

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

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

**LE THÈME DU MOIS**

**ITALIE :  
UN PARCOURS LONG ET SINUEUX**

Research  
& Macro  
Strategy



## VUES DES CIO

Les banques centrales alimentent les marchés :  
illusion et réalité

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

**De complaisance à prise de conscience des fragilités, la transition du marché bat son plein.** La correction de mai est un des éléments de cette transition, tout comme la récente reprise alimentée par les banques centrales (BC) redevenues accommodantes. Les investisseurs avertis devraient s'accorder sur le fait qu'en phase de fin de cycle et avec des tendances de marchés matures, une amélioration des fondamentaux et une actualité politique positive sont nécessaires pour maintenir une tendance haussière durable des actifs à risque. Or, de telles améliorations sont difficilement envisageables à court terme. Les indices PMI déclinent pendant que la « qualité » de la croissance se détériore. Les indicateurs globaux de la croissance restent modérément positifs et proches de nos attentes d'il y a quelques mois, mais sa structure a évolué, et, au-delà du ralentissement de la croissance des échanges, la plupart de ses composantes préoccupent les décideurs politiques. Parmi celles-ci, nous sommes particulièrement attentifs au ralentissement de la croissance des investissements. La demande intérieure, en revanche, reste saine, grâce à des marchés du travail vigoureux.

**Cet équilibre peut-il tenir, au vu de la hausse généralisée des vulnérabilités ?**

À notre avis, les actifs à risque continueront d'être confrontés à d'importants obstacles, et notamment des corrections brutales en cas de publication de données inférieures aux attentes, des déceptions liées aux négociations commerciales ou encore des ajustements de prévisions en fonction de changements apportés aux politiques des BC qui continueront à générer de la volatilité. Dans un tel contexte, **l'action des BC revêt à nouveau une importance capitale** et les marchés du monde entier intègrent d'ores et déjà des baisses de taux dans les cours, avec 100 pb de baisse anticipés aux États-Unis d'ici la fin de 2020 mais également des baisses attendues en Europe, au Japon, au Canada, en Australie et en Nouvelle-Zélande. **Les promesses de baisses des taux d'intérêt et d'assouplissement des conditions financières permettront probablement de maintenir le « conte de fées »** et d'aider les marchés à éviter des baisses prolongées des cours boursiers. Toutefois, **le risque d'erreurs de politique monétaire des BC subsiste** et la frontière entre baisses « préventives » ou « réactives » des BC est très mince. Ainsi une baisse préventive des taux de la Fed serait probablement reçue favorablement par les marchés actions, mais une baisse perçue comme étant réactive, ou comme amorçant un cycle d'assouplissement plus agressif, serait probablement une source d'inquiétude pour les investisseurs, et pourrait les pousser à voir dans les chiffres un risque de récession plus important.

**Peut-on s'attendre à des évolutions positives en cours de route ?**

Si notre scénario central se confirme, la Fed pourrait procéder à une baisse préventive dès cette année, satisfaisant ainsi l'appétit de liquidité des actifs à risque. De plus, des taux plus bas aux États-Unis concèderaient à la Chine une marge plus importante pour l'assouplissement de sa politique monétaire. Une stabilisation de la croissance pourrait être possible. Les pays d'Europe disposant d'une marge de manœuvre budgétaire pourraient bénéficier d'une impulsion soutenant la demande intérieure. Aux États-Unis, sur ce point, il faudra attendre les élections de 2020. Enfin, un accord entre la Chine et les États-Unis serait salué par les marchés. Une telle issue reste possible à moyen terme, même si les tensions entre les deux pays persistent et sont en réalité le reflet de stratégies géopolitiques plus profondes et à plus long terme.

Abstraction faite de l'imprévisible, nous nous concentrons sur ce qui peut raisonnablement être anticipé, à savoir, **une nouvelle extension de ce cycle extra-long**, et construisons nos stratégies d'investissement autour des convictions suivantes :

- **Une vue positive sur les produits de crédit et de spread.** La recherche de rendement est clairement au centre de l'attention, grâce à la souplesse réaffirmée des BC. Notre approche reste prudente et flexible afin d'éviter les zones de fragilité ;
- **Une vue constructive sur les obligations émergentes.** Les ME bénéficient du soutien d'une Fed accommodante et de l'affaiblissement attendu du dollar américain. Mettre l'**accent sur la vulnérabilité** (investissement dans

les pays les moins fragiles) sera essentiel à ce stade du cycle, car une demande plus faible de la part des marchés développés pourrait impacter certains émergents;

- **Une vue modérément défensive sur les actions.** Faute d'un soutien fondamental fort, nous préférons jouer le scénario du « conte de fées » via le crédit. Cela dit, **les marchés actions européens semblent avoir déjà intégré le scénario du pire dans les cours.** Les valorisations sont attractives et de belles surprises pourraient soutenir la classe d'actifs sur une base relative;
- **Un marché des changes comme instrument liquide pour tirer profit des différends commerciaux** et de l'incertitude politique.

*La marge d'erreur dans ce type de marché est faible, car les gains et pertes potentiels présentent un profil asymétrique. Nous recommandons un positionnement prudent face au risque. Il nous paraît essentiel de protéger les gains réalisés depuis le début de l'année (qui ne sont pas loin de nos objectifs de début d'année), car nous sommes bien conscients de l'augmentation générale des fragilités.*

## Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Approche encore prudente avec quelques opportunités parmi les actifs à risque.

## Changements par rapport au mois dernier

➔ Regain d'optimisme sur le crédit IG en euros et les obligations émergentes (tactiquement en devise locale aussi) et prudence sur le crédit d'entreprises américaines

➔ Optimisme accru sur les actions de l'UE

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

## MACRO

## Tentative de prolongement du cycle par les banques centrales

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

La BCE et la Fed ont communiqué de façon concordante qu'elles étaient prêtes à agir « si nécessaire ». Leur ton contraste avec les conditions économiques actuelles. En effet, la demande intérieure des deux côtés de l'Atlantique demeure résiliente, notamment en ce qui concerne la consommation des ménages, qui bénéficie toujours des bonnes performances du marché du travail. Certes, le secteur manufacturier et le commerce mondial sont en berne et les investissements des entreprises devraient ralentir aux États-Unis, et nous constatons depuis quelques années que la corrélation entre l'industrie et les services tend à diminuer. Cela dit, une pression accrue sur le secteur manufacturier implique un risque accru de propagation de la faiblesse à l'ensemble de l'économie. Or c'est précisément ce que les banques centrales (BC) craignent aujourd'hui, en plus de l'inflation, qui est trop faible à ce stade du cycle.

**La BCE a révisé ses prévisions économiques, mais à la marge.** La croissance plus forte que prévu au premier trimestre a permis à la banque de relever ses chiffres pour la zone euro en 2019 (de 1,1 % à 1,2 %), elle a, en revanche, révisé à la baisse ses prévisions pour 2020 (de 1,6 % à 1,4 %). La BCE s'inquiète de l'affaiblissement des anticipations d'inflation. Les entreprises ne disposent pas d'un pouvoir de fixation des prix suffisant pour répercuter les hausses salariales sur les prix de vente. **Le ton de la BCE s'explique par la combinaison d'une croissance modérée, d'anticipations d'inflation en baisse et de risques baissiers accrus.** Ainsi, si elle ouvre la porte à une baisse des taux, c'est pour éviter que l'euro ne s'apprécie « par défaut » (en cas de baisse des taux directeurs de la Fed intervenant plus tôt que prévu). Par ailleurs, la perspective d'un nouveau programme d'achat de titres vise à maintenir des conditions de crédit très accommodantes. Enfin, les conditions généreuses des TLTRO-III visent à garantir aux banques un financement bon marché pendant une période prolongée.

“La BCE et la Fed ont communiqué de façon concordante qu'elles étaient prêtes à agir « si nécessaire ».”

**Du côté de la Fed**, la balance penche résolument vers la souplesse avec la disparition du terme « patience » dans son communiqué du 19 juin. Les perspectives économiques, malgré des investissements des entreprises attendus en baisse, ne justifient pas pleinement les baisses de taux intégrées dans les cours du marché, et le président de la Fed, Jerome Powell, a pris soin de ne pas alimenter de telles attentes. **Toutefois, la Fed et la BCE prennent très au sérieux le risque d'augmentation des tensions protectionnistes entre les États-Unis et la Chine.** La zone euro est environ deux fois plus sensible au commerce mondial que les États-Unis. Une chute de la demande mondiale pourrait donc s'accompagner de pressions désinflationnistes indésirables si l'euro s'appréciait au même moment. La BCE devrait désormais préciser ses intentions et ses orientations prospectives lors de sa prochaine réunion du Comité de politique monétaire (25 juillet). La prochaine réunion du FOMC (31 juillet) pourrait également être l'occasion de donner quelques indices supplémentaires en ce qui concerne la politique de la Fed. Enfin, on notera que si la BCE et la Fed ont explicitement mentionné les risques liés au commerce, **aucune des deux BC n'a souligné ce que la croissance doit à l'augmentation de la dette publique et privée.**

Pour assurer la solvabilité des agents endettés, il n'y a rien de tel que de maintenir les taux d'intérêt artificiellement bas (c'est-à-dire bien en deçà de la croissance du PIB nominal) – en plus du fait que la politique monétaire, en maîtrisant la charge de la dette, ouvre, au besoin, des possibilités de stabilisation budgétaire complémentaire.

MD = Marchés développés, ME = Marchés Émergents, BC = Banque centrale, BCE = Banque centrale européenne, Fed = Réserve fédérale  
ERP = La prime de risque sur actions correspond à l'excédent du rendement des investissements en actions par rapport au taux sans risque. TLTRO : les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) sont des opérations de l'Eurosystème qui permettent le financement d'établissements de crédit sur une période donnée.

## Le point de vue des stratégestes

### Le casse-tête des marchés

#### Marché des taux : fin de l'effet Trump

Le marché obligataire a désormais éliminé les effets de relance liés à la réforme fiscale de Donald Trump aux États-Unis et les anticipations d'inflation sont revenues à leurs niveaux d'avant Trump. Le taux américain à 30 ans se situe également aux niveaux d'avant les élections présidentielles, tandis que le taux à 10 ans demeure légèrement plus élevé. En revanche, ce qui a radicalement évolué par rapport à 2016, c'est la forme de la courbe américaine, qui est maintenant nettement plus plate (et inversée négativement à court terme), la Fed ayant normalisé ses taux d'intérêt. Tandis que les incertitudes en termes de croissance et les différends tarifaires s'intensifiaient au cours des derniers mois, les marchés ont rapidement intégré un début de cycle de resserrement dans les cours, ce qui a entraîné une pentification haussière de la courbe à terme.

