité, la menace d'une guerre commerciale a refait surface, ébranlant la confiance des investisseurs et chassant toute complaisance des marchés. Toutefois, si le marché reste encore très optimiste quant à la possibilité de conclure un accord, nous pensons que le risque de déception entraînant une nouvelle vague de volatilité reste important.

Ce que l'on a pu observer ces derniers temps est que **la politique occupe une place dominante sur les marchés financiers**, mais principalement au niveau des flux d'information. En effet le risque politique est actuellement perçu comme une nuisance à court terme, mais **son impact pourrait avoir des retombées bien plus importantes et plus longues si le cycle économique était effectivement perturbé**. Même notre scénario macroéconomique central (poursuite d'une croissance mondiale modérée, l'écart de croissance entre marchés émergents et développés s'élargissant au second semestre de 2019 et l'inflation restant faible grâce à la souplesse des banques centrales) pourrait être remis en question en cas d'escalade importante de la guerre commerciale. De fait, les représailles de la Chine pourraient aboutir à une extension des droits de douane à toutes les exportations chinoises vers les États-Unis, avec un impact direct sur le PIB (réduction des exportations) et des effets indirects sur la confiance des entreprises et des consommateurs, les pressions inflationnistes croissantes et le coût des intrants affectant les bénéfices des entreprises. **Or, nous ne pensons pas qu'un accord soit sur le point d'être conclu**. Le risque d'une bataille rude et prolongée subsiste et ne s'estompera pas dans l'avenir proche, car il résulte de la lutte de pouvoir opposant un ancien et un nouvel empire dans le paysage géopolitique. Nous sommes également conscients des aspects imprévisibles du protectionnisme (réduction du commerce mondial, pressions inflationnistes, etc.), et nous ne considérons pas qu'ils sont intégrés dans les prix des actifs à risque. **Le bras de fer devrait se poursuivre, alternant des séquences plus ou moins violentes et entraînant une plus grande volatilité des marchés**.

Il est également trop tôt pour une baisse des taux de la Fed : les marchés sont probablement allés trop loin en intégrant un tel scénario auquel, d'ailleurs, nous ne souscrivons pas pour le moment. Nous pensons que la phase de révisions baissières des prévisions d'inflation est désormais derrière nous et que la tendance est prête à s'inverser. Cela signifierait que, bien que le risque inflationniste soit marginal, la volatilité devrait transparaître dans les données d'inflation, qu'elles soient effectives ou prévisionnelles, ce qui devrait marquer le début d'une phase moins linéaire et moins favorable dans l'espace obligataire, notamment aux États-Unis.

Le marché se concentrera bientôt sur les données de croissance (commerce, bénéfices) et dans certains segments – dont les valorisations intègrent un scénario quasi idéal – il y a peu de place pour la déception au vu des primes de risque actuelles, ce qui constitue un autre défi pour les États-Unis.

En somme, une fois ces éléments pris en compte, nous pensons qu'il n'est pas encore temps d'éliminer le risque, mais, en revanche, qu'il est temps de mettre en œuvre des stratégies pour protéger les portefeuilles en cas de détérioration de la situation et de prendre quelques bénéfices, là où les investisseurs ont atteint leurs rendements cibles, car le profil risque/rendement semble désormais asymétrique (risques plus élevés / prévisions de rendements moindres).

Les conditions financières sont assez souples dans l'ensemble, avec des rendements en dividendes attractifs par rapport aux rendements obligataires, en particulier en Europe. Les récents mouvements ont rapproché les actions mondiales de leur juste valeur, gommant les excès d'optimisme du premier trimestre. Même si les perspectives en matière de bénéfices ne sont pas particulièrement encourageantes, avec, caractéristique typique d'un cycle tardif, une convergence des bénéfices entre régions, nous n'anticipons aucun risque de récession des bénéfices et voyons du potentiel dans une approche *bottom-up* tout au long de l'année. Cependant, nous pensons que l'état de grâce mondial arrive dans une phase plus délicate au cours de laquelle le risque absolu doit être réduit tandis que les opportunités de valeur relative pourraient être exploitées dans certains segments en Europe et sur les marchés émergents.

Il s'agit ici d'une vision tactique pour le reste de l'année, car en 2020, les risques d'un nouveau ralentissement referont surface, toutefois, dans un contexte de rendements faibles, miser sur des opportunités tactiques est crucial pour ajouter un peu de punch à un tableau peu brillant par ailleurs.

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Prudence à court terme Une volatilité persistante permettra d'augmenter sélectivement les zones d'exposition au risque où les valorisations sont attractives.

Changements par rapport au mois dernier

- ➔ Plus prudent et sélectif sur le crédit américain
- ➔ Plus défensif sur les actifs 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

Risques baissiers, mais l'économie mondiale résiste

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

Les perspectives sont un peu plus incertaines que l'an dernier en raison de la montée du protectionnisme, mais il ne faut pas céder à l'excès de pessimisme. L'économie mondiale résiste :

- **Les économies les plus avancées restent soutenues par la demande intérieure.** Les données de croissance du premier trimestre en témoignent avec une croissance meilleure que prévu aux États-Unis, en zone euro et au Japon, à 3,2 %, 1,6 % et 2,1 % respectivement (en rythme annuel).
- **Les économies émergentes poursuivront leur croissance.** Leurs marchés extérieurs s'affaiblissent, mais ils ne sont pas menacés comme l'an dernier par la hausse des taux d'intérêt américains ou l'appréciation du dollar.

Cela dit, le climat incertain n'est pas propice. Le secteur manufacturier mondial est en berne. Les pays les plus fortement intégrés dans le commerce mondial sont les plus touchés. Dans un tel contexte, l'économie mondiale affiche un ralentissement cette année. Nous anticipons une croissance mondiale, en baisse d'environ un demi-point, à 3,3 % en glissement annuel en 2019.

En l'absence d'inflation et compte tenu des risques baissiers, les banques centrales sont implicitement déterminées à maintenir des conditions monétaires accommodantes. Jusqu'à présent, nous avons maintenu le statu quo pour notre estimation du taux des Fed funds en 2019-2020, conformément à nos propres prévisions d'inflation et de croissance du PIB. Nous avons **augmenté la probabilité du scénario de risque baissier** (de 20 % à 25 %) et constatons que les risques sont devenus asymétriques (conformément aux attentes des marchés).

Certains membres de la Fed soutiennent d'ores et déjà qu'une simple déception sur le niveau d'inflation ou les prévisions d'inflation pourrait justifier une baisse du taux des fonds fédéraux indépendamment de la croissance du PIB (c'est-à-dire même si la croissance reste proche du potentiel, sans risque de récession). L'idée implicite est que le taux neutre (r^*) pourrait être un peu plus faible et que la Fed a trop haussé ses taux l'an dernier. James Bullard (président de la Fed de St Louis) – tout en reconnaissant que la normalisation a été un succès et que le « point d'arrêt » est intervenu au bon moment – a récemment déclaré qu'une baisse pourrait également être justifiée si l'inflation décevait. **Nous maintenons également le statu quo pour la BCE.**

La BCE n'hésiterait pas à mobiliser les outils à sa disposition en cas de besoin. Tous ces éléments contribueront à maintenir les taux d'intérêt à un niveau faible pour les gouvernements et les entreprises permettant ainsi de contenir le fardeau de la dette. Pour leur part, **les gouvernements ne resteraient pas inactifs si la croissance du PIB continuait son ralentissement.** Il y a de moins en moins d'opposition au recours à des politiques budgétaires contracycliques dans un contexte de taux d'intérêt structurellement faibles. Le centre de gravité de l'économie mondiale continuant de se déplacer de l'Ouest vers l'Est, nous ne devrions pas arrêter notre analyse sur le court terme. Le monde de demain bénéficiera de multiples sources de croissance. Les chaînes de valeur mondiales sont en train de se régionaliser, voire de se nationaliser, ce qui signifie qu'à l'avenir, nous devrions bénéficier de **cycles économiques moins dépendants** les uns des autres au niveau mondial.

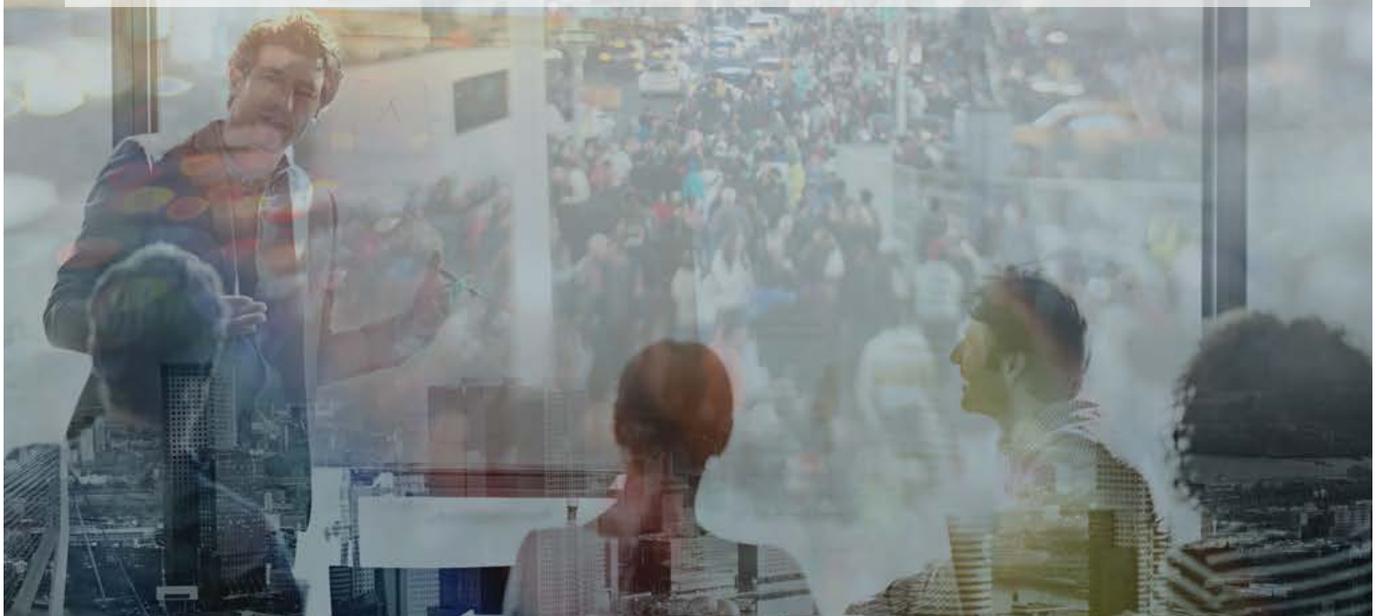
“En l'absence d'inflation et compte tenu des risques baissiers, les banques centrales maintiendront leurs politiques accommodantes.”

