

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**LES MARCHÉS NE PEUVENT RESTER
ÉTERNELLEMENT DANS
LES LIMBES**

LE THÈME DU MOIS

**BREXIT : ACCORD PROBABLE,
MAIS PAS DANS L'IMMÉDIAT**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Les marchés ne peuvent rester éternellement dans les limbes

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

De mauvaises nouvelles, mais pas trop mauvaises, ont précipité le marché dans les limbes : les marchés actions sont restés plus ou moins stationnaires au cours du mois tandis que les rendements des obligations d'État évoluaient entre 1,5 et 1,8 et que les *spreads* de crédit se maintenaient dans leur fourchette de ces derniers mois. Pendant ce temps, les marchés ont oscillé entre la faiblesse des chiffres américains et de la zone euro, les perspectives d'un « mini-accord » entre les États-Unis et la Chine et les surtaxes douanières visant l'Europe. La géopolitique et la destitution de Donald Trump ont occupé le devant de la scène tandis que la Turquie lançait son offensive militaire en Syrie. La Chine a connu des données mitigées, seulement partiellement compensées par des mesures politiques.

La croissance mondiale reste convenable, bien que plus faible que prévu et **plus vulnérable**. Les actifs risqués pourraient être épargnés grâce au positionnement accommodant des banques centrales et à la publication d'éléments nouveaux sur un « mini-accord », qui leur permettraient de rester dans une fourchette relativement étroite. Si ce scénario (croissance résiliente mais vulnérable) reste notre scénario central jusqu'à la fin de l'année, il en existe toutefois deux autres pour l'an prochain. Premièrement, celui d'une escalade de la guerre commerciale qui entraînerait une **contagion** généralisée de la faiblesse de l'industrie manufacturière à celle des services, avec des répercussions sur la consommation. Si tel était le cas, nous serions contraints d'adopter un positionnement **très défensif**. Deuxièmement, celui d'une **croissance en modeste réaccélération** sous l'impulsion des politiques budgétaires et monétaires et d'une amélioration de la situation commerciale, permettant un repositionnement sur des actifs à risque.

Quoi qu'il en soit, les marchés ne pourront rester éternellement dans les limbes. Selon nous, **quatre thèmes clés sont susceptibles de déterminer une nouvelle orientation en termes d'opportunités et de risques pour les investisseurs.** (1) **Communication plus incertaine de la part des banques centrales** à mesure que **des désaccords internes se manifestent** et que les **opinions divergentes** au sein de la Fed et de la BCE affectent les marchés. Ces points de vue contrastés et l'absence de consensus constitueront une nouvelle source de volatilité. De plus, ce phénomène interviendrait alors même que les attentes des marchés à l'égard de l'action des banques centrales sont très élevées, et même selon nous, trop élevées. (2) **Dispersion de la croissance en raison d'une mondialisation moindre et de risques idiosyncrasiques croissants (Brexit).** (3) **Résilience de la demande intérieure.** Les pays bénéficiant d'une forte demande intérieure, relativement isolés de la guerre commerciale et avec une plus grande visibilité sur leurs politiques budgétaires seraient mieux à même de résister au ralentissement. Aux États-Unis, nous devons veiller à ce qu'un ralentissement de l'activité manufacturière ne se répercute pas sur les secteurs de la consommation et des services, ce qui pourrait aggraver les risques de ralentissement. À l'heure actuelle, un tel risque est faible : la consommation est soutenue par des revenus disponibles en hausse et nous n'anticipons pas d'importantes suppressions d'emplois. (4) **Évolution incertaine des résultats :** la visibilité sur les perspectives de résultats à court terme est faible. Les anticipations ont déjà été revues à la baisse pour les prochains trimestres mais le risque de nouvelle déception reste non négligeable. Une récession des résultats sans récession économique est également possible. Or cette éventualité n'a pas encore été prise en compte par le marché.

Au vu de ces thèmes, voici nos **quatre convictions :**

- Maintien d'un **positionnement prudent sur les actifs risqués** dans un contexte de croissance de plus en plus vulnérable et de visibilité limitée sur les résultats dans un avenir proche. Les actions atteignent généralement leur plus bas de pair avec les indices ISM manufacturiers, or ces derniers ne devraient pas se stabiliser avant l'an prochain. La croissance des résultats est déjà orientée à la baisse sans qu'il n'y ait de signe particulier d'euphorie, mais sans qu'une approche excessivement négative sur les actions ne soit justifiée pour autant.
- **Les principales opportunités sur les actions proviendront de la rotation sectorielle et pas de mouvements directionnels.** L'essentiel de l'évolution directionnelle du marché étant probablement derrière nous, il importe

de ne pas se tromper sur la rotation sectorielle. La surperformance des valeurs de croissance par rapport aux titres *value* reste extrême. Les titres *value* européens sont à un plus bas sur plusieurs années. Pour que les titres *value* puissent surperformer, une reprise ou une stabilisation du rendement est nécessaire: nous n'en sommes pas encore là, mais nous sommes à la recherche de déclencheurs (les dépenses fiscales pourraient en être un) et d'entreprises *value* de bonne qualité qui pourraient s'avérer être des opportunités à saisir en 2020. Les entreprises qui présentent des bilans solides, des flux de trésorerie convenables et des modèles économiques robustes peuvent générer de solides rendements ajustés du risque.

- Nous assisterons à davantage de **dispersion entre régions**, en raison d'une mondialisation moindre, ce qui permettra de se concentrer à nouveau sur la sélection des thèmes/secteurs et des valeurs dans les pays développés comme dans les pays émergents.
- Le tableau d'ensemble n'étant pas idyllique, il est important de **suivre l'évolution** des principaux risques du marché et de se **couvrir** contre une éventuelle détérioration du scénario en se préparant à adopter une position plus défensive pour le cas où les négociations commerciales tourneraient mal ou que la récession du secteur manufacturier s'étendrait aux services et à la consommation.

Sentiment de risque global

Risk off

=

Risk on



Maintien d'un positionnement prudent sur les actifs à risque sur fond de manque de visibilité sur la croissance des résultats.

Changements par rapport au mois dernier

- ➔ Accent sur la rotation des actions avec une préférence pour les titres *value* de qualité, en particulier en Europe.
- ➔ Plus positif sur le *high yield* en euros.

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

MACRO

Le creux du cycle n'a pas été atteint. Stabilisation à l'horizon.

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

La plupart des enquêtes ont continué à se détériorer au cours de la période récente, ce qui indique que le creux du cycle n'a pas encore été atteint. Les signes précoces d'un affaiblissement se manifestent également du côté des services. Mais dans l'ensemble, **l'économie mondiale résiste à la récession du secteur manufacturier**. Si les investissements en biens d'équipement ont été affectés par l'incertitude dans de nombreux pays, la consommation des ménages, quant à elle, continue de bénéficier des créations d'emplois (même si celles-ci ont amorcé un ralentissement).