#### La faiblesse des PMI est-elle intégrée dans les cours ?

La correction des marchés actions de mai, faisant suite, entre autres facteurs, à la détérioration des indices PMI, a été profonde et a ramené la prime de risque liée aux actions à des niveaux inférieurs à la tendance, dégagant un peu d'espace pour un rebond à court terme. Ce rebond peut-il s'avérer durable compte tenu de la baisse des PMI ? Au vu des niveaux des indices PMI, nous ne voyons que peu de place pour une progression des marchés actions. Dans le but d'évaluer l'impact des PMI sur les marchés financiers, nous avons identifié différents scénarios de PMI. Le scénario actuel (PMI manufacturier américain dans une fourchette de 50 à 53) est historiquement associé à une croissance des BPA d'environ 3 %, bien inférieure aux 10 % attendus par les analystes et intégrés dans les cours boursiers. Si l'on considère le marché des taux d'intérêt, l'écart entre les prévisions intégrées effectivement dans les cours avec ce qui serait « cohérent avec les indices PMI » est moindre et le scénario actuel exigerait des réductions de taux qui ne sont pas trop éloignées de ce que les taux courts intègrent à l'heure actuelle.



## GESTION DIVERSIFIÉE

# L'heure est venue de jouer les BC et la politique

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

**Nous anticipons toujours un contexte de cycle tardif avec des BC ultra-accommodantes.** Les préoccupations liées à la croissance et les différends commerciaux restent les principaux risques noircissant le tableau. Sur les échanges commerciaux en particulier, bien que nous nous attendions toujours à ce qu'un accord soit conclu dans l'année entre les États-Unis et la Chine, nous ne voyons aucune solution à court terme. L'incertitude pourrait rester élevée en ce qui concerne les risques géopolitiques.

### Des idées à conviction forte

Nous restons **défensifs sur les actions**, car les risques de révisions négatives des BPA restent élevés et nous préférons chercher du potentiel haussier en exploitant des thèmes clés, tels que les divergences entre la croissance et les politiques des banques centrales ou les sujets d'ordre politique.

En ce qui concerne les **titres obligataires**, le scénario de « conte de fées » engendré par la souplesse des banques centrales reste notre scénario central, et nous ne prévoyons pas de récession dans les prochains mois. C'est la raison pour laquelle nous pensons que le thème de la « chasse au rendement » reste au premier plan. Nous privilégions donc de plus en plus les obligations d'entreprises, notamment celles de qualité *investment grade*, qui s'appuient sur des facteurs techniques solides et un contexte de taux faibles. Dans ce domaine nous préférons les entreprises européennes aux américaines en raison de leurs fondamentaux qui sont meilleurs et des tendances techniques favorables qui les soutiennent, d'autant que les coûts de couverture du dollar américain sont élevés.

**Nous avons revu nos prévisions de taux à la baisse** et gardons une préférence pour le taux américain à 5 ans par rapport au taux allemand de même échéance. Nous restons également négatifs sur le taux allemand à court terme (2 ans) dans lequel nous ne voyons plus de valeur. Au Royaume-Uni, l'affaiblissement des perspectives de croissance, conjugué à la vulnérabilité des taux nominaux à des corrections brutales, renforce notre vision défensive des taux réels britanniques (10 ans). En Norvège, l'économie intérieure vigoureuse continue de soutenir la fermeté de la banque centrale, qui est à comparer au biais plus accommodant de la BCE qui est toujours confrontée à des risques économiques à la baisse.

Nous continuons par conséquent à préférer la couronne norvégienne à l'euro. Sur le front des **opportunités de valeur relative**, nous préférons le *spread* Italie-Allemagne à 10 ans par rapport au *spread* à 2 ans, car nous pensons qu'il est plus intéressant en termes de portage et offre un plus grand potentiel de resserrement.

Un thème politique sur lequel nous misons actuellement est la possibilité que Donald Trump se retire de l'ALENA par décret présidentiel. Ceci permettrait d'accroître la pression sur les démocrates d'un côté et sur le Mexique de l'autre. Nous matérialisons ce thème du risque commercial par le biais des devises en privilégiant le dollar américain par rapport au dollar canadien. Nous ne nous attendons pas à ce que le processus de ratification déraile complètement, mais nous cherchons à nous protéger en cas de réalisation du scénario négatif.

**Les marchés émergents sont dans l'ensemble toujours intéressants**, d'autant plus que la menace des taux américains et du raffermissement du dollar s'estompe. Nous restons globalement neutres sur les actions émergentes mondiales, avec toutefois quelques préférences régionales, comme la Corée et la Chine, qui pourraient bénéficier d'un regain de visibilité autour des négociations commerciales ou d'une amélioration de la demande intérieure. Sur la dette émergente, nous recherchons toujours le rendement via des **opportunités sélectionnées et une préférence pour la dette en devise forte par rapport à celle libellée en devises locales**. Côté devises émergentes, nous privilégions la roupie indonésienne, le réal brésilien et le rouble russe par rapport au rand sud-africain.

“Le biais accommodant de la BCE rend l'IG Euro plus attractif.”

## Risques et couverture

Le marché se concentre toujours sur les risques d'une guerre commerciale (États-Unis contre Chine, mais aussi avec la zone euro, le Mexique et le Canada) et certains enjeux géopolitiques (situation tendue dans le golfe d'Oman) et leur impact sur les perspectives de croissance. Nous conseillons le maintien de couvertures en préférant notamment le yen par rapport au dollar, qui devrait surperformer en cas d'escalade des risques géopolitiques.

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

### Volatilité des taux sur fond d'incertitude liée aux politiques monétaires

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Deux thèmes clés devraient animer les marchés obligataires : 1. l'impact d'une guerre commerciale sur les perspectives de croissance et 2. le ton accommodant de la Fed et de la BCE dans le futur. Ces deux thèmes sont étroitement liés, car ils déterminent les anticipations du marché quant à l'évolution de la politique des banques centrales, qui, de leur côté, surveillent l'évolution de la croissance et les conditions financières pour articuler leur policy-mix.

L'on observe par conséquent une forte compression des rendements vers des niveaux historiquement bas, les marchés étant, à notre avis, trop complaisants dans leur anticipation de baisses des taux de la Fed et le maintien d'une volatilité accrue sur les marchés obligataires. Il est capital d'être prêt à ajuster tactiquement les positionnements sur la duration et à exploiter les opportunités de courbes et de portage en étant sélectif pour éviter les zones de complaisance, les mauvais fondamentaux ou les risques de liquidité non rémunérés.

#### Obligations des marchés développés

Nous nous attendons à ce que les taux du Trésor américain restent soutenus, en raison des risques baissiers accrus pesant sur la croissance et de la faible visibilité sur les questions commerciales qui, selon nous, appellent à la prudence. Les TIPS ont du potentiel. Malgré la faiblesse des données d'inflation ces derniers temps, une escalade de la guerre des tarifs douaniers aurait tendance à stimuler l'inflation à court terme, un phénomène qui est actuellement complètement absent des préoccupations des investisseurs. Or les mesures des anticipations d'inflation du marché (par exemple, le point mort d'inflation) sont à niveaux extrêmement bas.

En Europe, du point de vue de la valeur relative, nous regardons les principaux pays périphériques d'un bon œil, avec une préférence pour l'Espagne par rapport à l'Italie en raison du risque politique plus élevé et d'éventuelles alertes concernant le déficit budgétaire (bien que le taux italien à 30 ans pourrait être un segment intéressant à surveiller). Nous voyons des opportunités sur la courbe des taux en euro (par exemple, en misant sur un aplatissement du segment de 5 à 30 ans).

## Crédit

Le crédit est plutôt bien rémunéré au vu des perspectives actuelles, mais nous recommandons néanmoins une approche sélective, avec une préférence pour l'*investment grade* en euros et le segment court terme de la courbe de crédit. Aux États-Unis, compte tenu des risques en hausse nous recommandons encore des stratégies de « portage prudent » ce qui doit se traduire par une réduction du risque global et une amélioration de la qualité. Dans les secteurs de qualité quasi-souveraine, nous considérons que les MBS d'Agences sont particulièrement attractifs par rapport aux bons du Trésor nominaux. Nous continuons à miser sur les solides fondamentaux du secteur de la consommation dans le segment des titres structurés.

“Les marchés ont intégré une baisse trop importante des taux de la Fed. Ceci accroît le risque de déception.”

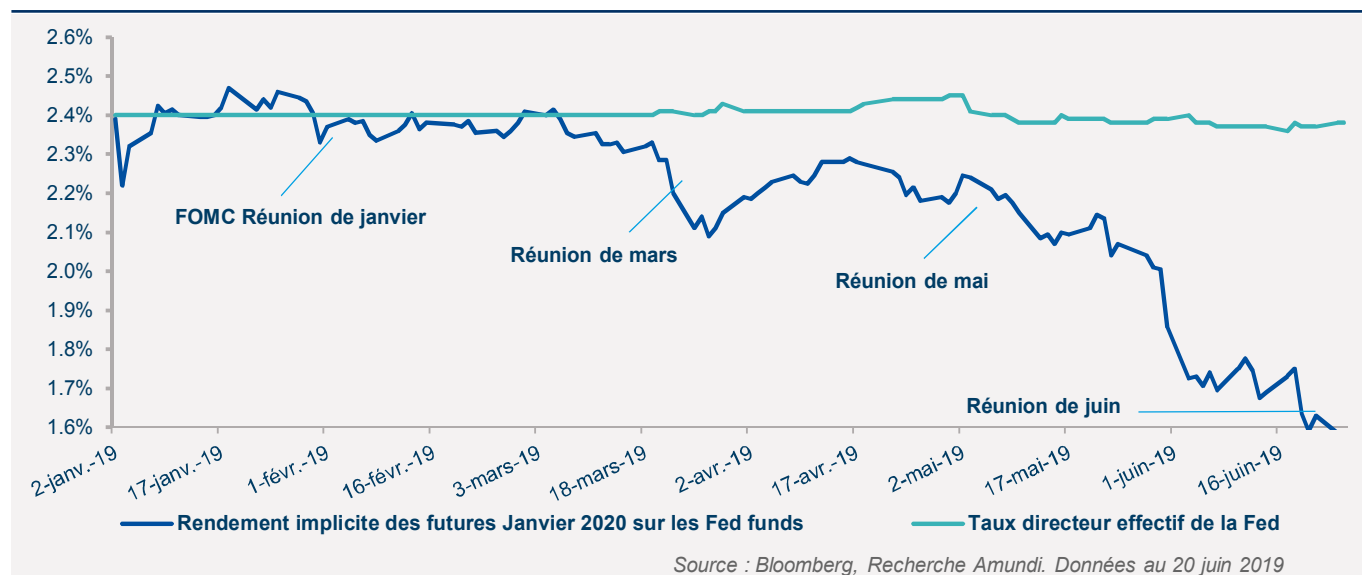
## Obligations des marchés émergents

Malgré les tensions commerciales récentes, les performances de la dette locale et en devises fortes des pays émergents ont été positives et ont bénéficié d'un resserrement des spreads. La possibilité de voir des baisses des taux de la Fed dès cette année et les rendements « plus faibles pour plus longtemps » dans les marchés développés devraient jouer en faveur des actifs émergents. **Nous sommes positifs quant à la durée de la dette émergente locale** (Brésil, Indonésie, Russie et Afrique du Sud) **car nous pensons que les taux des ME peuvent surperformer dans différents scénarios macroéconomiques** en raison de prévisions d'inflation ancrées. Nous restons **prudents face à la dette émergente en devise locale**, en particulier dans les économies asiatiques sensibles à la Chine et à faible rendement, mais **nos perspectives se sont améliorées sur le plan tactique**, étant donné la stabilité du dollar américain.