Le point de vue des stratégestes

Le conflit commercial sino-américain ébranle les marchés

Depuis le tweet de Donald Trump du 5 mai, dans lequel il menaçait d'augmenter de 10 % à 25 % les droits de douane sur les importations chinoises, les marchés ont perdu tout appétit pour le risque : les actions ont été vendues, la dette core s'est reprise et les devises à haut rendement/bêta ont été touchées. La dette core a profité de son statut de valeur refuge pour baisser : le taux américain à 10 ans a atteint 2,40 % et le Bund allemand est repassé en territoire négatif (les deux rendements sont de retour à leurs plus bas de fin mars). La courbe américaine s'est raidie (2ans/10ans) les marchés anticipant à nouveau une baisse des taux de la Fed d'ici fin 2019 (la probabilité est passée de 50 % au 1er mai, après la réunion du FOMC, à 75 % au 14 mai). Parmi les devises des pays du G10, l'USD a été affecté négativement, car, en raison de son statut actuel de monnaie à haut rendement, il a souffert du dénouement des opérations de portage de devises, au profit des monnaies de réserve comme le JPY, le CHF et l'EUR. Une nouvelle escalade du conflit opposant les États-Unis et la Chine pourrait exacerber les tendances mentionnées plus haut, notamment en ce qui concerne le dollar, étant donné que le positionnement actuel est plutôt long (tant du côté spéculatif qu'à long terme).

Côté émergent, la volatilité est restée assez élevée depuis les dernières évolutions des négociations commerciales. Une poursuite de l'escalade affecterait non seulement la Chine, mais également les marchés les plus liés au cycle mondial et, parmi eux, certains marchés asiatiques importants tels que la Corée et Taiwan. Notre principale conviction est que la Chine ne dévaluera pas le RMB pour faire face aux surtaxes douanières et que la devise ne dépasse pas le seuil de 7,0. Les autres devises émergentes sont sous-évaluées, mais, en cas d'escalade et de dévaluation du RMB, elles seraient fortement impactées, en particulier les devises asiatiques comme le won coréen et le dollar de Taiwan. La volatilité des changes dans les marchés émergents a été assez élevée depuis le début de l'année, surtout en ce qui concerne les devises à portage élevé qui réagissent généralement plus fortement en cas d'épisodes d'aversion au risque. Selon nous, **la volatilité des devises émergentes demeurera élevée**, du fait, notamment, de circonstances idiosyncrasiques d'ordre politique, comme c'est le cas en Turquie et en Argentine.



GESTION DIVERSIFIÉE

Faible visibilité sur l'orientation du marché : prudence

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Dans un contexte de cycle financier tardif, nous restons **globalement prudents sur les actifs à risque, avec une préférence pour le crédit par rapport aux actions**. Les éléments qui, il y a quelques mois, nous poussaient à réduire les risques sont toujours présents (Brexit, préoccupations de croissance en Chine et intensification des différends commerciaux). Nous pensons que les cours des actions tiennent compte d'attentes très élevées concernant un accord entre les États-Unis et la Chine. Par conséquent, les marchés restent vulnérables à un recul tactique étant donné les hauts et les bas des négociations. Le ralentissement de l'expansion et du commerce mondial devrait se poursuivre durant l'été. Les risques sont orientés à la baisse, car la combinaison de risques géopolitiques et idiosyncrasiques accroît l'incertitude en termes de réaction politique et peut freiner davantage la croissance.

Des idées à conviction forte

Prudence sur les actions des marchés développés : si les conditions financières faciles et la faible présence d'investisseurs institutionnels en Europe représentent un bon support pour le marché, de nombreux facteurs plaident en faveur d'une position plus défensive. Depuis le début de l'année, les écarts de valorisation se sont pour la plupart résorbés, les actions mondiales étant désormais correctement valorisées et le cycle de profit a passé son pic – bien que nous prévoyions toujours une croissance à un chiffre en 2019. Sur le plan économique, la situation mondiale reste fragile et exposée à de nouvelles surprises négatives. Nous suggérons donc la prudence en adoptant une attitude défensive vis-à-vis de l'Europe et du marché américain. **Neutralité sur les actions des pays émergents**, où nous privilégions une approche par pays / valeur relative, en raison du manque de visibilité sur l'orientation du marché. Parmi les pays émergents, nous préférons les marchés plus cycliques – la Corée par exemple, qui pourrait bénéficier d'un léger rebond du cycle en seconde partie d'année et qui présente des valorisations intéressantes par rapport aux autres émergents.

La Chine nous intéresse toujours, en particulier le secteur intérieur, qui devrait bénéficier des récentes mesures de relance budgétaire et monétaire. Les investisseurs pourraient également miser sur les divergences entre monnaies émergentes, en privilégiant par exemple les monnaies à portage positif (roupie indonésienne, réal brésilien et rouble russe) plutôt que des positions courtes sur des monnaies à bêta élevé (rand sud-africain). Cela permet de maintenir un faible niveau de volatilité tout en exploitant les opportunités de valeur relative.

Pour ce qui est des **obligations**, nous recommandons toujours d'**exploiter les opportunités de portage dans le crédit**, où nous préférons toujours l'IG européen à l'IG américain compte tenu des meilleurs fondamentaux du premier. Le profil risque/rendement des titres IG nous paraît également plus intéressant que celui du HY. Bien que nous ayons révisé à la baisse nos prévisions de taux, **les investisseurs devraient maintenir un risque de durée faible**. Nous ne nous

attendons pas à ce que les rendements des obligations core européennes tombent en dessous des niveaux actuels, notamment en ce qui concerne les échéances à court terme, car la BCE ne devrait plus réduire ses taux à moins d'une détérioration importante de l'économie en zone euro, ce qui ne constitue pas notre scénario central. Par conséquent, nous voyons plus de valeur dans les bons du Trésor américains à 5 ans que dans les Bunds allemands de même échéance. Nous sommes sur la défensive à l'égard des taux longs britanniques à 10 ans, en raison de perspectives de croissance plus faibles au Royaume-Uni et du risque de correction brutale des taux nominaux.

“ Nous restons défensifs, les éléments plaident pour la réduction des risques étant toujours présents.”

Risques et couverture

Les principaux risques à surveiller proviennent de la sphère politique avec en particulier les tensions sur les différends commerciaux (États-Unis/Chine, États-Unis/zone euro). Le manque de visibilité sur le Brexit

et l'imminence des élections européennes sont également au centre de l'attention. Il convient de maintenir des stratégies de couverture (pour protéger les expositions aux actions et aux obligations à haut rendement) ainsi qu'une préférence pour le yen par rapport au dollar, qui devrait surperformer en cas d'escalade du risque géopolitique.

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

Le prix de la sécurité est élevé et devrait le rester

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

Le scénario d'une croissance modérée avec des banques centrales accommodantes reste favorable aux titres obligataires et en particulier aux obligations qui procurent un revenu aux investisseurs – à savoir les obligations d'entreprises et les obligations émergentes. Toutefois, ces marchés n'étant plus bon marché, il est important de tirer le meilleur des opportunités de portage sur l'ensemble de ces marchés (dette émergente en devise forte, *investment grade* européen, obligations d'entreprises américaines les moins exposées aux conflits commerciaux). Les bons du Trésor américain devraient continuer à protéger les portefeuilles en cas d'escalade des tensions commerciales ou d'autres risques géopolitiques (la résurgence de frictions autour de l'accord sur le nucléaire iranien pourrait avoir une incidence sur les perspectives des marchés pétroliers). Le prix de la sécurité est élevé, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans se situant à 2,4 % (rendement du Bund à 10 ans en territoire négatif), un niveau auquel il devrait rester, car il y a une forte demande pour les actifs refuges et l'offre est peu abondante. Comme nous nous attendons à ce que le dollar américain se maintienne aux niveaux actuels à court terme, les investisseurs non américains pourraient envisager de s'exposer à cette source de protection et de liquidité sans recours à une couverture de change complète.

Obligations des marchés développés

Les conditions actuelles du marché ne justifient pas, à notre avis, des positions agressives en matière de duration. Les bons du Trésor américain pourraient bénéficier de l'incertitude, en raison de leur statut de refuge, mais le marché est assez cher et il est difficile de voir les taux descendre en dessous des niveaux actuels. Une baisse de 25 pb pour l'année prochaine est déjà intégrée dans les cours et nous ne prévoyons pas de baisse cette année. Les prévisions d'inflation sont actuellement faibles et pourraient faire l'objet d'une légère révision (en raison d'une hausse des cours du pétrole, du prix des intrants et des salaires) qui pourrait entraîner un retour de la volatilité

dans l'espace obligataire. En termes relatifs nous voyons plus de valeur dans les bons du Trésor américains que dans les Bunds allemands. Nous restons optimistes à l'égard des obligations des pays périphériques de l'UE, tout en gardant une approche flexible, car la situation politique paraît assez fragile.

Crédit

Au vu des conditions économiques actuelles, le portage représente la principale source de rendement pour les investisseurs obligataires, qui devraient maintenir une préférence pour le crédit européen, en raison de la solidité de ses fondamentaux, même si la marge de resserrement des *spreads* est limitée compte tenu de l'excellente performance de cette classe d'actifs depuis le début de l'année. Il convient d'opter pour une stratégie de « portage prudent » qui consiste à réduire sélectivement la durée des *spreads* et à hausser le niveau de qualité. Nous voyons également des opportunités sélectives parmi les obligations à haut rendement, en particulier après la correction des prix intervenue à la suite des dernières évolutions du conflit commercial, car les perspectives de défaut restent favorables.

« Il convient de privilégier le « portage prudent » en haussant la qualité. »

Obligations des marchés émergents

L'augmentation des risques commerciaux et politiques incite à adopter une position prudente en matière de dette émergente. L'argumentaire macro-économique en faveur des émergents est toujours valide et nous maintenons notre vision positive de la classe d'actifs à moyen-long terme. La volatilité récente, tout en nous suggérant la nécessité d'une approche plus défensive et sélective pour le moment, permet également d'entrevoir des points d'entrée attractifs selon les pays et les secteurs. Nous recherchons donc des opportunités tactiques dans le segment de la dette en devise forte, qui reste une source de portage attractive et qui, à ce stade, pourrait continuer à bien performer. Nous considérons également d'un bon œil les pays exportateurs qui pourraient bénéficier d'un réajustement de la chaîne d'approvisionnement. À l'inverse, nous restons défensifs vis-à-vis des devises les plus exposées à la croissance chinoise.