Fait peu surprenant, **le commerce mondial reste en berne**.

La reprise sera lente. Il faudra bien plus qu'un accord de façade entre la Chine et les États-Unis pour réduire le niveau d'incertitude qui pèse sur les investissements des entreprises et le ratio du commerce mondial sur PIB mondial devrait donc poursuivre son recul d'ici la fin de 2020.

La croissance continuera son ralentissement dans les économies avancées en 2020, notamment aux États-Unis, mais aussi en Chine. Toutefois, l'écart de croissance entre les économies émergentes et les économies avancées devrait se creuser en faveur des premières. Dans ce contexte, nous pensons que **l'économie mondiale devrait se stabiliser d'ici le premier semestre de 2020** au plus tard. Les risques baissiers restent néanmoins dominants. D'une part, il existe un **risque politique**, et d'autre part, il y a le **risque de marché**: une réévaluation soudaine des primes de risque resserrerait les conditions financières, affaiblissant les agents les plus endettés (à commencer par les entreprises).

L'incertitude s'est installée pour le long terme. Il convient toutefois de noter que l'épicentre du risque politique se déplace progressivement de l'Europe vers les États-Unis: le gouvernement italien a finalement opté pour un programme budgétaire plus mesuré et la probabilité d'un Brexit dur a diminué avec l'accord conclu le 17 octobre.

Aux États-Unis, en revanche, l'agitation politique liée à la procédure de destitution, associée aux sondages en faveur de la sénatrice Elizabeth Warren pour la nomination démocrate, commence à retenir l'attention des investisseurs.

Dans ce contexte, et en l'absence d'inflation, **les banques centrales resteront prudentes**. Du côté de la BCE, la publication des procès-verbaux et les positions de plusieurs responsables des principales banques centrales de la zone euro montrent que **les désaccords n'ont jamais été aussi prononcés depuis la création de la BCE**, ce qui réduit la probabilité de voir davantage d'accommodation. La priorité pour Christine Lagarde (qui prendra ses fonctions début novembre) sera de rassembler à nouveau les différentes banques centrales. Du côté de la Fed, **la stratégie monétaire restera opportuniste**. Ici encore, les dissensions sont vives. Ces dernières semaines, les marchés ont fortement révisé à la baisse leurs anticipations, tant pour ce qui concerne la Fed (-60 pb attendus fin 2020 contre -125 pb il y a quelques semaines) que pour ce qui est de la BCE (-10 pb attendus fin 2020 contre -40 pb quelques semaines plus tôt). Les attentes du marché sont désormais plus conformes à notre scénario central.

À l'avenir, **les banquiers centraux exerceront une pression accrue** sur les gouvernements pour qu'ils prennent le relais de la politique monétaire en adoptant une politique budgétaire plus accommodante. Nombre de pays émergents ont déjà assoupli leurs politiques budgétaires. Les économies avancées devraient progressivement leur emboîter le pas. Dans la zone euro, nous pouvons compter sur Christine Lagarde pour mettre les gouvernements face à leur devoir.

“ Les données manufacturières continuent de se détériorer, mais la vigueur de la consommation des ménages et la croissance des marchés émergents pourraient soutenir l'économie mondiale. ”

Le point de vue des stratégestes

Les risques financiers et géopolitiques appellent un dollar fort

Le passage de l'ISM manufacturier américain en dessous de 50 pour les mois d'août et septembre n'a pas eu d'impact significatif sur le dollar. Les fortes baisses de l'indice ISM manufacturier ont, dans le passé, généralement coïncidé avec un dollar fort plutôt que faible. Cela est dû à l'influence qu'exerce l'économie américaine sur l'économie mondiale et au statut de monnaie refuge du dollar.

Un contexte économique américain faible affecte négativement la croissance mondiale, provoquant un pessimisme économique dans le monde entier, qui se traduit à terme par un environnement d'aversion au risque. Cet environnement d'aversion au risque, associé à l'absence de réelle alternative pour les investisseurs, s'avère être le principal moteur de la vigueur du dollar. En Europe, en revanche, la détérioration de l'activité économique, le portage négatif par rapport au dollar et les anticipations d'inflation pessimistes sont annonciateurs d'un euro faible à l'avenir.

Ailleurs, le niveau élevé d'ambiguïté sur les négociations commerciales sino-américaines exerce des pressions sur le CNY, renforçant ainsi le taux de change effectif du dollar américain. C'est aussi le cas pour des monnaies déjà déprimées, dépendantes du commerce mondial, telles que la SEK et l'AUD.

*Le taux de change effectif du dollar américain et une mesure de la valeur du dollar par rapport aux autres devises mondiales.
CNY = yuan chinois SEK = couronne suédoise AUD = dollar australien.*

GESTION DIVERSIFIÉE

La flexibilité est primordiale dans un contexte de fin d'année incertaine

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Le creux du cycle n'a pas encore été atteint et on peut s'attendre à une poursuite du ralentissement tant en Europe qu'aux États-Unis. L'Europe devrait se voir plus fortement affectée, car son économie est plus ouverte et, par conséquent, des pays comme l'Allemagne subissent de plein fouet les tensions commerciales. Cette faiblesse commerciale, conjuguée à la faiblesse de la consommation intérieure, pourrait entraîner une propagation des risques **de la production manufacturière vers la consommation**.

Toutefois, nous n'y voyons pas le début d'une récession. Nous croyons en revanche à l'émergence prochaine de **deux thèmes étroitement liés : l'incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt et l'ambiguïté sur la direction du marché**, sur fond de détérioration continue du contexte macroéconomique. De plus, d'un point de vue géo/politique, la situation est mitigée avec un nouveau gouvernement en Italie, les premiers signes d'une résolution de la saga du Brexit et la procédure de destitution engagée contre le président américain Donald Trump qui pourrait encore avoir un impact sur le sentiment du marché. Ce n'est donc pas le moment de renforcer le risque. Au contraire, nous préférons rester prudents, en maintenant une approche flexible, car un rebond ne peut être exclu.

Des idées à conviction forte

Dans ce contexte incertain, nous soulignons trois domaines de conviction pour l'ensemble des catégories d'actifs.