## Marché des changes

Le **dollar américain** demeure l'une des monnaies affichant les rendements les plus élevés parmi les principales monnaies des pays développés et pourrait offrir une certaine protection contre une escalade du conflit commercial. Nous privilégions la **prudence sur l'euro**. Parmi les devises émergentes nous en préférons certaines d'Europe de l'Est et d'Amérique latine (BRL et RBL), tout en restant prudents sur les monnaies asiatiques (KRW, TWD, et SGD) plus vulnérables au protectionnisme.

## Baisses des taux de la Fed intégrées par le marché





## ACTIONS

# Miser sur les valeurs cycliques de qualité en évitant les proxys obligataires

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

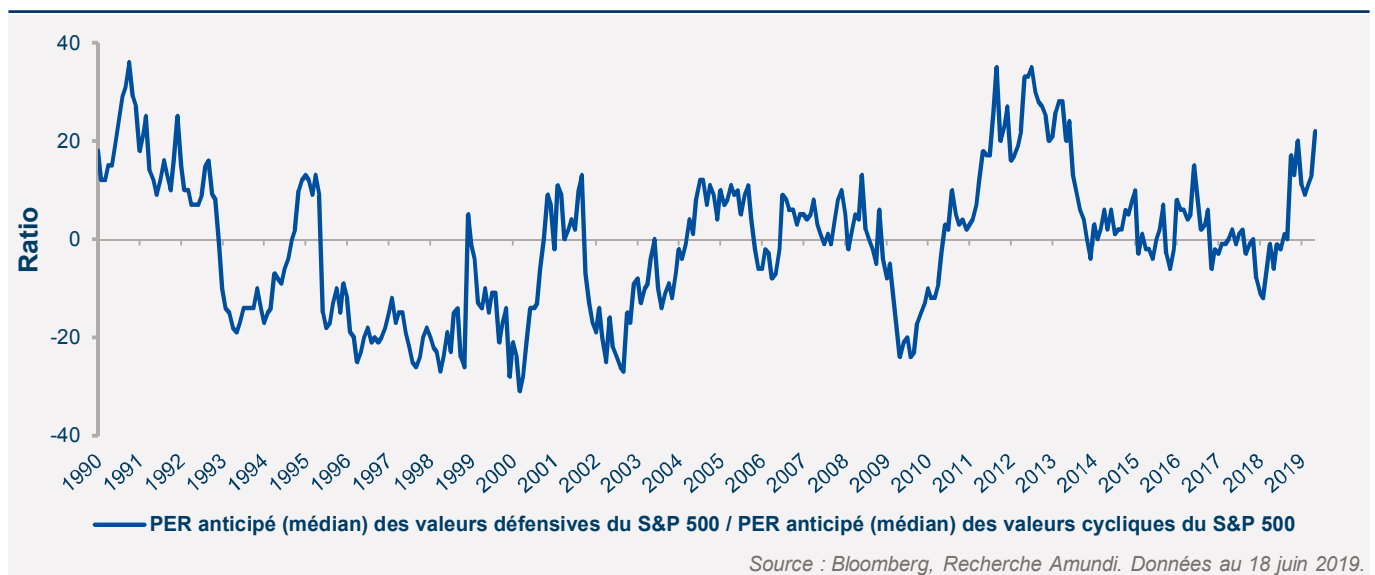
### Évaluation globale

La reprise du marché actions a été stoppée début mai en raison d'inquiétudes concernant les tarifs douaniers américains, mais le repli fut bref et le marché s'est rapidement redressé, pour renouer avec ses sommets historiques. Un aspect singulier de ce marché est que sa reprise des premiers mois de 2019 ne s'est pas accompagnée de flux entrants, ce qui est particulièrement vrai des actions des pays développés. Dans un contexte de taux bas et de cycle prolongé, avec des fondamentaux macroéconomiques détériorés, mais en cours de stabilisation, nous pensons que les actions pourraient continuer à trouver du soutien, grâce à des valorisations intéressantes (dans certains segments), un faible positionnement des investisseurs et des facteurs potentiellement favorables à une extension du cycle (politique monétaire accommodante et zones dans lesquelles l'orientation budgétaire est favorable en Europe). Néanmoins, tant que les niveaux d'incertitude resteront élevés, le marché demeurera vulnérable. La volatilité et la dispersion des valorisations pourraient offrir des opportunités de sélection active des valeurs.

### Actions des marchés développés

Les marchés européens semblent plus attractifs que le marché américain du point de vue des valorisations. En effet, la saga du Brexit, la situation politique italienne, l'exposition aux différends commerciaux et la faible croissance ont alimenté un certain désamour pour les valeurs européennes. Cette perception pourrait changer si un accord était trouvé pour le Brexit et en cas d'amélioration sur le front commercial entre les États-Unis et la Chine. Nous ne pensons pas que les actions européennes progresseront du fait d'une croissance des bénéfices d'ici à l'an prochain et nous nous attendons plutôt à voir des révisions à la baisse des résultats, mais de manière inégale selon les secteurs et les valeurs. Un tel environnement se prête aisément à la sélection d'opportunités

### Valeurs défensives atteignant des valorisations extrêmes



inter- et intra sectorielles. D'un point de vue général, nous préférons les segments cycliques aux défensifs qui, selon nous, sont devenus trop chers. Nous apprécions les valeurs industrielles de haute qualité présentant des bilans solides, dont certaines intègrent des perspectives très négatives, et nous voyons également des opportunités dans le secteur de la santé. Nous observons l'existence de quelques opportunités tactiques parmi les banques européennes qui, dans l'ensemble, se négocient à des valorisations extrêmement faibles. Le risque à la baisse des banques européennes est bien connu, mais les anticipations implicites sont exagérément faibles pour certaines des principales banques européennes de meilleure qualité.

Aux États-Unis, le segment *value* est à son plus bas niveau depuis la bulle technologique et la crise financière. Une performance solide dans ce domaine exigerait cependant un contexte reflationniste qui n'est pas perceptible à ce stade du cycle. Toutefois, les positionnements fortement vendeurs et les valorisations extrêmes conduisent à préférer certains segments du secteur *value*, parmi lesquels des valeurs cycliques de qualité présentant des caractéristiques de croissance à long terme, mais dont le cours intègre des prévisions de récession, certains distributeurs relativement isolés de la pression imposée par les vendeurs en ligne, certaines méga-banques stabilisées via la régulation et qui disposent de la taille critique et des technologies pour s'imposer. L'une de nos convictions les plus fortes est que les « actions de substitution aux obligations » sont fortement surévaluées (c'est le cas, notamment, de certaines actions du secteur des biens de consommation de base ou des services aux collectivités).

### Actions émergentes

À l'heure actuelle, nous pensons que le conflit commercial opposant les États-Unis et la Chine est le principal élément déclencheur pouvant stimuler ou affecter négativement la classe d'actifs. Malgré des perspectives plutôt constructives pour les actions émergentes, fondées sur notre espoir de voir enfin un accord définitif (ou du moins partiel) et une stabilisation des bénéficiaires, nous prévoyons des épisodes de volatilité à court terme. C'est pourquoi nous sommes désormais un peu plus défensifs à l'égard de la Chine. Nous nous concentrons sur les marchés où les valorisations semblent être en mesure de rester favorables et où le risque idiosyncrasique est moins prononcé, et évitons les secteurs les plus exposés à de possibles taxes douanières.

“ Dans la recherche de rendement, certaines actions de substitution aux obligations sont devenues trop chères des deux côtés de l'Atlantique. Malgré des valorisations bon marché, les secteurs value ne constituent pas des achats pour eux-mêmes, mais dans le cadre d'une sélection.”



Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		L'extension du marché haussier compte de plus en plus sur un cycle d'assouplissement amorcé par la Fed. Entre temps, les révisions à la baisse de résultats n'ont aucune raison de s'arrêter compte tenu du ralentissement de la croissance mondiale. Les perspectives du marché restent donc inchangées dans l'ensemble. Les opportunités se situent au niveau des secteurs/valeurs car les risques sont encore très asymétriques.
	Europe	=/+	▲	Certains arguments en faveur d'un positionnement relatif plus positif sur les actions européennes se fondent sur la stabilisation des perspectives économiques et la réduction des risques politiques, une convergence de la croissance des résultats avec le reste du monde et des valorisations attractives sur une base relative. Les investisseurs pourraient encore bénéficier d'une importante rotation sectorielle et d'une dispersion significative des valorisations.
	Japon	-/=		Perspectives globalement inchangées. La dynamique des bénéfices par action est faible, même si les valorisations sont très 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	=/+		Notre opinion des actions émergentes est légèrement positive dans un contexte de stabilisation des perspectives de bénéfices. Nous préférons les entreprises puisant leur succès dans la demande intérieure et qui devraient être plus résilientes en cas de poursuite des différends commerciaux.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=		Selon nous, les marchés ont intégré des prévisions excessives quant aux baisses futures des taux de la Fed et le risque de déception et de volatilité a augmenté en raison des conditions économiques et financières actuelles. Notre opinion est neutre sur la duration.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	-/=	▼	Nous abordons les marchés du crédit avec prudence car certains segments, comme le BBB, pourraient faire l'objet de dégradations. Les investisseurs devraient privilégier des stratégies de « portage prudent » ce qui doit se traduire par une réduction sélective du risque de crédit et une amélioration de la qualité. Nous préférons le crédit titrisé aux obligations d'entreprises, car le secteur de la consommation aux États-Unis est robuste.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nos projections pour cette classe d'actifs sont globalement inchangées. Les stratégies de portage ont du potentiel, mais la classe n'offre qu'une faible marge de compression des <i>spreads</i> . Le tableau économique encore sain est favorable en ce qui concerne les perspectives de défaut. Les taux de défaut devraient rester très bas en 2019.
	Govies Europe	-/=		Le positionnement accommodant de la BCE empêchera toute hausse des taux « core ». Le marché est cher et le restera, car la recherche de sécurité figure parmi les principales préoccupations des investisseurs. Certaines opportunités sont à exploiter en misant sur l'aplatissement de la courbe des taux et sur les obligations périphériques en euros — par exemple, sur le segment très long de la courbe où les échéances à 30 ans pourraient ouvrir des opportunités de portage sur la dette souveraine.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	<b>Euro Obligations d'entreprise IG</b>	++	▲	Notre vision de la classe d'actifs s'est récemment améliorée. Le ton accommodant de la BCE et l'élargissement récent des <i>spreads</i> dans un contexte de stabilité des fondamentaux sont des facteurs favorables pour la classe d'actifs, qui pourrait bénéficier d'un léger resserrement des <i>spreads</i> et de l'appétit des investisseurs en quête de rendement.
	<b>Euro Obligations d'entreprise HY</b>	+		Comme pour l'IG le segment HY pourrait profiter du ton accommodant de la BCE et bénéficier d'une légère compression des <i>spreads</i> . L'endettement est encore faible et les taux de défaut devraient rester faibles au cours des 12 prochains mois. Dans un scénario de stabilisation de la croissance en zone euro, la classe pourrait offrir des opportunités sélectives de portage.
	<b>Émergents Dette en devise forte</b>	=/+		Nous sommes toujours constructifs quant à la dette en devise forte. L'environnement financier est favorable à la durée de la dette émergente (portage attractif, taux américains assez bas et stables, dollar américain stable, Fed accommodante, banques centrales des pays émergents accommodantes et inflation contenue).
	<b>Émergents Dette en devise locale</b>	=/+	▲	L'orientation accommodante des politiques monétaires devrait permettre de compenser les obstacles à la croissance mondiale découlant du protectionnisme. Nous avons par conséquent haussé nos prévisions tactiques sur la classe d'actifs.
AUTRES	<b>Matières premières</b>			Le prix du pétrole a rebondi en raison des tensions entre l'Iran et les États-Unis, après s'être effondré en mai, l'escalade de la guerre commerciale ayant intensifié les préoccupations liées à la croissance économique. Les chiffres récents des stocks américains, qui sont ressortis au-dessus du consensus, ont accru la pression, mais le scénario central global reste néanmoins favorable aux matières premières. Nous maintenons la fourchette de 55 à 65 \$/baril pour le WTI, car l'OPEP restera vigilante et s'est engagée à stabiliser les prix. Les métaux de base seront touchés par le ralentissement économique chinois et mondial.
	<b>Devises</b>			EUR/USD : la monnaie unique se négocie toujours dans une fourchette étroite, la Fed et la BCE faisant preuve de plus de souplesse. Nous nous attendons à ce que l'EUR/USD se négocie autour de 1,17 sur un horizon de 12 mois tout en conservant ses soutiens à court terme en raison des préoccupations politiques et de croissance en Europe. Nous voyons l'USD/JPY à 107 sur un horizon de 12 mois. Les devises émergentes devraient s'apprécier par rapport à leurs niveaux actuels (+1,2 %), selon les modèles. La sélectivité reste essentielle.