Marché des changes

Nous avons une vision positive du dollar à court terme et restons prudents à l'égard de l'euro en raison des risques baissiers sur la croissance.

Rendement à 10 ans des emprunts d'État



ACTIONS

À la recherche de potentiel haussier

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

Évaluation globale

L'intensification des différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine a mis fin à l'envolée des actions. Toutefois, la correction fut limitée et les marchés américains et européens se sont ressaisis depuis les plus bas observés après l'annonce des surtaxes douanières, grâce au soutien de conditions financières qui restent souples, de banques centrales accommodantes, de politiques budgétaires plus conciliantes dans l'ensemble et d'un soulagement par rapport aux prévisions peu encourageantes à l'issue des publications de résultats du premier trimestre. Ces facteurs de soutien sont toujours d'actualité, mais une approche prudente et sélective est néanmoins préférable en raison du large éventail de risques géopolitiques et du profil risque/rendement moins attractif par rapport au début de l'année.

Actions des marchés développés

Les valorisations des **actions américaines** restent attractives par rapport à celles des titres obligataires. Des opportunités de qualité et de croissance existent, mais elles sont propres à certaines valeurs ou secteurs. Nous voyons de la valeur dans les entreprises liées aux dépenses d'infrastructure, de *cloud computing* et de centres de données (ces actions se répartissent dans trois secteurs) ainsi que dans certains services financiers spécifiques, comme les courtiers d'assurance et les assurances auto et habitation. En plus de leurs valorisations attractives, bon nombre de ces valeurs du domaine des services sont peu exposées à des intrants étrangers qui pourraient être assujettis à des droits de douane et sont également moins exposées à de potentielles représailles commerciales étant donné qu'elles sont moins exposées aux ventes hors États-Unis que les entreprises de biens. Les actions du domaine des services affichent une croissance plus rapide des chiffres d'affaires et des bénéfices et affichent des marges brutes plus stables et des bilans plus solides. Nous sommes devenus plus prudents en ce qui concerne les biens d'équipement, le matériel technologique et les semi-conducteurs, autant d'industries qui faisaient partie de nos préférences au cours des dernières années. Les substituts aux obligations, tels que les biens de consommation de base et les services aux collectivités, ainsi que les entreprises assimilées aux biens

Indice de surprise économique et performance relative des actions de l'UE



de consommation de base, qui ne présentent aucune menace structurelle dans de nombreux autres secteurs, sont chers en valeur relative.

Les **actions européennes** pourraient offrir des points d'entrée intéressants après les élections européennes, si les perspectives économiques s'améliorent au second semestre et que la demande intérieure résiste, comme nous l'anticipons. Les caractéristiques actuelles du marché (dispersion croissante des valorisations, corrélation sectorielle moindre) sont adaptées à une approche de *stock picking*. Nous continuons à voir des opportunités sélectives dans la partie cyclique du marché (mais avec moins de conviction qu'il y a un mois), tandis que la partie défensive est chère. L'industrie et l'énergie constituent des convictions fortes, tandis que dans le secteur des banques, nous pensons qu'un rebond cyclique est nécessaire avant de voir émerger des opportunités de revalorisation convaincantes. Parmi les valeurs défensives, celles du secteur de la santé constituent notre choix de prédilection.

Les **actions japonaises** affichent des valorisations attractives, mais le risque de renforcement du yen, sur fond d'incertitude accrue, représente un obstacle de taille pour le marché des actions.

Actions émergentes

La situation est contrastée pour les actions émergentes dont la performance relative dépendra en grande partie de l'évolution du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Un accord satisfaisant serait bénéfique pour les actions émergentes étant donné qu'une telle issue n'est pas encore entièrement intégrée dans les cours. Compte tenu de l'incertitude persistante, les risques à la baisse guettent et poussent à adopter un positionnement défensif à court terme. Les investisseurs mondiaux sous-pondèrent les marchés émergents, ce qui offre un soutien technique à la classe d'actifs. La thématique des dividendes est intéressante, car la croissance du dividende par action s'accélère dans les principaux pays. Nous maintenons notre préférence pour la Chine étant donné les mesures de soutien liées à la reprise de la croissance du crédit et aux réductions d'impôts. De même, certains scénarios de croissance de la demande intérieure en Asie, plus protégés en cas d'escalade du conflit commercial, sont séduisants en tant que positions défensives.

“ Nous anticipons un marché plus favorable au stock-picking du fait d'une dispersion des valorisations en hausse et d'une corrélation sectorielle moindre.”

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Les publications de résultats du T1 ont été positives, les revenus et les bénéfices ayant augmenté. Si les chiffres d'affaires se sont maintenus, les résultats nets ont été moins dynamiques et sont marqués par une nette décélération par rapport à 2018. Nous restons prudents sur le marché après la forte reprise ayant marqué le début de l'année, la sélection des secteurs et des titres étant la principale stratégie pour aborder un marché où les actions sont très chères (par exemple, dans les substituts obligataires), mais certaines opportunités plus attractives (par exemple, dans le secteur des services).
	Europe	=		Publications de résultats solides au T1. Certaines lueurs d'espoir pourraient naître d'une politique budgétaire plus souple et d'une stabilisation/amélioration de la croissance au S2. Le facteur géopolitique pourrait s'atténuer quelque peu, les élections européennes étant derrière nous. Les valorisations sont attractives. Des points d'entrée sur le marché pourraient se concrétiser dans les semaines à venir.
	Japon	-/=		La dynamique des bénéfices par action est faible, même si les valorisations sont attractives. Une volatilité accrue due à des facteurs géopolitiques pourrait déboucher sur un yen plus fort, ce qui pourrait constituer un frein pour le marché. Des opportunités en sélection de valeurs sont possibles, mais nous sommes prudents sur le marché d'ensemble.
	Marchés émergents	=/+	▼	Les valorisations des actions émergentes sont moins convaincantes qu'il y a quelques semaines. Les résultats des entreprises au T1 2019 n'ont montré que de faibles signes de reprise en Asie. Nous pensons toujours que la Chine et les opportunités domestiques en Asie sont attractives. Le dividende est un thème porteur à jouer, car la croissance des dividendes par action a fortement augmenté et devrait continuer sur cette voie.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Nous pensons que le marché a surestimé la probabilité d'une baisse des taux de la Fed. Le marché pourrait être en danger en cas de réajustement des anticipations d'inflation. Une approche prudente de la duration se justifie compte tenu des rendements actuels des taux américains à 10 ans.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=		La conjoncture devrait être favorable aux instruments de <i>spread</i> . Nous constatons toutefois que les performances récentes des marchés ont réduit les perspectives de rendement par rapport au risque dans de nombreuses classes d'actifs sensibles au crédit et réduit le potentiel d'un resserrement important des <i>spreads</i> à court terme.
	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	-/=		Au niveau de rendement actuel du Bund, nous voyons peu de valeur dans la dette souveraine core. Les investisseurs obligataires pourraient déceler des opportunités en misant sur l'aplatissement de la courbe de rendement et sur la dette périphérique en euros.

		Allocations d'actifs			
		Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME		Euro Obligations d'entreprise IG	+		Les valorisations sont devenues moins attractives après le fort resserrement des <i>spreads</i> , mais la classe d'actifs reste attractive en termes de portage et les fondamentaux sont encore solides. Les valeurs financières pourraient bénéficier de l'action des BC. La dette subordonnée a également de l'intérêt.
		Euro Obligations d'entreprise HY	+		L'endettement est encore faible et le taux de défaut devrait rester faible au cours des 12 prochains mois. Dans un scénario de stabilisation de la croissance en zone euro, la classe pourrait offrir des opportunités sélectives de portage.
		Émergents Dette en devise forte	=/+		Nous restons optimistes sur la dette en DF à moyen terme, du fait de perspectives économiques favorables pour les ME, de BC accommodantes et de conditions financières souples. À court terme, les <i>spreads</i> sont assez serrés et une dose de volatilité pourrait faire son retour sur le marché sur fond de tensions accrues entre la Chine et les États-Unis.
		Émergents Dette en devise locale	=/+	▼	Nous sommes neutres sur la classe d'actifs, car la volatilité des devises a augmenté et les risques géopolitiques sont élevés.
AUTRES		Matières premières			Nous maintenons notre fourchette de 55 à 65 \$/baril pour le WTI malgré son important rebond, dû principalement aux baisses de production de l'OPEP et à la stabilisation économique. Toutefois, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les sanctions contre l'Iran et la situation politique au Venezuela devraient pousser la volatilité et la pression à la hausse à court terme et accentuer les craintes de rupture d'approvisionnement. Les métaux de base sont vulnérables à la Chine et au ralentissement économique mondial. Le tableau d'ensemble reste propice à des rendements corrects, le cycle des stocks demeurant relativement favorable.
		Devises			EUR/USD: la monnaie unique se négocie toujours dans une fourchette étroite, les signes d'un basculement de l'activité de la Chine et de la zone euro étant compensés par des inquiétudes sur le front politique. Nous anticipons un EUR/USD qui se négocie autour de 1,17 en fin 2019, tout en restant soutenu à court terme. Nous voyons l'USD/JPY à 107 sur un horizon de 12 mois. Nous prévoyons également une légère hausse pour les devises émergentes au cours des 12 mois à venir (+1,5 % en moyenne, avec des divergences d'un pays à l'autre). La sélectivité reste essentielle.

LÉGENDE

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

Source : Amundi, au 21 mai 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

Présidentielles américaines de 2020 : encore une course serrée ?

PARESH UPADHYAYA, Responsable de la Stratégie changes, gérant de portefeuilles US

Finalisé le 13/05/2019

L'essentiel

- **Les résultats économiques du président Donald Trump lui donnent un avantage de poids sur ses rivaux démocrates à l'approche des élections de 2020.**
- **Cependant, Donald Trump peine à progresser dans les sondages en raison d'une mauvaise image auprès des électeurs notamment en termes de leadership, de tempérament et de compétences managériales. De plus le rapport Mueller et les enquêtes en cours à la Chambre sont des inconnues qui pourraient avoir un impact.**
- **L'élection de 2020 pourrait à nouveau être très serrée, avec, à l'étape actuelle du cycle électoral, une probabilité de l'ordre de 50-50.**
- **Nous voyons quatre scénarios électoraux dont les conséquences sur l'économie et les investisseurs américains varient de façon importante.**

L'élection présidentielle de 2016 s'est soldée par l'un des plus grands bouleversements de l'histoire présidentielle américaine. Ce fut également l'une des cinq seules élections depuis 1788 à voir le candidat gagnant perdre le vote populaire tout en remportant le Collège électoral. Elle est symptomatique d'un électorat extrêmement polarisé. En raison de l'absence de mandat populaire et de taux de désapprobation très élevés, Donald Trump n'aura jamais pu profiter d'une période de répit. Sa cote d'approbation nette n'a jamais été positive. Il a systématiquement obtenu des taux de consentement très faibles sur la plupart des questions politiques et des évaluations fortement négatives sur des traits de personnalité comme l'honnêteté et la fiabilité.