1. **La faible visibilité sur les résultats futurs des entreprises appelle une attitude prudente sur les actions.** La valeur relative entre les actions et les obligations diminue, mais il est trop tôt pour adopter un positionnement entièrement défensif. Nous pensons plutôt que la flexibilité est de mise et qu'il convient d'adopter des stratégies d'options pour ajuster tactiquement les expositions et ainsi profiter d'un éventuel rebond du marché. En effet, la stabilisation des PMI pourrait soutenir les actions, notamment dans les secteurs cycliques tels que l'énergie et la consommation discrétionnaire, tant dans l'UE qu'aux États-Unis, mais les prises de position directionnelles sont probablement encore trop risquées. La **rotation sectorielle** pourrait également présenter des opportunités, de même que les **thèmes nationaux** dans les pays émergents, en particulier en Chine.
2. **La quête de rendement se poursuivra, la quantité d'obligations à rendement négatif se situant à des sommets historiques.** Les anticipations selon lesquelles le gouvernement italien maintiendra la discipline budgétaire constituent une toile de fond positive pour les BTP italiens à 30 ans par rapport aux BTP allemands à 30 ans. En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous préférons l'Europe aux États-Unis et sommes désormais plus constructifs, tactiquement, sur le HY européen (principalement pour le portage) en raison des perspectives favorables en termes de défaillances, de l'offre limitée et du positionnement accommodant de la BCE. En ce qui concerne les obligations émergentes, les conditions financières (dans les pays émergents), dont le portage attractif, les banques centrales mondiales accommodantes et l'inflation contenue dans les pays développés, sont favorables à la recherche d'une exposition aux produits de *spread* sur ce segment. Pour ce qui est des devises, nous pensons qu'il convient de continuer à rechercher des opportunités de portage parmi les devises émergentes, où certains développements positifs sur le front commercial entre les États-Unis et la Chine nous ont conduits à ajuster notre sélection.
3. **Les marchés comptent sur l'action conciliante des banques centrales.** Sur ce point, nous restons positifs sur la durée, mais avons ajusté certains de nos points de vue sur les taux réels à 10 ans au Royaume-Uni et les Schatz allemands, qui continueront à bénéficier du soutien d'une BCE ultra-accommodante. Nous restons constructifs

“ Dans un contexte de détérioration structurelle, nous pensons qu'il est préférable de rester prudent, tout en se tenant prêt à un ajustement tactique des positions en matière de risque. Nous sommes constructifs sur le crédit EUR.”

sur la duration américaine la Fed se montrant accommodante et préférons donc les taux américains à 10 ans par rapport aux taux allemands à 5 ans.

Risques et couvertures

La récession mondiale, l'incertitude entourant la guerre commerciale, l'inaction des banques centrales et le ralentissement de la zone euro sont autant de risques qui pourraient avoir une incidence sur des portefeuilles diversifiés. Nous recommandons par conséquent de mettre en place des couvertures structurelles telles que le yen et l'or pour se prémunir contre une baisse extrême.

USD = Dollar américain, JPY = Yen japonais, PMI = Indice des directeurs d'achats, Schatz = Bund allemand à court terme, BCE = Banque centrale européenne. BTP = Bons du Trésor italien. EM FX = Devises émergentes.

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

Appétit élevé pour le crédit, exploiter le portage et se montrer sélectif

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

Bien que l'économie mondiale connaisse actuellement un ralentissement, nous ne nous attendons pas à une récession. Aux États-Unis, la consommation et les services, qui représentent une part importante de l'économie américaine, devraient fournir un soutien. Par contre, l'incertitude entourant la guerre commerciale en cours et la faiblesse du secteur manufacturier nous amènent à anticiper une attitude accommodante de la part des banques centrales. L'heure est donc à la **prudence mais sans excès**. Nous estimons qu'il convient de maintenir un positionnement sur le crédit pour exploiter les opportunités de portage en faisant preuve de sélectivité, car l'appétit est élevé, ce qui pourrait conduire à une certaine complaisance des marchés. Dans ce contexte, il convient d'**être sélectif, bien diversifié et attentif à la liquidité**.

Obligations des marchés développés

Du point de vue des **obligations internationales**, nous restons neutres quant à la duration, avec une préférence pour la **duration** aux **États-Unis** par rapport à la zone euro et au Japon. Nous continuons de privilégier une

stratégie de pentification de la courbe au Royaume-Uni avec une prolongation du segment long de la courbe de rendement britannique. Nous prévoyons également un aplatissement de la courbe en euros, tandis qu'aux États-Unis, nous continuons d'exploiter les opportunités de courbe. **En Europe**, nous maintenons notre vision favorable du crédit IG en euros du fait de la politique accommodante de la BCE, mais nous sommes négatifs à l'égard des entreprises de services aux collectivités et avons ajusté nos perspectives pour celles du secteur financier. Nous restons vigilants à l'égard de certains risques idiosyncratiques dans le segment du high yield (HY). En matière de dette souveraine, nous sommes constructifs vis-à-vis des pays périphériques européens et légèrement plus positifs quant aux BTP italiens étant donné la stabilisation du contexte politique.

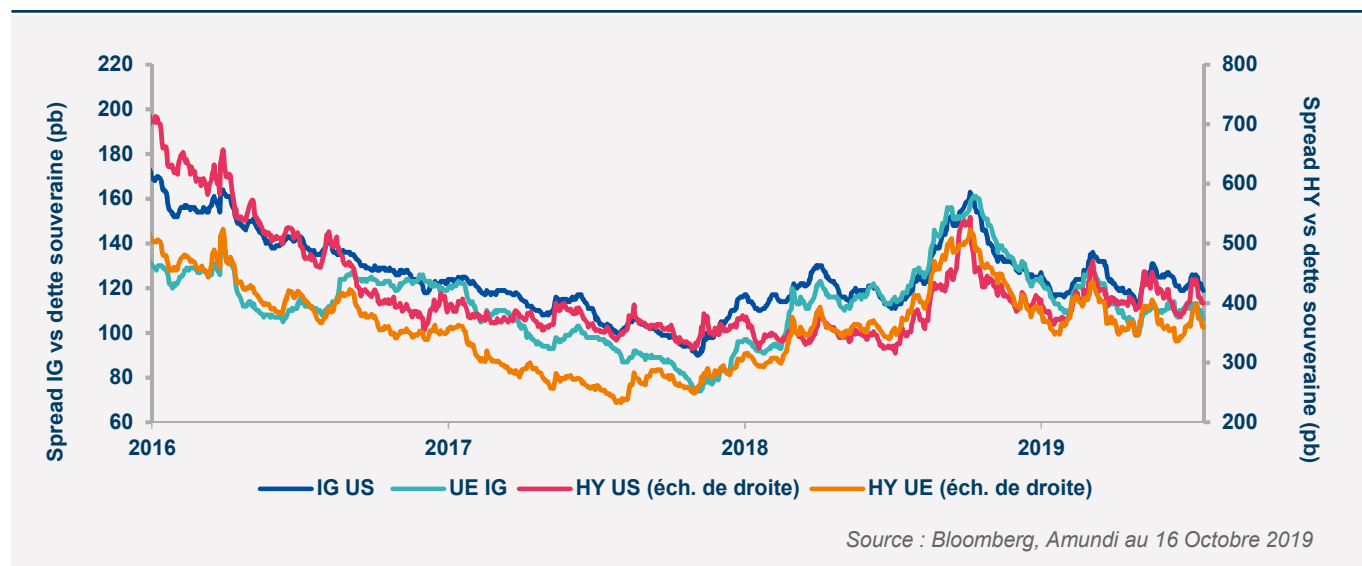
Du point de vue d'un investisseur américain, les bons du Trésor à 10 ans peuvent paraître coûteux, les investisseurs recherchant la sécurité dans un contexte d'incertitude sur le front commercial et de chute des données ISM. Cependant, compte tenu de la vigueur du secteur des services, de la consommation et des petites entreprises, la Fed devrait évaluer les données de près avant tout assouplissement monétaire additionnel. Par conséquent, nous estimons qu'il convient de limiter l'exposition à la durée américaine. Nous maintenons un **positionnement modéré en matière de risque** sur le crédit américain et nous nous concentrons sur les secteurs permettant une exposition à la consommation intérieure américaine et une diversification accrue dans des secteurs où les valorisations relatives sont attractives. Par conséquent, nous voyons d'un bon œil les ABS, les titres adossés à l'immobilier commercial ou résidentiel (CMBS et RMBS), ainsi que les MBS d'agences gouvernementales qui paraissent attractifs. Nous continuons également d'anticiper une pentification de la courbe des bons du Trésor et envisageons positivement les emprunts d'État indexés sur l'inflation (TIPS) en raison de la probabilité plus élevée de surprise à la hausse de l'inflation (liée à la croissance des salaires et aux surtaxes douanières).