## LÉGENDE

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

Source : Amundi, au lundi 24 juin 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

### Italie: un parcours long et sinueux

SERGIO BERTONCINI, Responsable de la Recherche Taux et Change

ANNALISA USARDI, CFA, Économiste Senior

Finalisé le 02/07/2019

#### L'essentiel

Un double bras de fer a lieu au sein du gouvernement italien et entre l'Italie et Bruxelles au sujet du budget italien, afin d'éviter une procédure pour déficit excessif.

Après une récession technique au second semestre 2018, les statistiques économiques font toujours état de faiblesses et de nombreux risques subsistent au second semestre de cette année. Il sera plus difficile de respecter les objectifs en matière de déficit et de dette en raison de la faiblesse des perspectives de croissance, bien que certaines économies de dépenses publiques puissent être réalisées. Quoi qu'il en soit, le budget 2020 représente le test le plus difficile pour le gouvernement.

Outre les défis persistants évoqués à l'instant, les aspects techniques à court terme et la valeur relative se montrent propices à la dette italienne. De fait, le premier semestre 2019 s'est clôturé sur un bilan prometteur en termes de refinancement de la dette par le Trésor italien, grâce notamment au retour des investisseurs étrangers, tandis qu'au second semestre l'équilibre de l'offre devrait se voir soutenu par les volumes plus importants de rachats. Le resserrement des *spreads* ces derniers temps a été porté par la valeur relative et la quête de rendement dans un contexte européen de « désert du rendement » qui devrait perdurer, la BCE étant devenue plus accommodante.

#### L'Italie occupe à nouveau le devant de la scène en Europe

Un nouveau bras de fer s'est engagé entre le gouvernement italien et la Commission européenne après la déclaration par Bruxelles que, sur les bases de sa dernière évaluation, une **Procédure pour Déficit Excessif** (PDE) contre l'Italie serait justifiée en raison du non-respect en 2018 des règles européennes concernant la dette.

#### La PDE et l'importance critique de la loi de finances 2020

La procédure n'en est qu'à ses débuts et, en théorie, pourrait encore être évitée, car elle doit être approuvée lors de la prochaine réunion ECOFIN (prévue le 9 juillet). De récents articles de presse<sup>1</sup> ont même laissé entendre que la Commission européenne pourrait ne pas déclencher la PDE et que le gouvernement italien pourrait réviser ses plans de dépenses et ainsi éviter un conflit avec l'UE.

D'après les informations disponibles, les négociations entre le gouvernement italien et la Commission européenne progressent sur la base de projections actualisées du ministère italien, qui pourraient faire ressortir des chiffres meilleurs que prévu en termes de déficits pour 2019 et 2020. Une telle situation s'expliquerait par une hausse des recettes (provenant du régime d'amnistie fiscale et des dividendes plus élevés des sociétés contrôlées) combinée à une baisse des dépenses (nombre moins élevé que prévu de départs anticipés à la retraite et de bénéficiaires du revenu minimum citoyen).

Au moment où nous écrivons, le gouvernement italien a approuvé deux mesures différentes capables de ramener la projection de déficit pour 2019 au niveau de 2,0 % convenu avec la Commission européenne en décembre 2018 : les effets combinés de la loi d'ajustement budgétaire et du décret de loi permettraient d'économiser 7,6 milliards d'euros par rapport aux projections de déficit d'avril et représenteraient une décision importante du gouvernement italien pour parvenir à un compromis avec la Commission européenne.

<sup>1</sup> « Brussels to pause budget sanctions on Italy », *Financial Times*, 24/06/2019

Par conséquent, tenant compte de ces engagements, la Commission européenne a décidé le 3 juillet de recommander à l'Ecofin de ne pas lancer la PDE contre l'Italie, les trois conditions pour l'éviter ayant été remplies: compenser l'écart réalisé en 2018, corriger l'écart attendu pour 2019 ainsi que des engagements visant à réduire le déficit budgétaire 2020.

## Contexte économique

D'un point de vue économique, l'économie italienne a connu un trou d'air au premier semestre 2019. Après être sorti d'une récession technique au second semestre 2018 grâce à une faible croissance 0,1 % au T1 2019 par rapport au T4 2018, le deuxième trimestre promet d'être faible. Les indicateurs coïncidents surveillés par la Banque d'Italie et l'Institut national de la statistique (ISTAT) font tous état d'une stagnation de l'activité entre avril et juin. Pour le second semestre de l'année, les projections officielles tablent sur une normalisation avec une croissance trimestrielle un peu plus élevée grâce à une reprise modeste de la demande tirée par les exportations.

Selon nos prévisions pour l'économie italienne la croissance annuelle moyenne devrait s'établir à 0,1 % en g.a. en 2019, puis à 0,5 % en 2020. Cette prévision se fonde principalement sur une croissance significative de la demande intérieure, malgré une faible performance des projets d'investissements, et sur une reprise de la demande extérieure au second semestre.

Sur le plan intérieur, la consommation des ménages bénéficie d'un niveau de confiance qui résiste bien, notamment en ce qui concerne la perception par les ménages de leur propre situation, l'optimisme à l'égard de l'économie dans son ensemble s'étant, quant à lui, quelque peu détérioré. Les dépenses de consommation finale des ménages se sont maintenues dernièrement, malgré une réduction du revenu disponible et du pouvoir d'achat, en raison d'une baisse du taux d'épargne. Les mesures prises dernièrement pour accroître le revenu disponible des ménages les plus modestes pourraient soutenir la consommation quelque peu, mais le gouvernement italien lui-même ne considère pas que ces mesures puissent changer la donne cette année. Côté investissements, le moral des entreprises a chuté au cours des 12 derniers mois, du fait, probablement, d'une combinaison de facteurs intérieurs et extérieurs, tant dans le secteur manufacturier que les services. Toutefois, certains signes de reprise se sont récemment manifestés dans les enquêtes. Pourtant, sur une base nette, les entreprises se disent réticentes à investir et l'accès au crédit semble un peu plus difficile. L'inflation devrait, dans l'ensemble, rester modérée, aux alentours de 1 %, le chômage demeurant relativement élevé et la dynamique des salaires contrainte, bien que soutenue en 2018 par une hausse des salaires des agents publics.

## Modèles budgétaires projetés

Dans le contexte macroéconomique actuel, les objectifs de croissance du gouvernement (projections officielles d'avril) ne sont pas loin du consensus pour 2019 et 2020, mais des doutes importants subsistent quant à sa capacité à maintenir le ratio dette/PIB sur une trajectoire descendante au vu des risques de dérapage budgétaire et d'inflation moindre. Un élément essentiel des projections est la hausse de la TVA, qui représente environ 23 milliards d'euros et qui, selon la législation actuelle, devrait intervenir en 2020. Cette hausse limiterait l'expansion du déficit, mais aurait également un effet temporaire sur le déflateur du PIB, réduisant ainsi le ratio de la dette au PIB de 132,6 % prévu en 2019 à 131,3 % en 2020. Pourtant, le gouvernement se montre catégorique, déclarant que cette augmentation de la TVA n'aura pas lieu.

À titre de référence, les projections de la Commission européenne, qui ne tiennent pas compte de cette hausse de la TVA, prévoient que le ratio dette/PIB passera de 133,7 % en 2019 à 135,2 % en 2020. Outre le niveau élevé de la dette, la trajectoire prévisionnelle du solde primaire constitue une préoccupation importante sur le plan des projections relatives à la soutenabilité de la dette. En effet, sur l'horizon de prévision du gouvernement, le surplus primaire reste bien en deçà des niveaux qui seraient nécessaires pour ramener le ratio dette/PIB sur une trajectoire stable, compte tenu des projections macroéconomiques actuelles et des charges d'intérêt élevées (3,6 % du PIB en 2019 et 2020).