Si le chemin vers une réélection est un défi de taille pour Donald Trump, ses perspectives de second mandat ne sont pas aussi faibles qu'on pourrait l'imaginer, au vu, notamment des derniers sondages et des analyses de tendance des élections précédentes. Le marché commence à anticiper une victoire des démocrates, comme en témoigne le récent déclin des valeurs du secteur des soins de santé sur fond d'inquiétudes liées à certaines réformes envisagées par les démocrates. Il est toutefois beaucoup trop tôt pour décider d'un vainqueur.

Les élections présidentielles américaines se tiendront dans 18 mois. Toutefois, nous croyons qu'en cette période où la politique et la géopolitique ont un impact significatif sur les marchés financiers il est d'ores et déjà opportun de s'intéresser à la course présidentielle.

Cette étude se penche sur quatre scénarios électoraux hypothétiques, les principales mesures stratégiques associées à chacun d'eux et leur répercussion sur l'économie et les marchés. Une inconnue, qui à tout moment pourrait modifier la donne électorale, est la retombée du rapport Mueller ainsi que celles des autres enquêtes en cours à la Chambre et dans les administrations locales.

Un parcours semé d'embûches

L'analyse des fondamentaux politiques suggère que le parcours de Donald Trump vers la réélection sera semé d'embûches.

Sa cote d'approbation s'est établie en moyenne à 42 % pendant son mandat, tandis que sa cote de désapprobation était de 53 % au 16 juin pour une cote nette d'approbation de -11 %. Donald Trump est le seul président à ne jamais avoir bénéficié d'une cote d'approbation nette positive à ce stade d'un premier mandat.

- Dans un sondage NBC/WSJ mené du 24 au 27 février, Donald Trump accusait un retard de 7 % par rapport à un candidat non désigné. Il était devancé de 8 % par Joe Biden dans un sondage Morning Consult/Politico (du 19 au 21 avril), et de 3 % par Bernie Sanders dans un sondage Emerson (du 11 au 14 avril).
- Les prévisions du marché observées par Predictit, un site de paris politiques, accordaient une probabilité de victoire de 57 % aux démocrates et une probabilité de réélection de Donald Trump de 43 % au 17 avril. Cette tendance est stable depuis trois mois. Toutefois, tout comme les sondages, ce site de paris politiques s'était trompé en 2016.

De nombreux électeurs ne sont pas vraiment édifés par la personnalité de Donald Trump. Selon un sondage CNN (du 14 au 17 mars 2019), il a obtenu des cotes nettes défavorables importantes pour ses qualités de leadership, notamment son tempérament, sa fiabilité et ses qualités managériales, avec des marges de -41 %, -25 % et -18 %, respectivement. Dans l'ensemble, ses cotes défavorables sont deux fois plus nombreuses que ses cotes favorables.

Selon un sondage Politico/morning Consult (réalisé du 5 au 7 avril 2019), il déçoit dans de nombreux domaines, dont l'éducation, la santé, la sécurité sociale et l'environnement. Et, selon le sondage Pew (du 20 au 25 mars 2019), malgré le Tax Cuts and Jobs Act de 2017, qui est son principal fait d'armes, sa cote nette d'approbation pour sa gestion des impôts est négative. D'autres sondages récents suggèrent que les démocrates ont réussi à faire passer les réductions d'impôts pour des avantages accordés aux plus riches.

Trump peut néanmoins gagner

Malgré la mauvaise posture de Donald Trump sur certains fondamentaux clés, ses chances de réélection sont bien réelles. Dans le passé, une cote d'approbation nette négative n'a pas forcément empêché la réélection. Le président Ronald Reagan a été réélu avec un taux d'approbation net de -9 %, non loin du niveau actuel de -11 % de Donald Trump. À l'inverse, une cote d'approbation nette positive n'a pas toujours débouché sur une victoire. Ainsi, le président George H. Bush qui disposait d'un taux net d'approbation largement positif de +70 % a essuyé une défaite cinglante face à Bill Clinton. Le retard de Donald Trump à ce stade précoce ne débouchera donc pas nécessairement sur une défaite le jour de l'élection. Bill Clinton a été réélu malgré son retard au même stade du cycle électoral face à un candidat républicain non désigné. Dans un sondage Quinnipiac (du 21 au 25 mars 2019), Donald Trump a obtenu une note nette favorable sur les fondamentaux de sa personnalité, obtenant respectivement +46 % et +5 % pour les déclarations suivantes : « se bat pour ses convictions » et « coriace dans la gestion des crises ». À mon avis, ces deux facteurs pourraient être assez importants pour compenser les autres éléments « moins cruciaux » sur lesquels Donald Trump obtient de mauvais scores.

Économie: le point fort de Trump

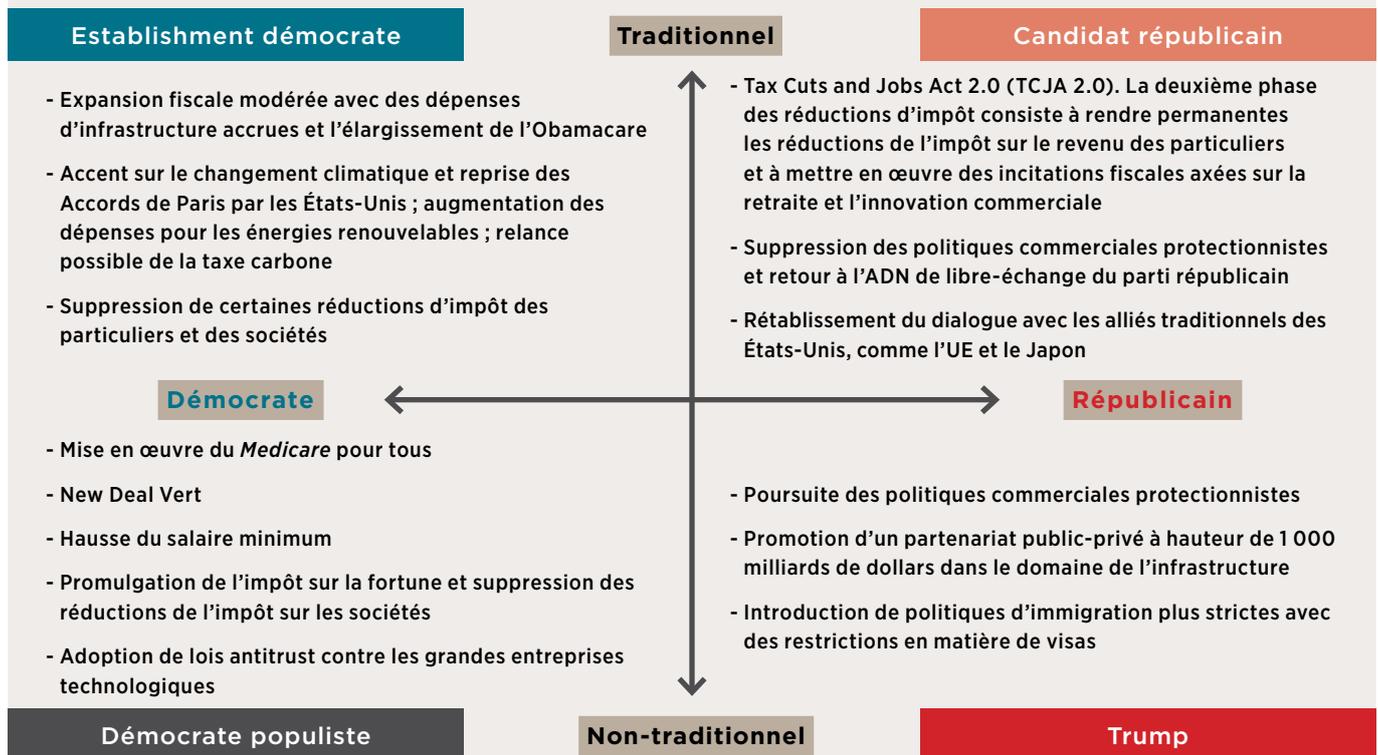
En ce qui concerne les fondamentaux économiques, Donald Trump devance les démocrates du Congrès sur les questions les plus importantes susceptibles d'influencer le résultat des élections, notamment sa gestion de l'économie, de l'emploi et de la sécurité nationale. Dans ces domaines, il bénéficierait d'une avance de respectivement +12 %, +10 % et +5 % selon un sondage Politico/Morning Consult réalisé entre le 5 et le 7 avril 2019. De tous les fondamentaux clés de l'élection, ce sont les fondamentaux économiques qui nécessiteront la surveillance la plus attentive. Si l'économie continue de croître et que le taux de chômage reste faible, les perspectives de réélection de Donald Trump s'amélioreront.

Élections présidentielles américaines : quatre scénarios

Nous envisageons quatre scénarios pour les élections présidentielles américaines de 2020

Scénarios potentiels	Probabilité	Description
Réélection de Trump	45 %	L'économie reste robuste et le style politique de Trump fait grimper les notes moins favorables de son adversaire démocrate - le scénario classique du « moindre de deux maux » (répétition des élections de 2016).
Élection d'un candidat républicain	5 %	Dans ce scénario improbable, mais pas tout à fait invraisemblable, Trump, empêtré dans les scandales, se voit contraint de démissionner, de quitter son poste ou d'abandonner sa candidature à la réélection et le parti républicain est obligé de trouver un candidat de remplacement.
Victoire de l'establishment démocrate	35 %	L'économie américaine ralentit de façon spectaculaire, la cote de popularité de Trump tombe autour de 35 et la désapprobation généralisée de la politique et du style de Trump alimente la dynamique de changement.
Victoire d'un démocrate populiste	15 %	L'économie tombe en récession, ce qui accroît la lassitude des électeurs face aux scandales entourant Trump. Le mécontentement généralisé à l'égard de l'inégalité des revenus alimente le scénario d'un changement radical.