“ Nous nous attendons à ce que le ralentissement économique se poursuive, mais n'attendons pas de récession. Cela sous-tend un regard positif sur le crédit en Europe et sur les secteurs exposés aux consommateurs américains.”

Obligations des marchés émergents

Nous préférons pour le moment maintenir un **positionnement globalement prudent**, bien que nous pensions que la classe d'actifs puisse être un bénéficiaire net du bras de fer entre croissance plus faible et politique monétaire plus souple. Au vu des fondamentaux, les pays d'Amérique latine sont relativement plus attractifs en ce moment, mais nous surveillons attentivement les perspectives des matières premières, qui pourraient peser sur cette région. Nous sommes devenus plus constructifs à l'égard du Brésil (monnaie locale et entreprises), tandis que nous avons réduit notre optimisme à l'égard de l'Indonésie et de la Russie.

Spreads de crédit



Devises

Compte tenu de la liquidité et du rendement attractif offert par le **dollar américain** et de la protection offerte par le **yen**, nous sommes positifs sur ces deux devises. Nous privilégions également l'échange en valeur relative de **NOK vs SEK**, compte tenu du positionnement plus dur de la Norges Bank. Le désavantage de taux et les mesures d'assouplissement de la BCE constituent un fardeau pour l'euro. Nous sommes neutres sur la livre sterling. Les **devises émergentes** devraient rester faibles dans un tel contexte étant donné qu'elles sont les plus exposées à la croissance mondiale.

NOK = couronne norvégienne. SEK = couronne suédoise. JPY = yen japonais. GBP= livre sterling

ACTIONS

Les dislocations du marché, source d'opportunités dans l'univers *value*

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

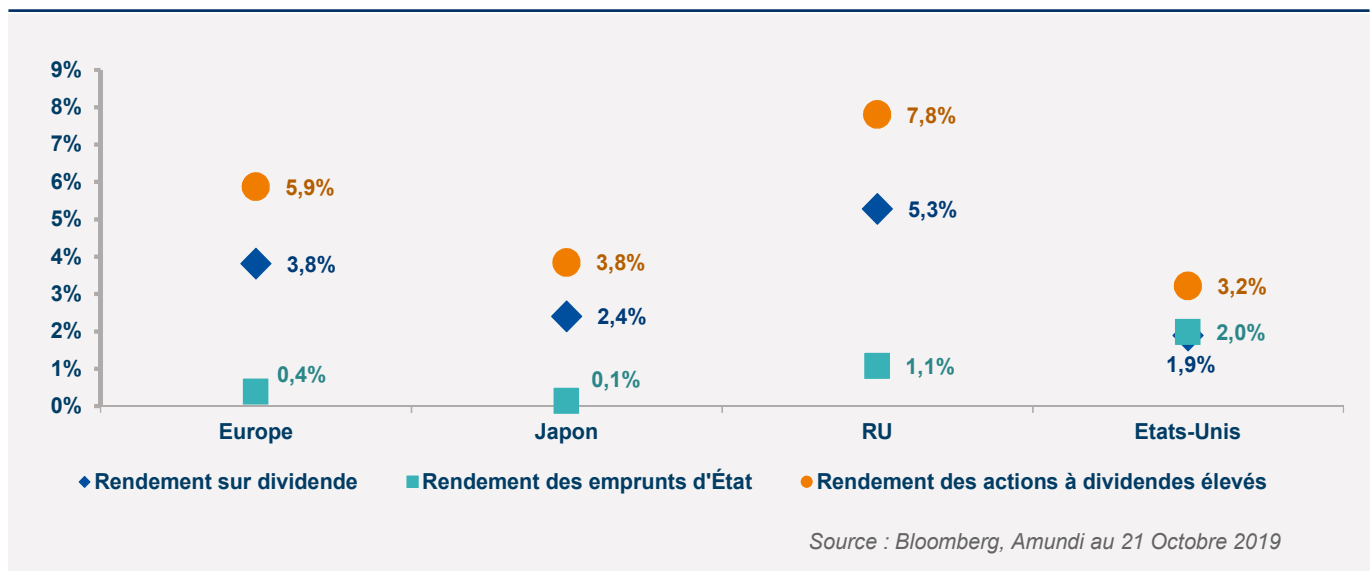
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

Dans l'ensemble, les paris directionnels sur les marchés actions peuvent s'avérer trop risqués dans la conjoncture actuelle (ralentissement économique, commerce mondial incertain). Les investisseurs actifs doivent néanmoins se montrer attentifs aux opportunités offertes par certains segments attractifs du marché. **Les valorisations des titres *value* par rapport aux valeurs de croissance sont extrêmement attractives**, ce qui constitue le premier signal d'un potentiel renversement de la tendance pluriannuelle de surperformance de la croissance par rapport au *value*. Nous surveillons activement de telles poches, mais nous sommes extrêmement sélectifs, car nous constatons que les entreprises qui ne répondent pas aux attentes dans l'environnement incertain actuel sont durement sanctionnées par le marché. Pour l'avenir, nous pensons qu'il est de plus en plus judicieux de se tourner vers le marché des actions dans une perspective de revenu. En effet, face à des rendements obligataires ultra-bas, voire négatifs, les dividendes des actions paraissent particulièrement attractifs.