## Dette italienne : *spreads* déterminés par des facteurs techniques favorables et des valeurs relatives attractives

### Facteurs techniques

Les tendances en termes de refinancement pour l'Italie au S1 2019 ont été prometteuses. Fin juin, environ 60 % des nouvelles émissions de dette italienne à moyen et long terme prévues pour l'année devraient avoir été placées par le Trésor italien, avec une échéance moyenne élevée proche de 10 ans. Ci-dessous le résumé des principaux faits et chiffres du premier semestre en la matière :

- l'Italie a émis près de 150 milliards d'euros de nouvelle dette à moyen terme, soit 60 % des 250 milliards d'euros d'émissions prévues pour 2019 ;
- les émissions nettes se sont élevées à 62 milliards d'euros, soit plus que les 50 milliards d'émissions nettes prévues pour l'année ;

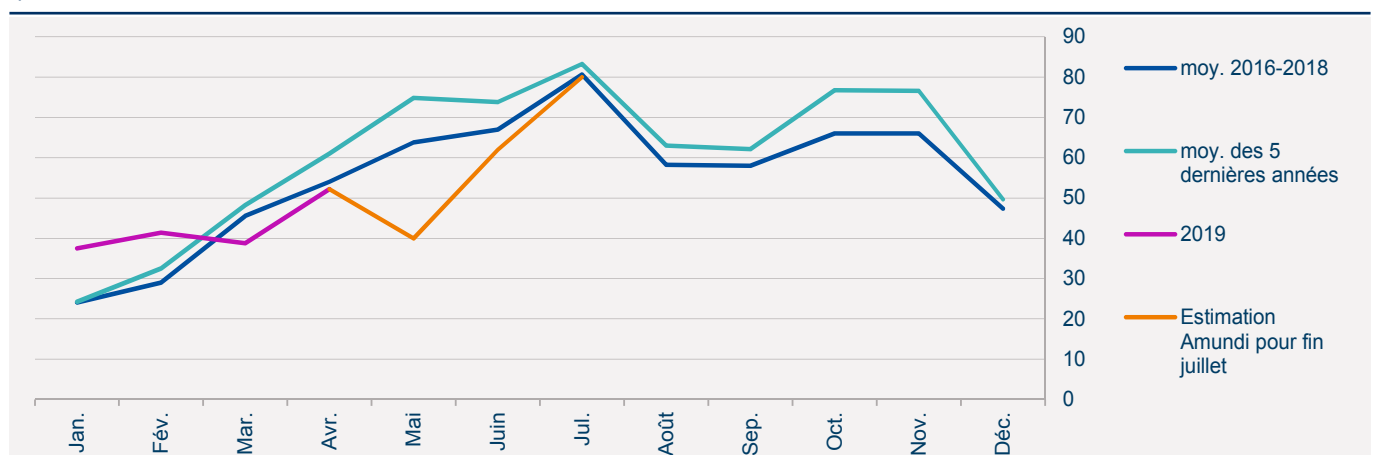


- après des opérations très longues sur des échéances à 15 ans et 30 ans en janvier et février, le Trésor a placé en juin un BTP à 20 ans, permettant de maintenir une échéance moyenne des nouvelles émissions proche de 10 ans et supérieure à la durée moyenne de 6,8 ans de l'encours total de la dette;
- depuis le début de l'exercice, la dette extra-longue représente 25 % du total des émissions, ce qui est nettement supérieur aux 14 % atteints à la même période en 2018. Le Trésor italien est probablement proche de ses objectifs de volumes sur les échéances à 15 ans et de près de 70 % des émissions ciblées pour les maturités à 30 ans;
- du côté de la demande, les investisseurs étrangers ont fait un retour en force au premier trimestre (avec environ 20 milliards d'euros), ce qui a soutenu une forte activité du côté de l'offre du Trésor italien. De façon générale, l'appétit des investisseurs est toujours là, soutenu par les tendances récentes du marché et les messages accommodants de la BCE. Ainsi, le nouvel emprunt obligataire à 20 ans émis en juin a permis de collecter un carnet d'ordre de 24 milliards d'euros, soit quatre fois le montant final émis. La ventilation par répartition géographique et par type d'investisseurs montre que la quête de rendement provient essentiellement d'Europe (cœur zone euro et Royaume-Uni) ainsi que des gestionnaires d'actifs et des banques, les investisseurs étrangers représentant près des deux tiers de la demande. Dans l'ensemble, ces éléments semblent confirmer que les investisseurs institutionnels non domestiques continuent d'inverser les flux négatifs de 2018.

### ... et rachats plus importants en volume pour équilibrer l'offre et la demande au S2

- La principale différence par rapport aux années précédentes est le volume important d'obligations extra-longues. Grâce à la longue durée de la dette émise, l'Italie dispose désormais d'une marge de manœuvre pour gérer les adjudications des prochains mois, qui devraient se concentrer sur les échéances de 2-3 ans et 10 ans pour réduire la pression sur celles de 5-7 ans.
- Le Trésor disposera ainsi d'une plus grande flexibilité dans la gestion de la durée des adjudications à venir, qui pourrait s'orienter vers le court terme, en cas de volatilité et d'aversion au risque plus élevée au S2.
- Environ 85 milliards d'euros de rachats ont été enregistrés au S1 2019, soit environ 40 % des flux annuels.
- Le S2 2019 devrait donc être soutenu par d'importants volumes de rachats, juillet étant le dernier mois de l'année avec un solde pratiquement neutre entre émissions et obligations arrivant à échéance. Au contraire, les mois de septembre et d'octobre enregistreront respectivement 43 milliards et 26 milliards d'euros de rachats.
- La courbe des émissions nettes cumulées devrait donc continuer à croître pour atteindre un pic en fin juillet, avant de diminuer au cours des mois suivants. Selon nos estimations, les émissions nettes devraient atteindre un pic en juillet, proche des sommets des années précédentes, aux alentours de 75 à 80 milliards d'euros, avant de redescendre autour de 50 milliards en fin d'année.
- Le caractère saisonnier des émissions nettes est manifeste dans le graphique ci-dessous et nous soulignons ici quelques aspects :
  1. Au premier semestre, les émissions nettes progressent généralement assez fortement pour atteindre des niveaux proches de chaque pic annuel, avant qu'elles ne retombent durant le second semestre (cela se vérifie dans les trois et cinq dernières années et correspond à la tendance de 2019).
  2. Les émissions nettes au second semestre sont toujours assez négatives en août et décembre;
  3. Le mois de septembre devrait prendre la place du mois d'août de cette année, avec une forte baisse des émissions cumulées de l'année.

### 1/ Émissions nettes cumulées de la dette souveraine italienne en milliards d'euros



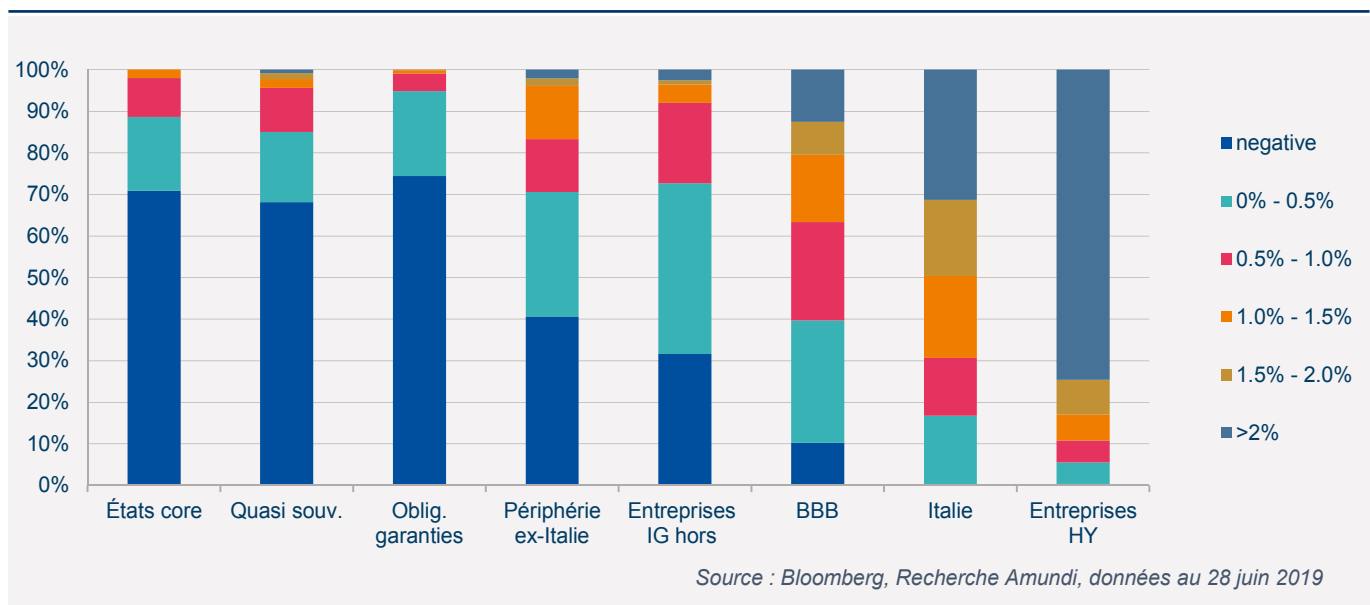
Source : Banque d'Italie, Recherche Amundi, données au 28 juin 2019

## Resserrement des *spreads* favorisé par la valeur relative : la quête de rendement s'installe sur la durée

À la suite du changement important d'orientation de la politique monétaire de la BCE et des récents messages accommodants de Mario Draghi, ainsi que des révisions soudaines des anticipations de marché de baisses de taux de la Fed, les rendements obligataires de la zone euro ont été tirés à la baisse. En effet, les courbes de la plupart des pays *core* sont tombées en territoire négatif pour les échéances de moins de 10 ans, avec une baisse tout aussi spectaculaire sur les autres segments, notamment les obligations quasi souveraines, d'agences et garanties. La zone euro entre désormais dans une partie inexplorée du « désert des rendements ». Cette situation est illustrée par le graphique ci-dessous qui, pour chaque classe d'actifs obligataires libellés en euro, détaille la répartition, à début juin, de la dette par tranche de rendement, de négatif à >2 %. En vue d'affiner notre analyse, nous séparons les obligations d'État périphériques en deux segments l'Italie d'un côté et le reste des pays périphériques de l'autre, tandis que parmi les obligations d'entreprises, nous avons distingué les obligations IG notées BBB des obligations IG mieux notées (AAA-AA et A). Il est intéressant de noter que l'Italie présente un éventail de rendements qui se place entre le segment des entreprises BBB et celui de la dette HY. Les valorisations sont également plus attractives sur une base ajustée en fonction de la volatilité, car les *spreads* sont restés dans une fourchette plus étroite au cours des derniers mois.

Le graphique 2 représente, pour chaque classe d'actifs obligataires libellés en EUR, la répartition de la dette par tranche de rendement, de négatif à >2 %. L'Italie présente un éventail de rendements qui se place entre le segment des entreprises BBB et celui de la dette HY. L'essentiel de la dette d'États *core*, de la dette quasi-souveraine et de la dette garantie présente des rendements négatifs ou nuls.