Programmes pour les présidentielles américaines



Source : Amundi Pioneer, mai 2019

Retombées économiques possibles

	Trump	Candidat républicain	Establishment démocrate	Démocrate populiste
Croissance	Croissance supérieure à la tendance	Croissance tendancielle	Croissance proche de la tendance	Croissance inférieure à la tendance
IPC	Hausse	Pression haussière	Pression baissière	Stagflation
Politique monétaire	Resserrement	Limite supérieure du neutre	Neutre	Cycle en forme de U

Source : Amundi Pioneer, mai 2019

■ Réélection de Trump - Dans le scénario d'une réélection de Donald Trump, nous anticipons une politique budgétaire assouplie par le biais d'une réduction des impôts et d'une augmentation des dépenses d'infrastructure, deux mesures qui, combinées, devraient propulser l'activité économique américaine au-delà de la tendance. Les politiques protectionnistes de l'administration, la hausse des taux d'intérêt et la vigueur du dollar américain contrebalanceraient en partie ce regain de croissance. Une activité économique vigoureuse exercerait des pressions à la hausse sur l'inflation et les salaires, incitant la Fed à reprendre son cycle de resserrement.

■ Candidat républicain - Des mesures de relance budgétaire modérées, des impôts moins élevés et permanents et une réduction des tensions commerciales pourraient soutenir la tendance de la croissance économique. Le resserrement du marché du travail pourrait accentuer des pressions salariales modérées. La Fed pourrait se voir obligée d'affiner sa politique monétaire, notamment en cas d'augmentation des salaires.

■ Establishment démocrate - Dans ce scénario, le ralentissement de la croissance conduirait à la réélection d'un candidat démocrate. Dans ce cas, de modestes mesures de relance budgétaire, un dollar américain plus faible et la suppression des droits de douane pourraient contribuer à stimuler la croissance du PIB. Cette croissance timide

pourrait contenir l'inflation, tandis que le contrôle des prix des médicaments pourrait faire baisser les prix. La Fed maintiendrait probablement une politique monétaire neutre.

- **Démocrate populiste** - Dans ce scénario, une récession aux États-Unis entraînerait l'élection d'un démocrate populiste. Une administration démocrate populiste est plus susceptible de maintenir bon nombre des choix protectionnistes de Trump. Un programme populiste pourrait conduire à une politique budgétaire plus souple visant à stimuler l'économie. La récession atténuerait l'inflation, mais l'affaiblissement probable du dollar américain, conjugué à la mise en place d'une taxe carbone et de droits de douane, soulèverait des craintes de stagflation. Enfin, la Fed pourrait, dans un premier temps, abaisser ses taux en réaction à la récession, mais des pressions inflationnistes croissantes pourraient l'obliger à les relever.

Conséquences pour les marchés financiers				
	Trump	Candidat républicain	Establishment démocrate	Démocrate populiste
Croissance	Croissance supérieure à la tendance	Croissance tendancielle	Croissance proche de la tendance	Croissance inférieure à la tendance
Actions	Positif sur les actions	Positif sur les actions	Neutre sur les actions	Négatif sur les actions
Taux	Taux en hausse	Taux stables	Taux stables	Taux en baisse
Dollar	Dollar fort	Dollar stable	Dollar faible	Dollar faible

Source : Amundi Pioneer, mai 2019

- **Réélection de Trump** - Les marchés actions profitent de la vigueur de l'économie, de la hausse des résultats des entreprises et de la baisse des impôts. Les secteurs de l'infrastructure et de la défense sont potentiellement les gagnants d'un tel environnement. Les taux d'intérêt augmenteraient en raison de la forte croissance et de la hausse de l'inflation, ce qui maintiendrait le cycle de resserrement de la Fed. La reprise du cycle de resserrement de la Fed maintiendrait des écarts de taux d'intérêt mondiaux favorables à un dollar américain fort.
- **Victoire d'un candidat républicain** - Une croissance saine, des réductions d'impôts permanentes, l'indexation des gains en capital et la réduction des tensions commerciales pourraient soutenir les cours des actions. Une politique neutre de la Fed maintiendrait probablement les taux d'intérêt consolidés dans une fourchette large. Si des écarts de taux d'intérêt stables impliquent un dollar américain stable, ce dernier pourrait essentiellement être influencé par des évolutions à l'étranger.
- **Victoire de l'establishment démocrate** - Le présupposé, dans ce scénario, est qu'un président démocrate prenne le pouvoir dans une économie faible. Les marchés actions seraient probablement stables dans l'ensemble, avec un rebond cyclique à mesure que la croissance s'améliore. Les secteurs de la technologie, de l'industrie pharmaceutique et des soins de santé pourraient sous-performer en raison des réformes démocratiques. La convergence mondiale de la croissance et des politiques monétaires pousserait le dollar américain vers le bas.
- **Victoire d'un démocrate populiste** - Ce scénario suppose une économie en récession. Une croissance inférieure à la tendance et un programme démocrate populiste agressif conduiraient à un environnement négatif pour les actions. En particulier, les secteurs de la technologie, de la pharmacie, de la défense et de la santé sous-performeraient, tandis que les actions des secteurs de la construction et des ressources surperformeraient. Les taux d'intérêt pourraient remonter à mesure que la Fed assouplit sa politique, mais si des craintes de stagflation apparaissaient, la courbe de rendement pourrait s'accroître à mesure que les taux longs augmentent. Les perspectives négatives sur les prix des actifs américains et le resserrement des écarts de taux d'intérêt pourraient entraîner une dépréciation du dollar américain.

Déterminants clés pour les élections présidentielles de 2020

- **L'économie et l'emploi** - c'est l'un des rares domaines où Donald Trump a, jusqu'à présent, régulièrement obtenu de bons résultats dans les sondages au cours de son premier mandat. C'est sans doute le plus important aussi. Les électeurs font confiance à Donald Trump plutôt qu'aux démocrates du Congrès sur le pilotage de l'économie à 52 % contre 40 %, selon le sondage Politico/Morning Consult (du 5 au 7 avril 2019). L'économie a enregistré un taux de croissance élevé de 2,8 % en moyenne entre l'élection de Donald Trump et le premier trimestre de 2019. Il s'agit

là du taux de croissance le plus élevé depuis les 3,3 % enregistrés par Bill Clinton lors de son premier mandat. Si l'économie continue de croître au-dessus de la tendance et que le taux de chômage reste autour des 4 %, les électeurs pourraient passer outre les faibles niveaux d'approbation de Donald Trump et le réélire.

- **Retombées potentielles des enquêtes visant Donald Trump** - Selon le sondage NBC/WSJ réalisé du 23 au 27 mars, 40 % des Américains croient que le rapport Mueller n'a pas mis Donald Trump hors de cause, alors que 29 % en sont convaincus. Une destitution du président ne bénéficie pas d'un large soutien, selon un sondage du Washington Post réalisé entre le 26 et le 29 mars, dans lequel 41 % des personnes interrogées se sont prononcées en faveur d'une destitution et 54 % contre. Bien des incertitudes subsistent au sujet des enquêtes en cours à la Chambre menées par les démocrates et, ce qui est probablement plus important encore, au sujet des enquêtes des administrations locales qui pourraient avoir des retombées juridiques. La révélation de poursuites pénales ou la preuve formelle de comportements contraires à l'éthique pourraient affecter les perspectives de réélection de Donald Trump.
- **Opposant démocrate** - L'adversaire démocrate de Donald Trump aura un grand impact sur ses perspectives de réélection. Un candidat démocrate de l'establishment aurait plus de chances de battre Donald Trump qu'un candidat populiste : c'est ce que révèlent plusieurs sondages montrant qu'un démocrate de l'establishment comme Joe Biden battrait Donald Trump avec une marge plus importante que des candidats populistes tels que Bernie Sanders ou Elizabeth Warren. Il existe au sein du parti démocrate un clivage entre les candidats qui adoptent des politiques de gauche comme le *Medicare* (assurance-maladie) pour tous et ceux en faveur de changements progressifs plus modérés sur des questions comme les soins de santé. Donald Trump a dénoncé ce clivage en agitant la crainte que les démocrates seraient en train de devenir socialistes. Selon un sondage Harris/Hill TV réalisé les 21 et 22 juillet 2018, 76 % des Américains ne voteraient pas pour un socialiste, alors que 24 % n'y seraient pas opposés. Il faudrait probablement une récession américaine ou un profond soulèvement social pour que les Américains élisent un candidat démocrate populiste.

Conséquences pour les marchés financiers

Les marchés financiers réagissent déjà au début des campagnes présidentielles de 2020. L'anticipation par le marché d'un avantage précoce des démocrates entraîne l'intégration dans les cours de certaines des principales politiques des populistes démocrates, notamment le projet de loi de *Medicare* pour tous. Ceci a entraîné une importante sous-performance du secteur des soins de santé, dont le rendement total depuis le début de l'exercice s'établissait à -0,14 % au 22 avril, soit nettement en deçà des 16,7 % enregistrés par l'indice S&P 500. L'industrie a surperformé l'indice S&P 500 depuis le début de l'année, tandis que le secteur des matériaux est resté à la traîne. Il existe un potentiel de rebond des matériaux qui dépendra des prévisions de programmes d'infrastructure.

Il reste encore 21 mois avant l'élection présidentielle, mais la bataille a déjà commencé. Côté démocrate l'on compte déjà 20 candidats, ce qui, de mémoire récente, représente le nombre le plus important de candidats, tandis que les campagnes électorales et collectes de fonds sont bien engagées.

À l'heure actuelle, je crois que la probabilité que les républicains conservent la présidence est de 50/50, ce qui est une probabilité plus forte que celle avancée par les sondages actuels ou les prévisions du marché. Cette course électorale est marquée par une dynamique de tiraillement constante qui déterminera le résultat final et explique pourquoi les chances de Donald Trump restent stables. Les évaluations positives fondées sur les résultats économiques tirent dans un sens, tandis que les électeurs déçus par sa personnalité poussent dans l'autre. À ce stade, il est trop tôt pour savoir à quel point nous nous situons. Notre scénario de base prévoit que Donald Trump se présentera contre un démocrate de l'establishment. Dans un tel scénario, l'économie devrait continuer de croître à un rythme égal ou supérieur à la tendance. Il pourrait toutefois y avoir une divergence dans la performance des marchés financiers, les actions et le dollar américain enregistrant de meilleurs résultats en cas de réélection de Donald Trump, tandis que les taux d'intérêt sous-performeraient.