Rendements obligataires vs dividendes d'actions



Actions des marchés développés

En Europe, **la dislocation entre les valeurs de croissance et les titres value** est sans précédent et offre des opportunités d'investissement. Les actions *value* se négocient à des niveaux historiquement bas par rapport aux valeurs de croissance et nous estimons que les premières constituent un terrain de chasse attractif pour la sélection de valeurs. Ainsi, les zones qui, relativement, présentent une qualité supérieure et qui sont moins exposées aux perturbations sont intéressantes. De telles opportunités existent de manière sélective dans des secteurs tels que les matériaux de construction, l'industrie, la consommation discrétionnaire et les services financiers.

En revanche, nous sommes **prudents** quant aux **valorisations très élevées de certaines poches de l'univers de croissance**. L'actuelle saison de publication des résultats montre qu'il y a peu de marge pour les erreurs lorsque les titres de croissance à valorisations élevées déçoivent, d'où la nécessité de faire preuve de prudence.

Au niveau du portefeuille, nous continuons à rechercher **l'équilibre**. À cette fin, nous préférons les secteurs de la **santé** et des **télécommunications dans les compartiments les plus défensifs aux biens de consommation de base**, car les deux premiers offrent une meilleure marge de sécurité. Nous nous intéressons également aux opportunités qui se présentent dans le secteur intérieur britannique qui se négocie à des niveaux déprimés.

Aux **États-Unis**, les valorisations des actions restent attractives par rapport aux titres obligataires, mais le ralentissement mondial et l'incertitude des politiques gouvernementales incitent à une **approche plus prudente**. Bien que la croissance des bénéfices au cours de la saison à venir soit probablement faible, les prévisions pour le prochain trimestre et pour 2020 seront un indicateur essentiel. Nous sommes **plus constructifs sur les titres value que sur les valeurs de croissance**. Malgré les données macroéconomiques et l'actualité difficiles (commerce, destitution, candidature présidentielle d'Elizabeth Warren), les titres *value*/cycliques sont convaincants en termes de valorisation relative et le sentiment suggère que l'appétit pour le risque est à la hausse à l'heure actuelle. Ce n'est donc pas le moment d'adopter un positionnement trop défensif. D'un point de vue *bottom-up*, nous pensons que les valeurs **cycliques de haute qualité** pourraient offrir des opportunités en cas de hausse.

“La rotation sectorielle a généré des opportunités attractives sur les titres value de qualité, avec une préférence pour les valeurs cycliques.”

Actions émergentes

Côté **émérgents**, **les valorisations sont encourageantes** et le marché pourrait bénéficier d'un mini-accord sur le plan commercial.

Nous restons plutôt positifs à l'égard des pays tirés par leur consommation intérieure au cours des prochains mois (comme le Brésil, l'Indonésie, la Russie et l'Inde) et sommes devenus modérément constructifs à l'égard de la Chine même si nous nous attendons à de la volatilité dans le futur proche.

Au niveau sectoriel, nous privilégions les technologies de l'information (notamment en Corée et à Taiwan) et le secteur de l'énergie lorsque les valorisations et les flux de trésorerie disponible sont très attractifs.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	=		La croissance des bénéfices devrait être faible et tous les regards se tourneront vers les prévisions pour 2020. Toutefois, malgré des données macroéconomiques et une actualité difficiles (accord commercial, candidature à la présidence d'Elizabeth Warren, mise en accusation de Donald Trump), il existe certaines poches (titres <i>value/cycliques</i>) aux valorisations convaincantes.
	Europe	=/+		La détérioration des fondamentaux économiques a une incidence négative sur les prévisions de résultats. L'accord sur le Brexit réduit le risque géo/politique en Europe. Les fondamentaux des entreprises demeurent solides, les valorisations sont correctes et la volatilité accrue, tandis que les dislocations du marché pourraient générer des opportunités. La BCE accommodante devrait être un facteur de soutien.
	Japon	-/=		Nous maintenons notre point de vue prudent sur les actions japonaises. Les valorisations sont attractives et les entreprises sont de mieux en mieux disposées à l'égard des actionnaires. Toutefois, les bénéfices des entreprises devraient être affectés par le ralentissement mondial et l'appréciation du yen qui constitue un obstacle de taille.
	Marchés émergents	-/=		Les valorisations des entreprises émergentes semblent attractives sur une base relative. Un mini-accord entre les États-Unis et la Chine, une forte demande intérieure et des politiques monétaires et budgétaires favorables (baisse des taux en Inde et au Brésil) devraient constituer un soutien. A contrario, les principaux risques sont certaines situations idiosyncrasiques (Brésil, Turquie), l'escalade de la guerre commerciale et l'orientation de la politique de la Fed par rapport aux attentes du marché.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Bien qu'en elles-mêmes les obligations d'État américaines ne soient pas bon marché, elles demeurent néanmoins attractives par rapport aux principaux autres marchés obligataires. À moins d'une détérioration des perspectives de croissance et de l'emploi aux États-Unis et d'une nouvelle escalade dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, la Fed devrait faire une pause et évaluer les publications de données.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+	▲	Nous restons sur un positionnement de risque relativement modéré et pensons qu'il convient de rechercher des opportunités dans de multiples secteurs en se concentrant sur la qualité. À cet égard, le crédit titrisé est valorisé de manière attractive, offre une solide protection de crédit et une exposition à la consommation américaine, et permet d'éviter les risques liés à la croissance mondiale.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Nous maintenons un positionnement neutre, les spreads du HY américain étant plus serrés que la moyenne à long terme, bien qu'ils dépassent encore le coût des défauts. Compte tenu des risques liés à la croissance économique, il est important de se concentrer sur la sélection et de se préoccuper de la gestion de la liquidité.
	Govies Europe	-/=		La BCE a proposé un programme d'assouplissement (QE, Tiering, baisse des taux), les données économiques se sont détériorées, l'inflation est restée atone et le Bund à 10 ans a atteint son niveau plancher à -0,55 %, tandis que l'intégralité de la courbe est en territoire négatif. Nous restons positifs sur les principaux pays périphériques européens (Espagne et Italie) dopés par les prévisions de la BCE et la nouvelle coalition politique en Italie qui se montre disposée à trouver un accord avec la Commission européenne sur le budget 2020.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Nous sommes positifs à l'égard de la dette IG en euros et en particulier la dette subordonnée des financières européennes. L'amélioration des facteurs techniques, l'appétit pour le rendement et le programme de QE de la BCE continueront de déterminer le marché. Il est toutefois important de porter une attention particulière à la liquidité dans cette phase du cycle.