### 2/ Dette libellée en euros : répartition par tranches de rendement pour chaque classe d'actifs, au 28 juin



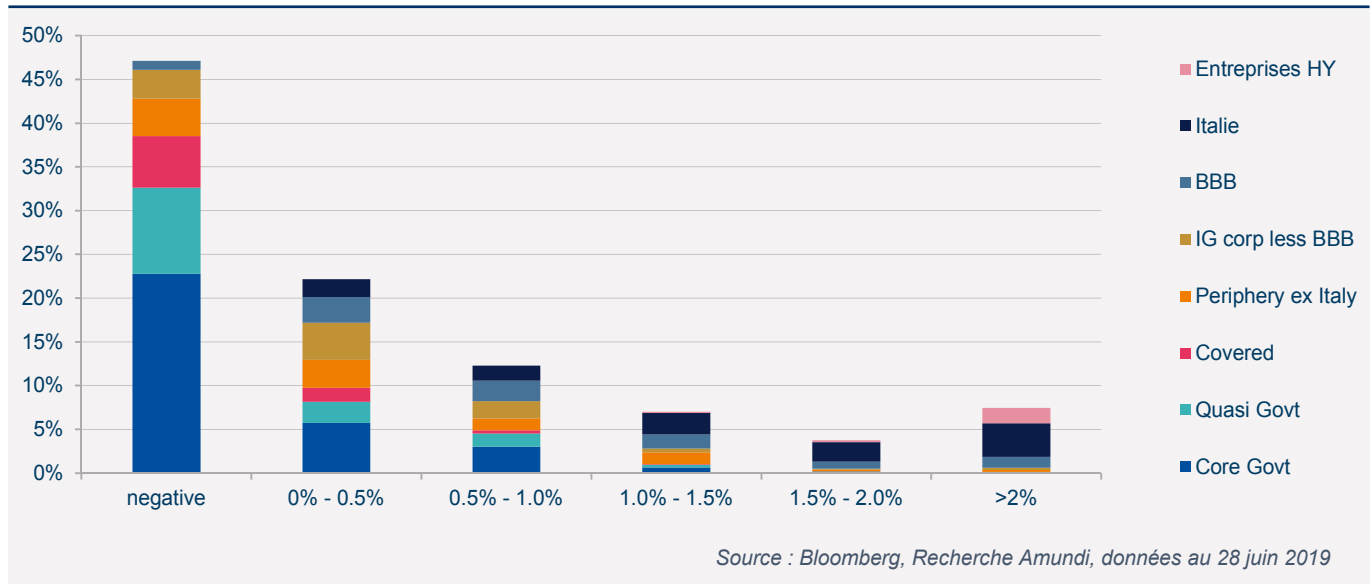
Où peut-on trouver des rendements positifs? Le graphique 3 apporte la réponse. Ainsi si l'on considère l'ensemble du marché, seuls 11 % de la dette totale libellée en EUR offrent un rendement supérieur à 1,5 %, et ce, principalement sur les segments de la dette italienne et HY. La dette à rendement négatif atteint 47 % du total et celle à rendement nul ou presque 22 %.

Quelques considérations nous semblent importantes dans l'analyse de ce tableau du marché obligataire :

- La plupart des obligations souveraines *core*, quasi-souveraines et garanties offrent des rendements négatifs ou nuls. La dette appartenant à ces segments « refuges » représente ensemble 55 % de la dette totale disponible sur le marché obligataire libellé en euros.
- En ce qui concerne la dette périphérique, si l'on exclut l'Italie, la situation ne s'améliore pas de façon significative, car ce segment représente 11 % de la dette obligataire en euros et n'offre que 8 % du rendement positif encore disponible, un mix très similaire à celui du segment IG hors BBB (respectivement à 10 % et 8 %).
- Il ne nous reste donc plus que les trois derniers segments : les entreprises BBB, la dette italienne et la dette HY, qui ne représentent ensemble qu'un quart du marché, mais cumulent environ 70 % du rendement restant.

- Si l'on se concentre sur les titres obligataires offrant des rendements supérieurs à 1,5 %, la majeure partie de la dette disponible se trouve en Italie et sur le segment HY.
- Si l'on exclut les obligations HY de ce périmètre, notamment en raison de contraintes n'autorisant dans le périmètre que des titres de qualité IG, la part de l'Italie s'élève à 40 % du rendement restant disponible.

**3/Dette libellée en euros : répartition par tranches de rendement de l'ensemble du marché, au 28 juin**



Le retour fin juin des *spreads* à 10 ans dans les niveaux inférieurs de la fourchette du mois dernier, malgré de nouvelles incertitudes quant à une éventuelle PDE et des perspectives économiques faibles, montre dans quelle mesure les facteurs techniques l'emportent sur les autres facteurs dans cette nouvelle phase de « taux plus bas pour plus longtemps » et de risque d'assouplissement quantitatif. Le resserrement important du *spread* des BTP autour de 200 points de base, au moment où nous écrivons, a également été soutenu par la décision favorable de la Commission européenne de ne pas déclencher de PDE. **En résumé, les facteurs techniques et les valorisations devraient probablement continuer à contrebalancer en partie les incertitudes politiques et la faible croissance.**



## 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

**Brexit sans accord**

**Analyse** | Après l'échec du Premier ministre Theresa May à obtenir la ratification parlementaire de l'accord de retrait pour le Brexit et sa démission de la tête du Parti conservateur, le Royaume-Uni est entré dans une crise politique profonde. Les députés du Parti conservateur doivent désormais choisir entre deux candidats, Boris Johnson et Jeremy Hunt, qui ont été présélectionnés par les députés conservateurs pour le poste de chef du parti et donc de Premier ministre. Tous deux affirment préférer une renégociation de l'accord de retrait avec l'UE (une option que l'UE refuse), mais qu'ils opteraient pour un Brexit sans accord le 31 octobre si une telle renégociation s'avérait impossible. Si le risque de sortie sans accord est bien réel, le futur Premier ministre sera confronté à un parlement inchangé, qui reste opposé à une telle issue. La capacité du parlement à bloquer une sortie sans accord (qui est la solution juridique par défaut) n'est pas un acquis, mais une autre possibilité pourrait être un vote de censure conduisant à de nouvelles élections. Une nouvelle extension de l'Art. 50 ne peut donc être exclue et même si elle requiert l'approbation unanime des pays membres de l'UE (certains y étant actuellement très opposés) elle pourrait s'avérer nécessaire en cas de nouvelles élections au Royaume-Uni ou si le Royaume-Uni opte pour un nouveau référendum. Enfin, le Royaume-Uni a également la possibilité de révoquer l'Art. 50 unilatéralement. De nombreux scénarios sont donc encore possibles (accord, sortie sans accord, nouveau délai, élections, révocation de l'art. 50...) et le stress politique sera très élevé après la pause estivale. Les élections européennes ont montré à quel point le pays est polarisé (les partis en faveur d'un Brexit dur ont obtenu de bons résultats, mais les partis farouchement opposés à la sortie de l'UE aussi). 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 la zone euro (qui impliquerait une sortie de l'UE). La crise britannique serait-elle en train de leur faire prendre conscience des risques ?

**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'intensifier si le prochain gouvernement adopte une approche conflictuelle avec l'UE-27. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques doit être suffisante – avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués – pour attirer les investisseurs étrangers. Est-ce suffisant 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 trouvé ou l'article 50 abrogé, nous verrions le contraire. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 2

25 %  
probabilité

**Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP**

**Analyse** | La Commission européenne considère qu'en raison de la violation du règlement de 2018 sur la dette, une procédure pour déficit excessif est justifiée pour l'Italie. Plus inquiétant encore, les estimations officielles prévoient que le ratio de la dette au PIB passera de 132.2 % en 2018 à 132.6 % en 2019, avant de retomber à 128.9 % en 2022. Le gouvernement italien serait en train de négocier et de travailler d'arrache-pied pour trouver non seulement les ressources supplémentaires pour 2019 en compensation de l'infraction passée, mais aussi pour faire face à la tâche la plus ardue, à savoir le budget 2020. Bien qu'il n'y ait pas de volonté politique affirmée en ce sens, nous ne pouvons exclure la possibilité d'une crise gouvernementale assortie 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).

**Impact de marché** | Malgré un PIB du premier 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 éliminer 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 peut 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 # 3

20 %  
probabilité

**Ralentissement majeur en Europe**

**Analyse** | Après la publication des chiffres de croissance du PIB au premier trimestre (+0,4 % en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro), qui ont apporté un soulagement, mais qui étaient en partie dus à des facteurs positifs temporaires (fortes importations de précaution du Royaume-Uni et climat doux qui a soutenu la construction), les indicateurs

du deuxième trimestre ont affiché une croissance bien plus modérée. En outre, les résultats des enquêtes du secteur manufacturier se sont stabilisés, mais ne se sont qu'à peine améliorés par rapport aux faibles niveaux atteints après une série de chocs intérieurs et extérieurs au cours des derniers trimestres (problèmes sectoriels spécifiques dans l'industrie automobile et tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine). S'ils restent déprimés longtemps, la contagion au reste de l'économie s'aggravera. Bon nombre de risques pourraient aggraver la situation après l'été, notamment une escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (auxquelles l'industrie manufacturière européenne est fortement exposée à travers les chaînes de valeur mondiales), des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision pourrait être prise en novembre), un Brexit sans accord (en fin octobre) ou une aggravation de la crise politique entre l'Italie et le reste de l'UE. Ces situations difficiles pourraient se matérialiser dans un contexte où les principaux facteurs de soutien de 2019 (marché du travail toujours dynamique et assouplissement significatif des politiques budgétaires dans les grands pays) perdent progressivement de leur vigueur en raison de circonstances cycliques et politiques.

**Impact de marché |** La BCE a fait savoir qu'elle était prête à déployer de nouveaux outils pour faire face à un ralentissement, mais sa marge de manœuvre pour de nouvelles mesures de relance reste toutefois limitée. Par ailleurs, une relance budgétaire coordonnée serait également très difficile à mettre en place en raison de la complexité de l'environnement institutionnel et politique européen. Par conséquent, un ralentissement important serait sans conteste négatif pour les actifs européens et l'euro.

Risque # 4

**20 %**  
probabilité

### Nouvelle escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine

**Analyse |** À première vue, les résultats du G20 sont encourageants. Donald Trump a gagné du temps. Sur le fond, en revanche, la trêve conclue ne change pas grand-chose. Les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie) n'ont pas été abordées lors du G20. Les sujets de discordance entre les États-Unis et la Chine devraient donc tôt ou tard revenir sur le devant de la scène. Il ne faut pas perdre de vue que les États-Unis entrent en période préélectorale. Or l'opposition à la Chine n'est pas seulement le fait des républicains. En effet, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait s'aggraver dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. Le discours protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas sur le point de disparaître. La probabilité de conclusion d'un accord commercial complet est très faible, et le risque que Donald Trump impose des surtaxes douanières sur 300 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine reste significatif, même si ce risque n'est pas imminent et que ces surtaxes pourraient être plus faibles (10 % plutôt que 25 %). L'incertitude tarifaire s'installe de façon durable : une mauvaise nouvelle pour l'investissement et le commerce.

**Impact de marché |** La réunion du G20 a été l'occasion d'un certain soulagement du marché plutôt que d'une forte reprise, car une partie des progrès sur les différends commerciaux avait déjà été intégrée dans les cours tandis que les chances d'arriver à un accord complet sont encore très faibles. Le commerce mondial et le secteur manufacturier mondial resteront probablement sous pression au second semestre 2019. Le niveau d'incertitude reste élevé.

Risque # 5

**15 %**  
probabilité

### Récession américaine

**Analyse |** L'économie américaine a fait preuve de plus de vigueur que prévu au premier trimestre 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 données entrantes relatives au premier semestre sont plus contrastées et indiquent une convergence progressive vers le taux de croissance potentiel. Les signes d'une décélération un peu plus prononcée des dépenses d'investissement doivent être surveillés, tandis que le marché du travail, toujours vigoureux, quoiqu'en décélération, augure d'une consommation modérée, mais qui résiste. Il convient de garder un œil sur les données prospectives comme sur les statistiques réelles, car si les données prospectives peuvent émettre des signaux précurseurs elles peuvent également être trompeuses. Nous restons attentifs à la faiblesse prolongée du secteur manufacturier, qui représente une petite partie de l'économie américaine, mais peut se propager au secteur des services. Le regain de tensions commerciales avec la Chine avec la hausse des droits de douane, le risque toujours latent de droits de douane sur les voitures importées d'Europe (reportés de six mois) et les incertitudes entourant le processus très important de ratification de l'AEUMC (ou ALÉNA 2.0) ajoutent de l'incertitude aux risques dans nos prévisions. La probabilité d'une récession reste faible dans un avenir proche, car la Fed a adopté un ton plus conciliant et s'est déclarée ouverte à une éventuelle baisse des taux dans le cadre d'une approche de gestion des risques conçue pour empêcher que les effets négatifs sur le front commercial ne se propagent à l'économie nationale.