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

25 %
probabilité

Escalade continue des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

Analyse | Les négociations entre les États-Unis et la Chine ont pris une tournure surprenante avec une hausse de 10 % à 25 % des droits de douane sur 200 milliards de dollars de marchandises chinoises, ajoutant de ce fait de nouvelles pressions à la baisse sur le commerce mondial. L'incertitude à court terme a augmenté après l'annonce par les États-Unis de restrictions sur les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains. La prudence est donc de mise à court terme. D'un autre côté, cette augmentation tarifaire devrait être gérable pour la Chine. En effet, les décideurs politiques chinois sont mieux préparés que l'an dernier et les retombées des mesures politiques sont en train de se faire sentir. Pour ce qui est de l'avenir, la fenêtre permettant aux États-Unis et à la Chine de parvenir à un accord est encore ouverte. Les deux parties ont fait des avancées concrètes, mais les Présidents Trump et XI doivent encore régler plusieurs questions importantes. Tous deux devraient ressentir une pression accrue avec des difficultés plus importantes en perspective. Une augmentation des droits de douane sur les produits chinois restants d'une valeur de 300 milliards de dollars serait risquée pour les États-Unis, car, contrairement aux tranches précédentes, il s'agit essentiellement de biens de consommation.

Impact de marché | La question des droits de douane vient à nouveau troubler le commerce et l'incertitude à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier) et sur l'économie chinoise. Par conséquent, 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 hausse générale de l'aversion au risque (en raison des craintes de récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

25 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Le Royaume-Uni est plongé dans une crise politique profonde. Les conservateurs et les travaillistes ont été sanctionnés par les électeurs. Le grand vainqueur est le parti du Brexit de Nigel Farage. Boris Johnson a donc le vent en poupe pour succéder à Theresa May. Toutefois, rien n'est acté. La démission de Theresa May prendra effet le 7 juin. La procédure de recherche d'un successeur débutera le 10 juin. Theresa May restera en fonction jusqu'à la fin de la procédure. Les candidats ne manquent pas. Nous devrions être fixés fin juillet au plus tard. Il convient de noter que les partis résolument opposés au Brexit (tels que les Libéraux démocrates) ont également obtenu de bons résultats aux élections, ce qui accentue la polarisation de la situation politique et, donne peut-être même un argument supplémentaire aux partisans d'un second référendum. Il convient également de rappeler que les 27 pays de l'UE devront être unanimes le 31 octobre s'ils souhaitent valider une nouvelle extension du délai de sortie, qui n'est donc pas chose acquise. Dans ce contexte, la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord s'est renforcée et il est donc nécessaire de continuer à s'y préparer tant au niveau national qu'au niveau des entreprises. Mais en fin de compte, tout reste possible : Brexit sans accord, nouvelles élections, nouveau référendum, nouvelle extension de l'article 50, sans oublier qu'il n'est pas exclu que le gouvernement britannique puisse simplement révoquer l'article 50. La seule bonne nouvelle est que les partis protestataires/populistes européens sont de moins en moins nombreux à militer en faveur d'une sortie de l'euro (qui impliquerait une sortie de l'UE). La crise britannique serait-elle en train de les dégriser ?

Impact de marché | À court terme, l'incertitude risque de rester élevée tant que le nouveau Premier ministre ne sera pas désigné et elle pourrait même s'accroître encore si le prochain gouvernement adopte une approche conflictuelle avec l'Europe des 27. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques, avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués, se doit d'être suffisante pour attirer les investisseurs étrangers. Mais est-elle suffisante à l'heure actuelle ? Rien n'est moins sûr ! 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. Mais si un accord était approuvé ou l'article 50 révoqué, nous assisterions à l'effet inverse. La situation reste très binaire et donc peu propice à des recommandations à forte conviction.

Risque # 3

25 %
probabilité

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

Analyse | Début avril, le gouvernement italien a publié son dernier programme économique (pacte de stabilité et de croissance), intégrant les nouvelles prévisions pour le budget 2020 et au-delà. Ces prévisions sont désormais mieux

alignées sur le consensus, ce qui implique une croissance plus faible et une dégradation des finances publiques. Selon celles-ci, l'économie italienne devrait croître de 0,2 % en g.a. en 2019, avant une légère amélioration à 0,6 % en 2020. Le déficit devrait atteindre 2,4 % du PIB en 2019, diminuant progressivement par la suite pour atteindre 1,5 % en 2022. Toutefois, la combinaison d'une détérioration du profil de croissance et d'une réduction de l'excédent primaire devrait se traduire par une augmentation de la dette de 132,2 % du PIB en 2018 à 132,6 % en 2019. L'objectif pour 2022 est fixé à 128,9 %. En raison de l'augmentation de la dette en 2018 par rapport aux objectifs précédemment convenus, la Commission européenne a envoyé le 29 mai une lettre notifiant cette violation et demandant des éclaircissements quant aux facteurs spécifiques ayant entraîné cet écart. Pour accumuler encore plus de tension sur l'économie italienne, les résultats des élections européennes ont complètement inversé l'équilibre du pouvoir au sein de la coalition au pouvoir, la Ligue obtenant presque le double des voix du Mouvement cinq étoiles. Ce résultat s'est accompagné d'une forte participation électorale. La confrontation au sein du gouvernement et avec l'UE au sujet des règles budgétaires de la Commission a immédiatement refait surface accompagnée d'un risque accru de nouvelles élections. Bien qu'il n'y ait pas de volonté politique affirmée en ce sens, nous ne pouvons exclure la possibilité d'élections anticipées, la date la plus proche possible étant septembre (ce qui est toutefois très proche du début des débats sur le budget 2020 et ne serait par conséquent pas idéal d'un point de vue politique).

Impact de marché | Malgré un PIB du 1^{er} trimestre meilleur que prévu, marquant la fin de la récession technique de l'économie italienne du S2 2018, les marchés restent nerveux du fait des crispations du gouvernement italien à l'égard des règles budgétaires de l'UE. En outre, les tensions accrues au sein de la coalition gouvernementale ont accentué le risque d'élections anticipées et l'incertitude quant à la manière dont l'Italie va relever le défi du budget 2020, qui devrait neutraliser les hausses de TVA tout en organisant une révision ambitieuse des dépenses. Il n'y a, selon nous, pas de risque systémique à l'heure actuelle. 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 la contagion à d'autres marchés périphériques. En outre, la BCE a annoncé la mise en place de nouveaux TLTRO pour soulager le système bancaire. Dans ce contexte le risque de contagion aux *spreads* souverains périphériques et aux *spreads* de crédit d'entreprises devrait rester contenu.

Risque # 4

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | Les chiffres de croissance du PIB au T1 (+0,4% en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro) ont été un soulagement, les indicateurs de haute fréquence ayant annoncé plus de faiblesse au début de l'année. Pour l'instant, du moins dans les pays principaux, les difficultés économiques sont largement circonscrites au secteur manufacturier. De plus, le risque de droits de douane américains sur le secteur automobile européen est désormais moins imminent (Donald Trump ayant reporté sa décision de 90 jours). Toutefois, il existe un risque que le secteur manufacturier reste sous pression, notamment du fait du regain de tension entre les États-Unis et la Chine qui pèse sur les chaînes d'approvisionnement internationales, tandis que de nouvelles mesures tarifaires américaines contre l'Europe ne peuvent être totalement exclues. Le risque politique intérieur est également présent, en Italie, notamment, où la négociation du budget 2020 avec la nouvelle Commission européenne sera compliquée. Enfin, le risque de « Brexit sans accord », bien que repoussé, repart désormais à la hausse à la suite de la démission de Theresa May. Ces événements problématiques pourraient se concrétiser dans un contexte où les principaux facteurs de soutien de 2019, le marché encore dynamique de l'emploi et l'assouplissement des politiques budgétaires dans les grands pays perdent progressivement de leur vigueur pour des raisons cycliques et politiques.

Impact de marché | Étant donné qu'il ne reste que peu d'outils à la BCE pour faire face à un ralentissement et qu'une relance budgétaire coordonnée serait très difficile à mettre en œuvre en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen, un ralentissement majeur serait sans aucun doute négatif pour les actifs européens et l'euro.

Risque # 5

15 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine a fait preuve de plus de vigueur que prévu au T1 (+3,2 %), bien que la composition de la croissance ait été quelque peu volatile et ait envoyé des signaux contradictoires, puisque près de la moitié de la dynamique positive provient de la croissance des stocks et du commerce net. Les statistiques relatives au premier trimestre de cette année, bien que plus contrastées, tendent à confirmer notre vision en suggérant une tendance progressive à la croissance. Il convient toutefois de surveiller la performance du secteur manufacturier, pour lequel les données prospectives semblent annoncer quelques difficultés. Le regain de tensions sur le front commercial avec la Chine, avec la hausse des droits de douane, le risque toujours latent de droits de douane sur les voitures importées d'Europe (reporté de six mois) et les incertitudes dans le processus très important de ratification de l'AEUMC (ou ALÉNA 2.0) ajoutent de l'incertitude aux risques dans nos prévisions. Pourtant, dans notre scénario central, la croissance américaine va ralentir, du fait du ralentissement de la demande intérieure, qui devrait, néanmoins, faire preuve de résilience, en particulier la consommation, compte tenu de la vigueur du marché du travail et des perspectives favorables en matière d'inflation. Dans ce contexte, la probabilité de récession reste faible dans l'avenir prévisible et nous pensons que la Fed devrait maintenir le *statu quo*.

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. Au moment de rédiger ces lignes, les marchés ont commencé à intégrer deux baisses et demie des taux d'ici fin 2020, la première intervenant avant 2019. Mais à mesure que le cycle avance, le meilleur choix pour les investisseurs sera de limiter leur exposition au crédit. Côté actions, la sélection de thèmes, de secteurs et de valeurs spécifiques sera de plus en plus nécessaire.

Risque # 6

15 %
probabilité

Crise géopolitique d'ampleur au Moyen-Orient

Analyse | Bien qu'il y ait toujours des risques géopolitiques centrés sur le Moyen-Orient, les tensions entre les États-Unis et l'Iran ont pris de l'ampleur ces dernières semaines après que Donald Trump 1) ait annulé les dérogations qui avaient permis à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2) qu'il ait décidé de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaques contre des pétroliers dans le golfe Persique) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Un facteur non négligeable est que l'équipe de Donald Trump en charge des affaires étrangères et de la sécurité est maintenant beaucoup plus belliqueuse qu'en début de mandat, avec la nomination de personnalités telles que Mike Pompeo au département d'État et, plus encore, John Bolton comme conseiller à la sécurité nationale. Donald Trump paraît toutefois beaucoup plus pragmatique que ce dernier. Côté iranien, le risque d'un affrontement militaire avec les États-Unis est exacerbé par les divisions internes et la possibilité que le Corps des Gardiens de la révolution islamique puisse mener des opérations sans l'approbation totale des dirigeants du pays.