Allocations d'actifs			
Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
Euro Obligations d'entreprise HY	+		Nous sommes conscients des risques idiosyncrasiques et de liquidité et nous restons sélectifs. Toutefois, la BCE accommodante soutient l'environnement général de la dette HY en euros que nous privilégions en raison des opportunités de portage qu'elle offre
Émergents Dette en devise forte	+		La détérioration de la conjoncture économique a eu une incidence sur le sentiment, mais les valorisations sont attractives et les fondamentaux restent également solides. Un environnement caractérisé par de faibles taux d'intérêt devrait être positif pour la dette émergente en devise forte, mais nous nous concentrons sur les fondamentaux. Nous surveillons également les décisions de politique monétaire des banques centrales qui jouent un rôle clé pour cette classe d'actifs.
Émergents Dette en devise locale	=		Nous préférons les taux et restons prudents sur les devises. Les incertitudes entourant les perspectives économiques mondiales sont orientées à la baisse, ce qui pourrait exercer une pression sur les devises émergentes. Les banques centrales des pays émergents ont intensifié l'assouplissement de leur politique monétaire et un nouvel assouplissement est également probable. Toutefois, nous adoptons une approche flexible pour faire face à d'éventuels problèmes de liquidité.
AUTRES	Matières premières		Les guerres commerciales, l'affaiblissement de la croissance et l'appréciation du dollar américain dans un contexte de faiblesse des monnaies émergentes constituent les principales préoccupations. La dynamique de l'offre et de la demande devrait continuer à influencer les prix, l'affaiblissement de la demande compensant les primes de risque géopolitique et les inquiétudes liées aux perturbations de l'offre. Les conditions financières devraient toutefois demeurer relativement favorables grâce aux BC accommodantes. L'assouplissement des conditions financières et l'expansion du bilan de la Fed détermineront l'or en 2019, tandis que la faiblesse du dollar américain devrait soutenir les valorisations. Nous maintenons notre objectif à 12 mois de 1 550 \$/once. Les métaux de base seront touchés par la demande chinoise et le ralentissement économique mondial, mais le tableau d'ensemble demeure favorable.
	Devises		L'EUR/USD est principalement déterminé par la croissance mondiale. Or, notre scénario macroéconomique prévoit une poursuite du ralentissement modéré que connaissent actuellement les pays développés. La devise devrait donc rester proche de ses niveaux actuels. Notre objectif à 12 mois se situe à 1,13. Toutefois, si la demande mondiale et la situation commerciale s'amélioraient, la devise pourrait s'apprécier davantage. Le yen reste soutenu par le ralentissement actuel de la croissance mondiale. Notre objectif pour l'USD/JPY à 12 mois se situe à 104. Le GBP/USD devrait rester sous pression dans un contexte de prolongement de l'incertitude liée au Brexit. Notre objectif à 12 mois se situe à 1,25.

LÉGENDE



Source : Amundi, au jeudi 22 octobre 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 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, sont susceptibles de changer et 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

Brexit : accord probable, mais pas dans l'immédiat

SERGIO BERTONCINI, Responsable de la Recherche Taux et Change

TRISTAN PERRIER, Économiste Senior

SILVIA DI SILVIO, Stratégiste Fixed Income & Change

Finalisé le 30/10/2019

L'essentiel

Les risques de Brexit sans accord ont sensiblement diminué au cours des dernières semaines, de sorte que la Banque d'Angleterre est maintenant plus susceptible de maintenir sa politique monétaire en suspens et d'adopter une attitude attentiste jusqu'à l'année prochaine. Les rendements nominaux britanniques ont déjà écarté l'essentiel du risque de *no deal*, avec une correction de près de 30 pb par rapport à leur creux d'octobre et ils devraient désormais converger vers la tendance mondiale des taux nominaux.

Le dossier du Brexit a connu d'importants développements au cours des deux dernières semaines d'octobre.

Un nouvel accord de retrait a été conclu le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, mais le Parlement britannique (tout en acceptant le principe de cet accord) a refusé de le ratifier par une procédure accélérée. Ceci a contraint le Premier ministre britannique à requérir, et obtenir de l'UE, un nouveau report de la date du Brexit au 31 janvier 2020. Enfin, le Parlement britannique a donné son feu vert à l'organisation d'élections anticipées le 12 décembre, le gouvernement faisant savoir qu'il n'y aurait pas de nouvelle tentative d'obtenir la ratification de l'accord de Retrait d'ici-là.

La principale conséquence de ces événements est que le risque de Brexit sans accord, encore perçu comme élevé il y a quelques semaines, a fortement diminué. En effet, si le résultat des élections britanniques, est, en raison du système électoral, toujours difficile à prévoir, les principaux scénarios électoraux ne plaident pas pour une sortie brutale du Royaume-Uni de l'UE.

Une victoire des Conservateurs (aujourd'hui nettement en tête des sondages) serait, ainsi, probablement suivie de la ratification de l'accord de retrait. C'est là un changement fondamental, puisqu'avant l'existence d'une formule de Brexit acceptable à la fois par l'UE et par l'ensemble du Parti Conservateur, le scénario très possible d'une victoire électorale de ce dernier était plutôt perçu comme de nature à augmenter le risque d'une sortie sans accord.

En cas de victoire des partis d'opposition, en revanche, le Royaume-Uni pourrait se diriger vers un second référendum. Notons cependant que l'issue d'un tel référendum apparaît à ce jour, très incertaine, d'autant plus que l'on ne sait pas exactement quelle serait l'alternative présentée aux électeurs (l'un des choix possibles serait, très probablement, le maintien du Royaume-Uni dans l'UE, mais plusieurs possibilités sont envisageables concernant l'autre, ou les autres choix).

Les quelques itinéraires subsistants conduisant à un Brexit sans accord paraissent très improbables. Il faudrait pour cela une conjonction d'événements tels que, par exemple, des élections ne permettant pas la formation d'une majorité gouvernementale, le rejet par les électeurs des formules autres que le « hard Brexit » qui pourraient leur être proposées par référendum, ou encore un durcissement de la position des Conservateurs qui tenteraient de renégocier l'accord de Retrait, envenimant les relations avec l'Union Européenne. Mais, même dans de tels cas, il faudrait encore un épuisement de nombreuses solutions alternatives avant d'arriver à une sortie brutale.

Rappelons toutefois que la ratification de l'accord de retrait, qui semble aujourd'hui le scénario le plus probable, sera loin de régler définitivement la question du Brexit. En effet d'après cet accord, au lendemain du Brexit officiel, le Royaume-Uni entrera dans un régime de transition lui permettant de conserver l'essentiel de son accès au Marché Unique Européen (quoique sans participation aux instances décisionnaires). C'est durant cette période de transition (prévue pour durer jusqu'à fin 2020, avec la possibilité d'une extension jusqu'à fin 2021 ou 2022) que le pays devra négocier le cadre durable de ses relations avec l'UE. La tâche ne sera pas facile compte tenu du fait que la négociation de traités de libre-échange prend, en général, de nombreuses années.