**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 jusqu'à quatre baisses des taux de la Fed d'ici fin 2020, la première pouvant même intervenir dès juillet 2019.

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 décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran.

Les récents incidents en matière de sécurité (attaques contre des pétroliers dans le golfe Persique et drone américain abattu par l'Iran) 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** | Hormis la situation italienne (voir risque n° 3), il existe peu de déclencheurs identifiables de risque politique systémique à court terme en zone euro, d'autant plus que les résultats des élections européennes ont été conformes dans l'ensemble à ce que les sondages d'opinion avaient indiqué, amenant même une petite surprise « pro-institutions ». Si le Parlement européen est plus fragmenté et que les institutions et gouvernements européens ont plus de mal que d'habitude à négocier les nominations aux postes clés de l'UE (Commission européenne, Conseil, Parlement et Banque centrale) cela ne devrait pas provoquer de crise majeure. Cependant, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « anti-système » ait atteint un sommet et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. La politique en devient donc moins prévisible, notamment dans les grands pays où elle était stable auparavant (Allemagne et Espagne). Une telle situation est gérable en période de prospérité, mais peut toutefois devenir plus complexe en cas de détérioration de la situation économique (ou d'autres situations d'urgence) exigeant une volonté politique forte. En outre, d'autres changements compliquent la vie politique européenne : les forces « pro-institutions » autres que les partis politiques traditionnels progressent également (notamment les Verts et les libéraux économiques), tandis que les événements récents en France soulignent la possibilité de voir émerger des mouvements de protestation qui ne sont dirigés ni par des partis politiques ni par les syndicats. Sur une note plus positive, il convient de constater que les velléités de retrait de l'euro reculent et ne figurent plus à l'ordre du jour des grands partis de protestation en France et en Italie.

**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** | Le regain de souplesse des principales banques centrales (à savoir la Réserve fédérale et la BCE) simplifie l'environnement financier mondial pour les marchés émergents. Une dépréciation prononcée du dollar américain est le facteur manquant dans ce contexte, bien qu'elle ait partiellement été amorcée. La situation financière plus clémente ne devrait se dégrader qu'en cas de réajustement brutal des attentes exagérément optimistes des marchés à l'égard de la politique monétaire plus prudente de la Fed. Cela dit, le niveau de souplesse annoncé et effectivement mis en œuvre devrait empêcher que les risques idiosyncrasiques ne se transforment en risques systémiques. Du côté de l'économie réelle, les répercussions des chocs subis par la demande extérieure sur la demande intérieure (principalement via les investissements) se sont avérées nettement plus importantes en Asie que dans les autres régions. Une résolution ordonnée du conflit commercial est nécessaire dans les prochains mois afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation attendue de la croissance.

**Impact de marché** | Dans ce scénario de risque, les marchés actions et de taux seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau confrontées à une fuite des capitaux. Toutefois, le monde émergent est loin d'être un bloc homogène, et les marchés se détérioreraient davantage dans les économies les plus faibles et les plus vulnérables, en raison de leur mauvais positionnement extérieur ou de situations budgétaires et politiques fragiles.

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 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 65 %) : demande intérieure et services qui résistent malgré l'incertitude qui pèse sur les échanges commerciaux

- **Croissance mondiale ralentie** : après avoir rebondi au 1<sup>er</sup> trimestre, la croissance a très nettement ralenti au 2<sup>e</sup> trimestre aux États-Unis et en Europe. Les enquêtes dans l'industrie montrent que le secteur manufacturier mondial est en récession. En revanche, la demande interne demeure résiliente grâce notamment à la consommation des ménages qui reste soutenue par le marché du travail. Dans ces conditions le secteur des services résiste.
- **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. Les discours protectionnistes ont augmenté le niveau d'incertitude et plombé les investissements dans de nombreux pays sensibles aux échanges. Le commerce va rester sous pression au 2<sup>nd</sup> semestre et croître à un rythme inférieur au PIB mondial. Ceci dit, 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. Et 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** : retour graduel au potentiel. L'économie américaine a été dopée par une politique budgétaire très accommodante, dont l'impact devrait s'estomper progressivement au 2<sup>nd</sup> semestre. La croissance du PIB réel avait nettement dépassé les attentes au T1 2019 (3,1 % en g.t. annualisé après 2,2 % au T4 2018) mais la croissance a nettement ralenti au 2<sup>e</sup> trimestre. 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, le ralentissement devrait rester contenu. L'investissement va ralentir. Mais la survenue d'une récession en 2019 ou 2020 nous semble peu probable, puisque la consommation des ménages devrait continuer à bénéficier de la progression du revenu disponible. Toutefois, si les tensions commerciales et géopolitiques persistent, les doutes quant à l'extension du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (soutien moindre de la politique budgétaire, demande intérieure sous pression avec une contagion de l'industrie aux services). 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 avait rebondi de 0,4 % en g.t. au premier trimestre, ce qui constituait 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 était ressortie 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 se sont assez nettement détériorées, notamment en ce qui concerne les indicateurs manufacturiers. L'expansion dans les services se poursuit, bien qu'à un rythme modéré et le taux de chômage continue de baisser. 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, car avec l'arrivée d'un nouveau premier ministre, la probabilité d'une sortie sans accord du Royaume-Uni de l'UE a augmenté. 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 élections 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. Boris Johnson va probablement succéder à Theresa May et 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 » de nombreux scénarios de Brexit restent possibles. Les tensions entre le gouvernement britannique et l'UE vont être vives à l'approche de la date butoir (31 octobre). Une sortie de l'UE sans accord reste l'option par défaut si les deux parties ne parviennent pas à s'entendre. L'incertitude va donc continuer de peser sur l'économie dans les mois qui viennent.
  
- **Chine:** les autorités ont multiplié les mesures de stimulation monétaire et budgétaire depuis un an, ce qui a permis d'amortir le choc lié au ralentissement du commerce mondial. Les négociations entre la Chine et les États-Unis vont reprendre suite au G20 d'Osaka. Il y a quelques bonnes nouvelles (absence d'une date butoir, suspension de l'interdiction faite aux entreprises américaines de continuer de fournir Huawei). La pression sur les chaînes de valeur globales devrait donc s'atténuer, en particulier dans le secteur technologique. Mais les tensions vont revenir sur le devant de la scène tôt ou tard sur les dossiers stratégiques (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie), sur lesquels il n'y a aucun progrès. On ne peut pas exclure un regain de tensions entre les États-Unis et la Chine. Les autorités chinoises ne peuvent donc pas baisser la garde.
  
- **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 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 (marges sous pression). En définitive, au vu de la faible inflation et de la montée des risques baissiers, la plupart des banques centrales ont effectué un virage en termes de communication, depuis le début de l'année.
  
- **Cours du pétrole:** les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine exercent une pression baissière sur les prix du pétrole qui préoccupe les pays du Moyen-Orient. En réponse, les pays de l'OPEP et 10 autres pays dont la Russie ont signé début juillet un accord de coopération qui de facto crée une OPEP élargie. L'ensemble de ces pays (OPEP+) – qui représente 50 % de la production mondiale (vs 30 % pour l'OPEP) – a reconduit pour neuf mois, leur accord de décembre dernier visant à réduire leur offre cumulée de 1,2 million de barils/jour par rapport à leur production d'octobre 2018. Au final, nous estimons que 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).
  
- **Banques centrales durablement accommodantes:** la Fed est en mode d'attente (« *wait and see* »). Nous anticipons une baisse de ses taux de 25pb en 2019 de façon préventive (comme « police d'assurance »), mais guère plus dans le cadre de notre scénario central dans lequel la consommation résiste. Les anticipations de marché (baisse de 100pb à 12 mois) nous semblent excessives, sauf naturellement si les risques baissiers se matérialisaient. Du côté de la BCE, Mario Draghi a clairement ouvert la porte à Sintra à une baisse de ses taux et/ou à un programme d'achat de titres (QE) si la situation ne s'améliore pas. Nous n'attendons pas de baisse du taux de dépôt (sauf si la Fed baisse agressivement ses taux et/ou si l'euro s'apprécie nettement au-dessus de 1,15\$). En revanche nous tablons sur l'annonce d'un nouveau programme d'achat d'obligations d'entreprises en septembre. 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 30 %) :  
ralentissement économique marqué dû au conflit commercial,  
crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque**

- La trêve du G20 ne dure pas : nouvelle escalade de tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, ou entre les États-Unis et l'Europe.
- 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 contra-cycliques seraient rapidement mises en place.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires et baisse de la liquidité des marchés. Craintes de récession aux États-Unis.

**Scénario de risque haussier (probabilité de 5 %) :  
reprise de la croissance mondiale en 2020**

**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 contribuer à prolonger le cycle aux États-Unis.**

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale. Politique budgétaire pro-cyclique des États-Unis entraînant une accélération plus forte que prévu de la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement marqué.
- 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 Fed passe en mode « gestion des risques » pour préparer un atterrissage en douceur

- Les principaux moteurs de la demande intérieure décèlent progressivement, notamment du côté des investissements, tandis que les fondamentaux demeurent plus favorables aux consommateurs américains. Nous pensons que la politique monétaire devrait assouplir les conditions financières pour accompagner cette normalisation.
- La croissance du marché du travail et des salaires, conjuguée à des tensions inflationnistes contenues et malgré des données plus contrastées, aide la consommation des ménages à se maintenir. Les anticipations restent optimistes dans l'ensemble, pendant que les ventes au détail se normalisent autour de leur tendance à long terme.
- La confiance des entreprises s'est nettement tassée par rapport à l'an dernier ce qui se traduit par un fléchissement net des projets de dépense et d'investissement.
- Les pressions inflationnistes modérées, tant intérieures qu'extérieures, maintiennent les indices des prix à la consommation sous contrôle, même si la Réserve fédérale peut commencer à s'inquiéter des effets sur l'efficacité de la transmission de sa politique monétaire d'une faiblesse persistante de l'inflation et de l'orientation à la baisse des prévisions d'inflations. La banque centrale s'est voulue conciliante dans ses déclarations à l'issue de sa réunion de juin, anticipant d'éventuelles baisses de taux en réponse aux risques accrus liés aux différends commerciaux. Nous envisageons désormais trois baisses de taux au cours des 12 prochains mois en raison du passage en « mode gestion des risques » de la Fed plutôt qu'à cause d'un accroissement des risques de récession. L'objectif reste d'atterrir en douceur.