Impact de marché | Les prix du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait être préjudiciable aux classes d'actifs les plus risquées et provoquer une recrudescence des flux vers un dollar refuge. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier durable sur les cours du pétrole, étant donné le niveau élevé de la production américaine de gaz de schiste et les déclarations de l'Arabie saoudite et des EAU selon lesquelles ils seraient prêts à compenser toute réduction des exportations iraniennes.

Risque # 7

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | Les résultats des élections européennes se sont avérés, dans l'ensemble, conformes à ce que les sondages avaient indiqué, bien qu'avec une petite surprise « pro-institutions ». Parmi les principaux enseignements, on peut tout d'abord noter la baisse des votes en faveur des deux grands groupes politiques que sont les sociaux-démocrates et les chrétiens-démocrates ou droite modérée. Depuis 1979, ces deux partis ont contrôlé une majorité combinée au Parlement européen, mais c'est là désormais l'affaire du passé. Deuxième fait marquant, la montée en puissance d'autres forces dites « traditionnelles », le centre libéral pro-marché, dont le parti du président Macron, et, plus particulièrement, les Verts. Dans leur ensemble les forces pro-institutions et pro-européennes représentent environ 67 % des députés contre 70 % avant les élections. Finalement, l'autre grande leçon à retenir est que les partis d'extrême droite (ou eurosceptiques de droite) voient leur représentation passer d'environ 20 % à 25 %, les cas les plus importants étant l'Italie et la France, où l'extrême droite avec le Rassemblement national arrive en tête devant le parti du président de la République. Cependant, les scores des partis d'extrême droite restent en deçà des attentes dans d'autres pays clés comme l'Allemagne et les Pays-Bas, tandis que les partis d'extrême gauche sont passés de 10 % à 7 %. Dans l'ensemble, les partis radicaux et eurosceptiques combinés voient leur part totale passer de 30 % à 32 %, ce qui n'est pas le tsunami qui aurait pu réellement mettre les institutions à mal. Les deux grands partis traditionnels qui peuvent former une majorité en s'alliant au centre libéral ou avec les Verts rencontreront un peu plus de difficultés qu'auparavant, mais sans que celles-ci soient insurmontables. Les partis radicaux auront un peu plus de pouvoir, notamment via les comités parlementaires et ils pourraient essayer de proposer des amendements, mais sans être en mesure de bloquer des projets de loi clés, sauf sur des sujets où les forces dominantes sont très divisées. Un autre point notable est la hausse du taux de participation lors de ce scrutin. Le taux de participation aux élections européennes, qui historiquement était faible et en baisse, est, cette fois-ci, passé de 43 % à environ 50 %, ce qui montre un intérêt croissant pour les affaires européennes.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'un nouveau cycle de crises systémiques en Europe soit possible. 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, nous ne pouvons exclure un certain degré de tension sur les marchés et la difficulté pour les investisseurs extérieurs à comprendre les institutions européennes signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre les bons du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

Risque # 8

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du 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 plus 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 avec un accord probable entre les deux. 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 moins de demande extérieure 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 # 9

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.

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 70 %) : demande intérieure et services qui résistent malgré l'incertitude croissante sur les échanges commerciaux

- **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. Si certains signes de stabilisation se manifestent, les risques demeurent toutefois de plus en plus orientés à la baisse.
- **Le commerce mondial** est sous pression, mais son importance ne doit pas être surestimée : 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, puis zigzagué au cours des derniers mois et devrait à nouveau rencontrer des difficultés étant donné l'augmentation récente des surtaxes douanières sur les importations chinoises aux États-Unis. 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. La hausse des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis n'est pas de bon augure tout comme celles entre les États-Unis et le Mexique, tandis qu'une guerre commerciale entre l'UE et les États-Unis est une réelle menace. 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 mi-2020). En outre, nous estimons que la capacité de résistance de la demande intérieure est sous-estimée. Si effectivement le commerce mondial a fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, la croissance mondiale étant principalement tirée par la demande intérieure. Les services sont de moins en moins corrélés à l'industrie, ce qui s'explique par l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **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 (3,1 % 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 5,2 % en g.a. au T4 à 5,0 % 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 pensons qu'en l'absence de choc majeur sur ces dernières ou d'évolution significative de la confiance des entreprises et des consommateurs, la croissance devrait ralentir progressivement jusqu'à son potentiel en 2020. Les résultats des entreprises resteront sous pression, surtout si l'inflation s'accélère à nouveau, ce qui n'est pas à écarter étant donné que l'économie tourne dans des conditions proches du plein-emploi et que les surtaxes douanières pourraient être répercutées dans les prix, du moins en partie. La survenue d'une récession en 2019 ou 2020 nous semble peu probable, puisque la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier de revenus disponibles plus élevés. Toutefois, si les tensions commerciales et géopolitiques ne s'atténuent pas, 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 pourrait déclencher une contraction des bénéfices.
- **Zone euro** : la croissance a rebondi de 0,4 % en g.t. au premier trimestre, ce qui constitue un soulagement après un très faible S2 2018. Il est à noter qu'en Allemagne, la principale puissance économique de la

zone euro, la croissance ressort également à 0,4 % après deux trimestres de quasi-récession. Le niveau élevé des dépenses des consommateurs allemands a montré que les retombées des faiblesses du secteur manufacturier sur l'ensemble de l'économie étaient, jusqu'à présent, restées limitées. Toutefois, les données du T2 en zone euro restent mitigées : les indicateurs manufacturiers se sont stabilisés, mais certains d'entre eux continuent à faire état d'une contraction de l'activité, tandis que les indicateurs des services affichent une poursuite de l'expansion, bien qu'à un rythme modéré. Le marché du travail reste vigoureux dans l'ensemble avec quelques faiblesses en Allemagne. En termes de risques, l'économie de la zone euro reste exposée aux tensions commerciales. Malgré un sursis par rapport aux surtaxes douanières américaines sur les voitures européennes, Donald Trump ayant reporté sa décision à la mi-août, les entreprises européennes peuvent quand même être affectées par les tensions sino-américaines via les chaînes de valeur mondiales. Le Brexit revient également sur le devant de la scène, après l'accalmie d'avril, la démission de Theresa May augmentant à nouveau la probabilité d'une sortie de l'UE sans accord du Royaume-Uni. Enfin, en ce qui concerne la politique intérieure, le résultat des élections européennes a été un soulagement puisque les partis antisystèmes n'ont, malgré leur progression, pas obtenu plus de voix que ce que les sondages avaient anticipé. Cependant, la confrontation pourrait reprendre entre la coalition antisystème au pouvoir en Italie (la Ligue du Nord se sentant renforcée par ses gains aux élections) et les autorités européennes sur la question du budget italien 2020. En Allemagne, suite à la piètre performance aux européennes des deux partis de la coalition au pouvoir, les risques de rupture ont également légèrement augmenté.

- **Royaume-Uni :** la visibilité politique au Royaume-Uni est très limitée après l'annonce de la démission de Theresa May de son poste de chef du parti conservateur (et par conséquent de Premier ministre). Le parti conservateur va désormais élire un nouveau chef au cours de l'été, qui, en tant que Premier ministre, pourrait vraisemblablement adopter une approche plus dure sur le Brexit, augmentant le risque de sortie sans accord. Toutefois, étant donné que le Parlement reste fermement opposé à un « no-deal » et qu'il pourrait être en mesure d'empêcher un tel scénario, de nombreux scénarios de Brexit restent possibles, d'autant qu'un blocage politique menant à de nouvelles élections ne peut être exclu.
- **Chine :** le revirement surprenant des négociations entre les États-Unis et la Chine et les surtaxes sur 200 milliards de dollars de produits chinois ajoutent de nouvelles pressions à la baisse sur l'économie chinoise. L'incertitude à court terme a augmenté après l'annonce par les États-Unis de restrictions sur les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains. Ceci dit, la fenêtre permettant aux États-Unis et à la Chine de parvenir à un accord est encore ouverte et, si les deux parties ont fait des avancées concrètes, les Présidents Trump et Xi pourraient toujours perdre des plumes dans la bataille. La dernière augmentation tarifaire devrait encore être gérable pour la Chine puisque les décideurs politiques chinois sont mieux préparés que l'an dernier et les retombées des mesures politiques prises depuis le deuxième semestre 2018 sont en train de se faire sentir.
- **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 de fixation des prix (c'est-à-dire que leurs marges courent plus de risques que les prix de vente finaux). 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 prix du pétrole ont chuté de manière inattendue au cours des dernières semaines en raison de l'escalade de la guerre commerciale (le Brent tombant à près de 60 \$/baril). La stabilisation économique reste favorable, mais les tensions géopolitiques peuvent modifier radicalement le tableau d'ensemble sapant les projections de la demande sur les 12 prochains mois. Les préoccupations liées à l'OPEP et aux ruptures d'approvisionnement au Venezuela, en Libye, en Iran et récemment dans l'ensemble du Moyen-Orient sont installées pour la durée. Au final, les prix du pétrole continueront probablement d'évoluer de façon volatile dans une large fourchette. D'une part, les pressions sur l'offre continueront de pousser les prix à la hausse tandis que les craintes concernant l'évolution de la demande globale devraient les maintenir sous pression. Ainsi, tout bien pesé, nous nous en tenons à notre objectif de 60 à 70 \$/baril (Brent).
- **Souplesse pour la plupart des banques centrales :** la Fed fait preuve d'attentisme et nous ne prévoyons ni hausse ni baisse des taux en 2019, sauf dans le dernier cas, si certains risques baissiers se concrétisent, si les conditions financières se resserrent ou si l'inflation surprend à la baisse. Les risques sont très manifestement devenus asymétriques. 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 (pour lancement en septembre) dont les caractéristiques techniques devraient être très accommodantes : la BCE pourrait faire preuve de davantage de souplesse si la croissance continue de ralentir, avec un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. 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 25 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque

- Tensions commerciales croissantes, sans compromis, entre les États-Unis et la Chine
- 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, Italie) qui pourraient plomber 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. Des politiques budgétaires et monétaires contracycliques seraient rapidement mises en place (mais avec un certain retard).
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires et baisse de la liquidité des marchés.
- Craintes de récession aux États-Unis.
- Les banques centrales 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 et se rapprochent des tendances à long terme à mesure que la politique monétaire et les conditions financières s'assouplissent et accompagnent cette normalisation.
- 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 consommation des ménages au T1 a été plus faible que prévu, mais ce trou d'air pourrait être temporaire (« shutdown » des services publics, correction du marché au T4).
- La confiance des entreprises s'est nettement tassée par rapport à l'an dernier ce qui se traduit par un fléchissement des projets de dépenses et des investissements.
- Les pressions inflationnistes modérées, intérieures et extérieures, maintiennent l'IPC sous-jacent et global sous contrôle, pour un contexte d'inflation favorable tant que les prévisions restent stables. La Réserve fédérale devrait rester en pause cette année, mettant fin au resserrement quantitatif tout en restant attentive à tout changement des conditions financières, des perspectives économiques et de la dynamique de l'inflation

Facteurs de risque

- Les risques de surtaxes douanières pourraient peser sur les performances économiques, de manière directe (prix et commandes) comme indirecte (confiance). Plus la liste des produits visés par les surtaxes est longue, plus l'impact sur la demande intérieure des États-Unis est important
- Le regain d'incertitude politique pourrait freiner les nouveaux projets d'investissement de façon plus importante que prévu
- Les risques géopolitiques (Iran, Venezuela) pourraient constituer un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

Amélioration progressive attendue malgré d'importants risques

- Après une année 2018 très décevante, la croissance a rebondi au T1. Cependant, alors que la demande interne et le marché du travail sont porteurs, les indicateurs portant sur l'industrie restent très dégradés. Nous attendons une amélioration progressive durant le reste de 2019, mais les risques sont importants.
- La zone euro reste très exposée aux tensions commerciales internationales, même si la menace directe de droits de douane européens sur les automobiles européennes est devenue moins imminente. Après une accalmie en avril, le risque de Brexit sans accord est également remonté.

- 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

- La croissance a rebondi au T1, mais en partie grâce à des dépenses de précaution liées au Brexit. Le Royaume-Uni a obtenu de l'UE un délai supplémentaire pour le Brexit (jusqu'au 31 octobre) mais la Première ministre T. May n'a pas trouvé d'accord avec les Travailleurs pour ratifier l'Accord de Sortie de l'UE. La situation politique reste très volatile (incertitude sur la succession de T. May) et le risque de Brexit sans accord remonte.
- 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

La situation reste précaire

- Le PIB a progressé de 2,1 % au T1 en glissement trimestriel. Toutefois, c'est là le résultat de la faiblesse des importations et de l'accumulation des stocks, deux facteurs qui découlent d'une demande privée moins vigoureuse. Les dépenses de consommation comme les investissements des entreprises ont reculé par rapport aux niveaux du T4 2018.
- La production industrielle reste morose, les stocks atteignant leur plus haut niveau en six ans. La vigueur des exportations vers les États-Unis n'a pas entièrement compensé la faiblesse des expéditions vers l'Asie.
- Les investissements structurels sont soutenus par le développement urbain et les rénovations de bureaux. En revanche, les dépenses en machines restent faibles, l'économie chinoise tardant à faire naître les lueurs d'espoir susceptibles de stimuler les fabricants.
- Les hausses salariales régulières renforcent la consommation, mais les prix galopants des produits de première nécessité découragent les ménages. Le passage à une nouvelle ère avec le nouvel empereur pourrait en partie encourager les consommateurs.

- Les projets de dépenses d'équipement pour cette année sont en baisse.
- Les entreprises pourraient stopper, réduire ou reporter leurs investissements du fait de bénéfices anémiques et de l'escalade du conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine.

Chine

- Le revirement surprenant des négociations entre les États-Unis et la Chine et les hausses de droits de douane sur 200 milliards de dollars de produits chinois ajoutent de nouvelles pressions baissières sur l'économie chinoise.
- L'incertitude à court terme s'est accrue à la suite de l'annonce américaine de limiter les achats de Huawei auprès de fournisseurs américains, bien que la possibilité d'un accord commercial à venir soit toujours d'actualité. Les prochaines évolutions des États-Unis et de la Chine sont à observer de près à l'approche du G20 qui se tiendra au Japon en fin juin.
- Les exportations devraient à nouveau être touchées, mais peut-être moins qu'au T4 et avec une distorsion moindre.
- Les décideurs politiques semblent mieux préparés que l'an dernier, toutes les mesures étant d'ores et déjà sur la table, prêtes à être utilisées lorsque nécessaire.
- Par ailleurs, certains signes indiquent que les mesures de soutien mises en œuvre depuis le T3 commencent à avoir un impact sur l'économie réelle et qu'elles deviennent plus visibles.
- En l'absence de nouvelle escalade, le RMB devrait être en mesure d'éviter des dépréciations importantes, grâce au soutien des politiques et au contrôle des capitaux.

Facteurs de risque

- Incertitude sur les relations Chine / 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)

- Les chiffres relatifs à la croissance au T1 2019 ont, dans l'ensemble, été décevants dans la zone à quelques exceptions près (Chine et Taiwan). La dynamique négative a été confirmée par les statistiques de l'économie réelle, avec des données très faibles pour les exportations accompagnées d'un ralentissement de la demande intérieure.
- Les chiffres de l'inflation sont restés très modérés. Les cours du pétrole et des denrées alimentaires sont passés de négatifs à positifs, poussant l'inflation légèrement à la hausse. Les objectifs des BC ne sont pas menacés pour l'instant.
- Enfin, nous avons vu deux banques centrales de la région (Philippines et Malaisie) réduire leurs taux directeurs de 25 pb en raison de la faiblesse de l'économie et de l'inflation. De nouvelles mesures d'assouplissement sont en vue.
- Les résultats de trois élections importantes ont été officialisés (Thaïlande, Indonésie et Inde). Dans les trois cas, le statu quo a prévalu avec la victoire du président ou de la coalition en place. La victoire de Modi en Inde a été beaucoup plus nette qu'attendu.

- PIB du T1 2019 plus faible que prévu dans l'ensemble
- Inflation toujours très favorable. Les cours du pétrole et de l'alimentation font grimper l'inflation
- Les banques centrales de la région tendent vers plus de souplesse
- Les résultats des élections en Thaïlande, en Indonésie et en Inde confirment le statu quo

Amérique Latine

- Les chiffres du PIB de la zone au T1 ont fait preuve d'une faiblesse généralisée dans l'ensemble des pays (Mexique, Chili et Colombie pour n'en citer que quelques-uns). La demande intérieure a été touchée par des facteurs temporaires spécifiques.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Toutefois, dans les principales économies de la région, l'inflation a augmenté, passant à 4,4 % en g.a. au Mexique (au-dessus de l'objectif de Banxico) et atteignant le niveau inquiétant de 55,1 % en g.a. en Argentine.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés. La Banque centrale d'Argentine a assoupli sa zone de non-intervention pour défendre le peso.
- Les taux d'approbation des présidents des deux principaux pays (Brésil et Mexique) évoluent de façon très différente. Celui de Bolsonaro est en plein dérapage tandis que celui d'AMLO demeure élevé. AMLO a dernièrement annoncé l'arrêt des exonérations fiscales pour de nombreuses entreprises. De telles décisions n'ajouteront pas grand-chose aux revenus (petite contribution), mais elles fonctionneront en termes de popularité.

- Les chiffres du PIB du T1 publiés jusqu'à présent sont globalement médiocres
- L'inflation est modérée dans l'ensemble, mais plus élevée que souhaité au Mexique et en Argentine
- La BCRA a assoupli la zone de non-intervention
- La cote de popularité du président brésilien Bolsonaro est en baisse

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: croissance du PIB réel de 2,2 % 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, mais pas de miracle

- Les indicateurs haute fréquence sont encore très faibles et les récentes pressions monétaires causées par un contexte extérieur faible pour les pays émergents et un remaniement ministériel ne simplifient pas les choses. Compte tenu du PIB nul au T1, nous avons abaissé nos prévisions pour 2019 de 1,4 % en g.a. à 0,8 %.
- 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

- Le PIB de la Turquie a diminué de 2,7 % en ga au T1-19, un peu moins qu'au trimestre précédent (-3% en ga). Alors que la consommation privée a moins ralenti qu'au T4-18, l'investissement a de nouveau chuté de 13% en ga. Comme anticipé, les dépenses du Gouvernement ont fortement augmenté (+7.2% en ga). Nous n'attendons pas d'amélioration à court terme.
- 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
- Relâchement trop rapide de la BC, politique budgétaire assouplie, ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 juin 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	0,9	0,7	1,0	0,9	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	1,3	2,1	3,7	4,3	4,7
Russie	2,2	1,5	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,4	6,2	6,6	4,0	3,4	4,6
Indonésie	5,2	5,0	5,3	3,2	3,5	4,2
Chine	6,6	6,2	6,1	2,1	2,2	2,5
Turquie	2,9	-1,5	1,5	16,2	15,6	12,9
Pays développés	2,2	1,7	1,7	2,0	1,6	2,0
Pays émergents	4,9	4,4	4,7	4,0	3,9	3,9
Monde	3,8	3,3	3,5	3,2	3,0	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	24/05/2019	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					
	24/05/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,16	2,20/2,40	2,05	2,20/2,40	1,99
Allemagne	-0,63	-0,60/-0,40	-0,67	-0,60/-0,40	-0,66
Japon	-0,15	-0,20/0,00	-0,17	-0,20/0,00	-0,18
Royaume-Uni	0,66	0,60/0,80	0,61	0,70/0,90	0,62

Taux 10 ans					
	24/05/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,32	2,40/2,60	2,35	2,40/2,60	2,39
Allemagne	-0,12	0,05/0,20	-0,02	0,05/0,20	0,05
Japon	-0,07	0,00/0,10	-0,03	0,00/0,10	0,01
Royaume-Uni	0,97	1,10/1,30	1,05	1,15/1,35	1,10

Prévisions de change					
	23/05/2019	Amundi + 6m.	Consensus T3 2019	Amundi + 12m.	Consensus T1 2020
EUR/USD	1,12	1,13	1,14	1,17	1,17
USD/JPY	110	109	110	107	108
EUR/GBP	0,88	0,87	0,86	0,86	0,85
EUR/CHF	1,12	1,14	1,13	1,15	1,15
EUR/NOK	9,80	9,40	9,54	9,30	9,43
EUR/SEK	10,75	10,40	10,50	10,20	10,35
USD/CAD	1,35	1,32	1,32	1,30	1,31
AUD/USD	0,69	0,70	0,72	0,69	0,74
NZD/USD	0,65	0,66	0,67	0,66	0,68
USD/CNY	6,91	6,70	6,72	6,70	6,70

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 - adamkaz - Tetra Images

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