Même dans un scénario de Brexit ordonné, on ne peut donc écarter de nouveaux épisodes d'incertitude. Il est possible, par exemple, qu'afin d'avoir les mains libres pour mettre en œuvre des traités de commerce avec des pays tiers, les Conservateurs pro-Brexit les plus durs tentent d'empêcher une extension de la période de transition (une décision à ce sujet doit, en principe, être convenue entre le Royaume-Uni et l'UE avant le 1^{er} juillet 2020). Il serait alors théoriquement possible que le Royaume-Uni perde son accès au Marché Unique dès fin 2020, sans qu'un traité de libre-échange avec l'UE ait eu le temps d'être négocié (ou du moins les Conservateurs britanniques peuvent-ils brandir cette menace pour hâter les négociations avec l'UE). Qu'un tel scénario soit, au final assez improbable (l'Europe a prouvé maintes fois qu'elle savait trouver solutions et extensions des délais quand il le fallait) n'empêchera pas forcément qu'il y ait des montées temporaires de doutes à ce sujet.

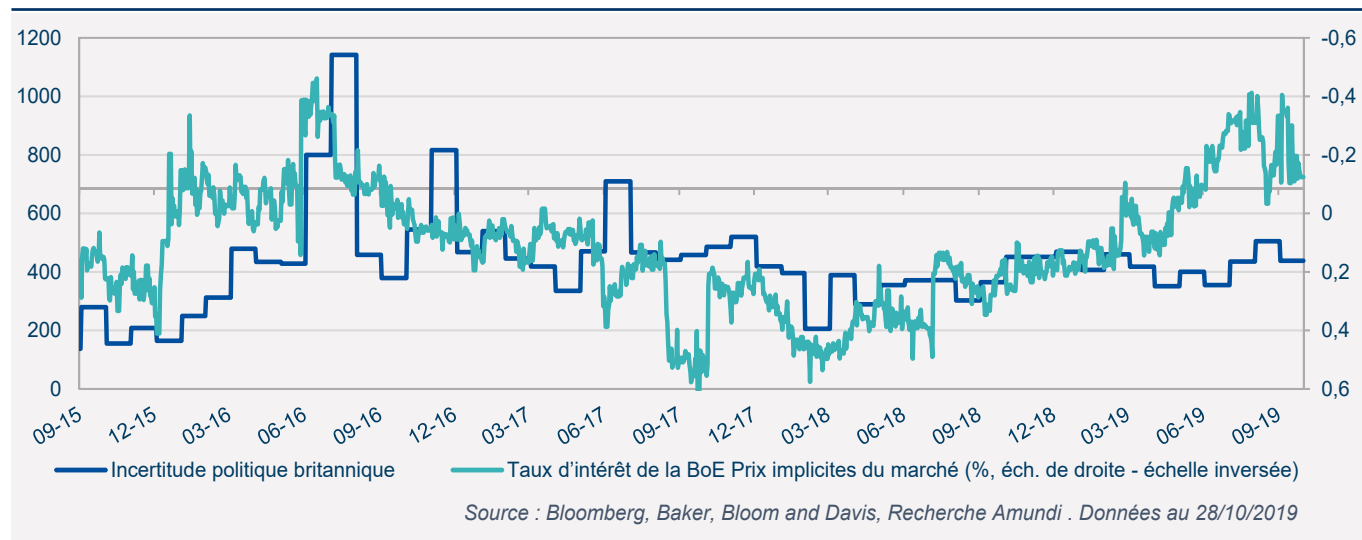
Cependant, dans l'ensemble, nous jugeons que les tensions liées au Brexit devraient être moins fortes en 2020 qu'en 2019. C'est là un développement positif avant tout pour l'économie britannique, pour laquelle nous avons une prévision de croissance de 1,1 % en 2020, même si nous jugeons que la perte d'accès au Marché Unique Européen, si elle est confirmée, sera quand même préjudiciable à la croissance potentielle. C'est également un élément positif, dans une moindre mesure, pour l'économie de la zone euro, où les effets néfastes du Brexit sur la confiance industrielle et le commerce extérieur (notamment celui de l'Allemagne) ont parfois été visibles en 2019.

Point sur la Banque d'Angleterre

Depuis le référendum sur le Brexit du 23 juin 2016, la Banque d'Angleterre (BoE) a parcouru un chemin difficile. En effet, celle-ci a dû calibrer sa politique monétaire en cherchant à trouver un équilibre entre une inflation poussée à la hausse par la dépréciation prolongée de la livre sterling et l'affaiblissement de l'activité économique résultant de l'incertitude engendrée par les négociations entre le Royaume-Uni et l'UE sur les modalités de l'accord de retrait.

Cela s'est traduit par une baisse de 25 pb des taux d'intérêt au lendemain du référendum (août 2016), afin de soutenir l'économie au vu des prévisions d'un affaiblissement significatif, suivie de deux hausses (de 25 pb chacune) en novembre 2017 et août 2018. Ces deux hausses se fondaient sur le maintien persistant de l'inflation au-dessus de la cible et sur la constatation que l'économie résistait mieux que prévu dans les projections de la banque centrale. Malgré le niveau constant et très élevé du tapage politique, les orientations prospectives de la BoE ont toujours reposé sur son ouverture à un durcissement modéré et progressif de sa politique monétaire en cas de Brexit ordonné. Cependant, avec le ralentissement mondial qui a commencé à se dessiner au second semestre de 2018 et qui est devenu depuis lors un grave problème de marché, les principales banques centrales ont réorienté leur politique vers plus d'accommodation et la BoE a conditionné ses orientations prospectives non plus seulement à une sortie ordonnée de l'UE mais également à un redressement de la croissance mondiale.

1/ Incertitude politique britannique et taux d'intérêt de la BoE



À ce jour, en dépit d'incertitudes persistantes, la probabilité d'un Brexit dur a sensiblement diminué (passant de 40 % à son plus haut niveau, à environ 5 % actuellement, selon le bookmaker Betfair) le Royaume-Uni et l'UE ayant présenté un projet commun d'accord de retrait lors du Conseil européen du 17 octobre dernier. Un accord semble désormais être l'issue la plus probable, étant donné la volonté affichée du parti conservateur de faire approuver l'accord par le Parlement britannique.