### 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) et les tarifs douaniers pourraient constituer un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

### Zone euro

#### Croissance modérée attendue. Les risques sont importants.

- Après le rebond de la croissance au T1 (+0,4 %) les indicateurs du T2 signalent un ralentissement. L'activité reste soutenue dans les services mais le secteur manufacturier est à la peine: la situation se normalise dans le secteur automobile après les chocs de 2018 mais la montée des tensions commerciales pèse sur la confiance et l'investissement.
- Un Brexit sans accord en octobre aurait un coût économique pour la zone euro (quoique moindre que pour le Royaume-Uni). Des négociations budgétaires tendues sont à prévoir entre l'Italie et la Commission Européenne

- Guerre commerciale et menace de droits de douane américains sur l'automobile européenne
- Brexit sans accord
- Tensions politiques en Italie

### Royaume-Uni

#### Un scénario de Brexit sans accord ne peut être écarté

- Après le rebond de la croissance du T1 (+0,5%, largement en raison de dépenses de précaution), l'économie devrait ralentir, le risque de Brexit sans accord et les tensions commerciales internationales pesant sur la confiance.
- B. Johnson et J. Hunt, les deux candidats restant dans la course pour prendre la succession de T. May, se disent prêt à un Brexit sans accord si l'UE refuse de faire de nouvelles concessions. Le Parlement y est toutefois opposé, ce qui augure d'une situation politique très tendue à l'automne 2019.

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

### Japon

#### Des avancées, mais les obstacles demeurent

- Le ministère de l'Économie et de l'Industrie a revu à la hausse son évaluation de la production la faisant passer de « en voie d'affaiblissement » à « en voie de stabilisation » en raison de légers progrès dans l'ajustement des stocks. Les commandes de machines ont progressé en avril pour le troisième mois consécutif, ce qui laisse espérer que les dépenses d'équipement seront vigoureuses au cours des prochains trimestres. Une enquête officielle auprès des entreprises fait état de prévisions d'augmentation des dépenses d'investissement de l'ordre de 9 % cette année.
- Le secteur privé est toutefois vulnérable à l'escalade du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Le volume des exportations est tombé en mai à son plus bas niveau en trois ans, le président américain ayant laissé entendre qu'il imposerait des surtaxes plus élevées sur un éventail de produits chinois plus large.
- La croissance des salaires s'est stabilisée, soulignant un certain assouplissement du marché du travail. En conséquence, les ménages ont commencé à épargner davantage et à consommer moins, au détriment des ventes au détail qui ont légèrement reculé.

- Perturbation des chaînes d'approvisionnement sur fond d'intensification du conflit sino-américain
- Entreprises plus frileuses en matière de dépenses en capital du fait du ralentissement de l'économie mondiale
- La hausse des taxes à la consommation d'octobre 2019 pourrait accentuer le ralentissement de l'économie

**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.
- Une nouvelle trêve commerciale a été conclue lors du G20 d'Osaka fin juin, prévoyant qu'aucun droit de douane supplémentaire ne sera imposé sur les importations américaines restantes en provenance de Chine et les négociations entre les deux pays ont d'ores et déjà repris. En outre, un assouplissement partiel de l'interdiction frappant Huawei a été annoncé. Dans l'ensemble ce résultat est positif pour le moment. Les exportations ont à nouveau été touchées en mai (0,5 % sur un an), mais moins qu'au T4 2018 toutefois.
- Les responsables politiques semblent mieux préparés que l'an dernier, toutes les mesures étant sur la table, prêtes à être utilisées au besoin. Entre-temps, certains signes indiquent que les mesures de soutien mises en place depuis le T3 2018 commencent à se répercuter sur l'économie réelle et deviennent plus visibles.
- À moins d'une nouvelle escalade majeure du conflit, le RMB devrait être en mesure d'éviter une forte dépréciation grâce au soutien des politiques et au contrôle des capitaux.

**Facteurs de risque**

- **Relations sino-américaines incertaines**
- **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)**

- Au T2 2019, la région (pour ce qui est des pays émergents) a connu la plus faible dynamique macroéconomique du fait des répercussions du choc de la demande extérieure sur la demande intérieure. En termes relatifs, c'est en Malaisie, Thaïlande et Corée du Sud que la détérioration a été la plus grave.
- Les données d'inflation dans la région sont restées très modérées. Les prix des denrées alimentaires ont fait grimper le coût de la vie de façon générale, du fait de l'augmentation récente des prix des produits agricoles. Cela dit, les cibles des BC ne sont pas en danger pour le moment.
- En juin, les BC de la région sont restées en mode « *wait and see* », même si nous anticipons toujours un mouvement d'assouplissement. Les BC de Thaïlande et de Corée du Sud ont adopté un ton plus conciliant.
- Le 27 juin, deux mois après les élections nationales, la Cour constitutionnelle de Djakarta a confirmé J. Widodo en tant que président de l'Indonésie, rejetant l'appel de P. Subianto.

- **Dynamique macroéconomique encore faible dans la région**
- **Inflation toujours très favorable. Les prix des denrées alimentaires ont fait grimper l'inflation**
- **Les banques centrales de la région sont dans l'expectative. Plus de souplesse à venir**
- **Nomination officielle de Joko Widodo à la présidence de l'Indonésie pour un second mandat**

**Amérique Latine**

- Des faiblesses persistantes transparaissent dans les données du T2 2019 pour les deux principales économies de la région, le Mexique et le Brésil. Ces mauvais chiffres macroéconomiques concernent davantage la demande intérieure qu'extérieure.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine converge à nouveau vers sa cible avec 4,3 % en g.a. selon les dernières données contre 4,4 % auparavant. En Argentine, l'inflation a déçu, atteignant 57 % en g.a. en mai.
- Les principales BC de la région ont maintenu leurs taux d'intérêt inchangés. Le 8 juin, la Banque centrale du Chili a réduit son taux directeur de 50 pb, le faisant passer de 3,0 % à 2,5 %.
- Au cours du mois de juin, le débat sur la réforme des retraites au Brésil a bénéficié d'une dynamique positive. Les votes de la Commission spéciale et de la Chambre basse (en séance plénière) sont attendus prochainement.
- Moody's et Fitch ont abaissé la note souveraine du Mexique et celle de Pemex.

- **La faiblesse de la conjoncture économique s'est poursuivie au T2 2019**
- **L'inflation reste modérée dans l'ensemble. En mai, l'inflation a déçu à la hausse en Argentine**
- **La Banque centrale du Chili a réduit son taux directeur de 50 pb**
- **Dégradation de la note souveraine du Mexique et de Pemex**

**EMEA (Europe Middle East & Africa)**

**Russie : croissance du PIB réel de 2,2 % en 2018 et sans doute proche de 1,5% en 2019. La croissance devrait néanmoins s'accélérer 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 figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs de son Fonds souverain.
- Conformément aux attentes la BC a abaissé son taux directeur de 25 pb en juin. Nous nous attendons à d'autres baisses compte tenu de la décélération de l'inflation.

**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 (18 juin 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>
Japon	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>
Zone euro	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
Allemagne	1,4	0,8	1,4	1,7	1,4	1,6
France	1,7	1,3	1,4	2,1	1,2	1,5
Italie	0,7	0,1	0,5	1,1	0,8	1,3
Espagne	2,6	2,3	2,0	1,7	1,1	1,4
Royaume-Uni	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
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	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Pays émergents	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	28/06/2019	Amundi + 6m.	Consensus T4 2019	Amundi + 12m.	Consensus T24 2020
États-Unis	2,50	2,25	2,15	2,25	2,05
Zone euro	0	0	-0,34	0	-0,34
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,80	0,75	0,90

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	01/07/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,75	1,50/1,70	1,62	1,40/1,60	1,59
Allemagne	-0,732	-0,80/-0,70	-0,78	-0,80/-0,70	-0,77
Japon	-0,215	-0,30/-0,20	-0,24	-0,30/-0,20	-0,25
Royaume-Uni	0,617	0,55/0,75	0,51	0,45/0,65	0,49

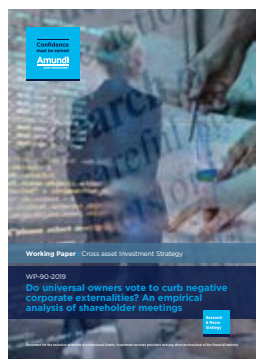
Taux 10 ans					
	01/07/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,03	1,95/2,15	2,06	1,90/2,10	2,12
Allemagne	-0,31	-0,20/-0,30	-0,24	-0,15/-0,25	-0,18
Japon	-0,16	-0,20/0,00	-0,11	-0,20/0,00	-0,07
Royaume-Uni	0,84	0,90/1,10	0,91	0,80/1,00	0,96

Prévisions de change					
	28/06/2019	Amundi + 6m.	Consensus T4 2019	Amundi + 12m.	Consensus T2 2020
EUR/USD	1,14	1,16	1,15	1,14	1,17
USD/JPY	108	108	108	105	107
EUR/GBP	0,90	0,90	0,89	0,89	0,88
EUR/CHF	1,11	1,13	1,12	1,12	1,15
EUR/NOK	9,70	9,50	9,54	9,43	9,40
EUR/SEK	10,56	10,40	10,60	10,45	10,50
USD/CAD	1,31	10,30	1,32	1,30	1,30
AUD/USD	0,70	0,71	0,70	0,69	0,72
NZD/USD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,67
USD/CNY	6,87	6,80	6,90	6,75	6,85



## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **Do universal owners vote to curb negative corporate externalities? An empirical analysis of shareholder meetings**

Marie BRIÈRE — Amundi Research, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics, Loredana URECHE-RANGAU — CRIISEA, University of Picardie Jules Verne

#### **Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?**

Elisa BAKU — Quantitative Research, Roberta FORTES — University of Paris 1, Karine HERVÉ — Economic Research, Edmond LEZMI — Quantitative Research, Hassan MALONGO — Convexity Solutions, Thierry RONCALLI — Quantitative Research, Jiali XU — Quantitative Research

#### **Pricing Individual Stock Options using both Stock and Market Index Information**

Jeroen V.K. ROMBOUTS — ESSEC Business School, Lars STENTOFT — University of Western Ontario, Francesco VIOLANTE — CREST-ENSAE-ParisTech

#### **Environmental Social and Governance Proposals and Shareholder Activism**

Jiaying WEI — ESSEC Business School

#### **Economic Modeling of Climate Risks**

Théo LE GUENEDAL — Quantitative Research — Amundi

#### **Financial Applications of Gaussian Processes and Bayesian Optimization**

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

### DISCUSSION PAPERS



#### **Emerging Markets: Vulnerability and contagion risks... Fragile vs. anti-fragile countries**

Philippe ITHURBIDE — Global Head of Research with the collaboration of Mickaël BELLAÏCHE — Senior Analyst, Global Research — Amundi

#### **How to differentiate emerging countries?**

#### **New approaches for classification and typology**

Philippe ITHURBIDE — Global Head of Research with the collaboration of Mickaël BELLAÏCHE — Senior Analyst, Global Research — Amundi

#### **Who Will Lead the World Economy?**

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

Philippe ITHURBIDE — Global Head of Research — Amundi

### THEMATIC PAPERS



#### **Turkey: inflation, exchange rate's pass-through and monetary policy**

Karine HERVÉ — Macroeconomic Research — Amundi

#### **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](http://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.msclub.com](http://www.msclub.com)).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

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

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus — ilbusca

## 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