Par conséquent, nous estimons que la prolongation de trois mois du délai d'application de l'article 50 sera propice à un accord, mais n'offrira pas à la Banque d'Angleterre une marge de manœuvre suffisante pour normaliser ses taux d'intérêt. Le plus vraisemblable, selon nous, serait que la banque centrale maintienne les taux en suspens, à moins que la situation mondiale ne se détériore davantage, créant les conditions d'une baisse plutôt que d'une hausse. Deux principaux facteurs plaident en faveur d'un maintien « en pause ». Le premier, de nature nationale, est l'incertitude entourant la fin de la période de transition. En effet, les accords commerciaux nécessitent habituellement des années de débats avant d'être ratifiés. Le second, de nature plus globale, est lié au profond changement des politiques monétaires durant les derniers trimestres, celles-ci ayant désormais clairement opté pour un assouplissement synchronisé.

Banque d'Angleterre - Déclarations et commentaires récents sur la politique

Date	Intervenant	Principale(s) citation(s)	Tribune
18 octobre	Mark Carney, gouverneur	« S'il est adopté (l'accord sur le Brexit), il dissipera une grande partie de l'incertitude et nous devrions assister à un rebond de l'investissement »	Interview pour Bloomberg TV
16 octobre	Mark Carney, gouverneur	« Nous ne considérons pas que les taux d'intérêt négatifs fassent partie de la boîte à outils de la Banque d'Angleterre. »	Discours à Harvard
15 octobre	Gertjan Vlieghe, membre du Comité de politique monétaire	« Un accord sur le Brexit à court terme qui réduirait l'incertitude et laisserait suffisamment de temps aux entreprises pour se préparer aux changements à venir des relations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE pourrait stimuler suffisamment l'investissement de sorte à éviter la nécessité d'une politique monétaire plus souple et remettre à l'ordre du jour d'éventuelles hausses de taux progressives et limitées. Un scénario d'incertitude fortement enracinée autour de la question du Brexit est susceptible de maintenir la croissance économique en deçà de son potentiel et de rendre nécessaire une dose de relance monétaire. Enfin, il est plus probable qu'un Brexit sans accord nécessitera un assouplissement monétaire plutôt qu'un resserrement, mais étant donné que l'offre, la demande et le taux de change sont susceptibles de connaître des baisses importantes, l'orientation des taux d'intérêt n'est pas automatique. »	Discours à Londres
14 octobre	Jon Cunliffe, gouverneur adjoint	« Des taux faibles sur la durée rendent la gestion de la demande de l'économie plus difficile en période de ralentissement, ce qui réduit la marge d'assouplissement monétaire à l'aide d'outils conventionnels. »	Discours à Londres
13 octobre	David Ramsden, gouverneur adjoint	« Je vois moins d'arguments en faveur d'une position monétaire plus accommodante. »	Interview pour le Daily Telegraph
27 septembre	Michael Saunders, membre du Comité de politique monétaire	« Si le Royaume-Uni évite un Brexit sans accord, la politique monétaire pourrait évoluer dans les deux sens et je pense qu'il est tout à fait plausible que le prochain mouvement des taux se fasse à la baisse plutôt qu'à la hausse. »	Discours à Barnsley

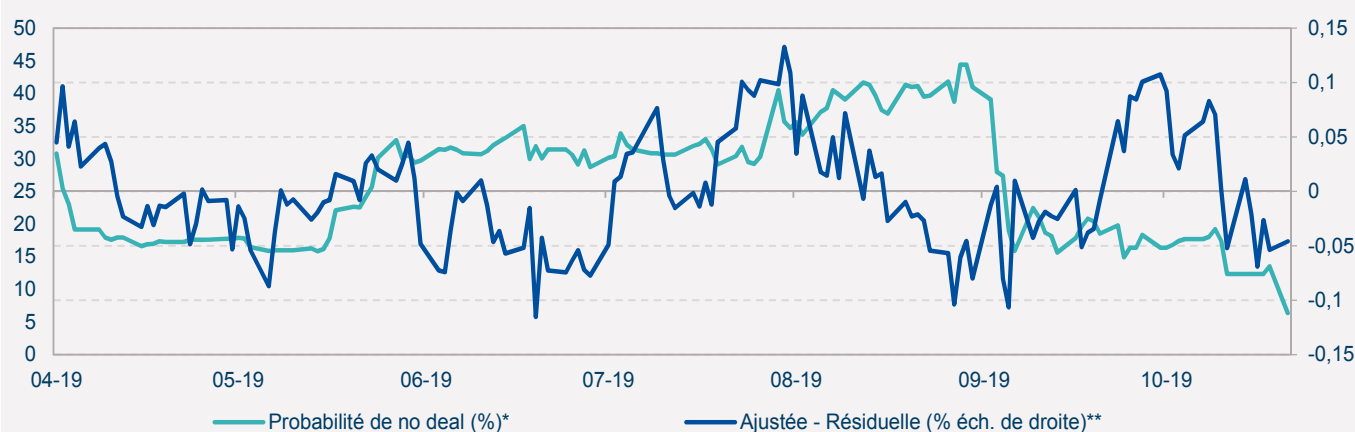
Taux britanniques

Dans le sillage de l'évolution encourageante des négociations sur le Brexit et, dans une certaine mesure, d'une tendance mondiale plus large sur les marchés obligataires, les taux nominaux britanniques ont rapidement augmenté au cours des deuxième et troisième semaines d'octobre. Les taux à 10 ans ont augmenté par rapport aux creux du début d'octobre, passant d'environ 40 pb à une fourchette située entre 65 et 75 pb au moment de la rédaction du présent rapport. La chute du scénario de Brexit sans accord à des niveaux de probabilité très faibles, voire marginaux, a sans aucun doute joué un rôle important dans cette évolution. La probabilité implicite des marchés d'un assouplissement de l'orientation de la BoE s'est rapidement modifiée, ceux-ci adoptant une

attitude plus neutre, alors qu'ils intégraient plus d'une baisse de 25 pb au plus fort de l'incertitude au lendemain des dernières évolutions.

Compte tenu des perspectives de la politique monétaire mondiale et des incertitudes politiques qui persistent à court terme, nous nous attendons à ce que le taux britannique à 10 ans n'ait qu'une faible marge pour poursuivre sa progression. Compte tenu du résultat des régressions effectuées sur les Gilts en utilisant les bons du Trésor américain, des attentes des marchés à l'égard de la politique monétaire de la BoE et de la probabilité d'un *no deal*, le taux britannique à 10 ans semble être convenablement évalué. Il existe un certain potentiel de dépassement à la hausse, principalement en raison de facteurs techniques, dans le cas de la conclusion anticipée d'un accord de sortie, mais un tel mouvement pourrait se révéler temporaire. En résumé, nous estimons que les niveaux de rendement actuels du marché tiennent déjà compte de l'essentiel des évolutions récentes des scénarios de Brexit, par conséquent nous voyons le taux britannique à 2 ans entre 0,30 et 0,50 et le 10 ans entre 0,60 et 0,80 dans 12 mois.

2/ Taux britanniques à 10 ans ajustés vs probabilité de no deal



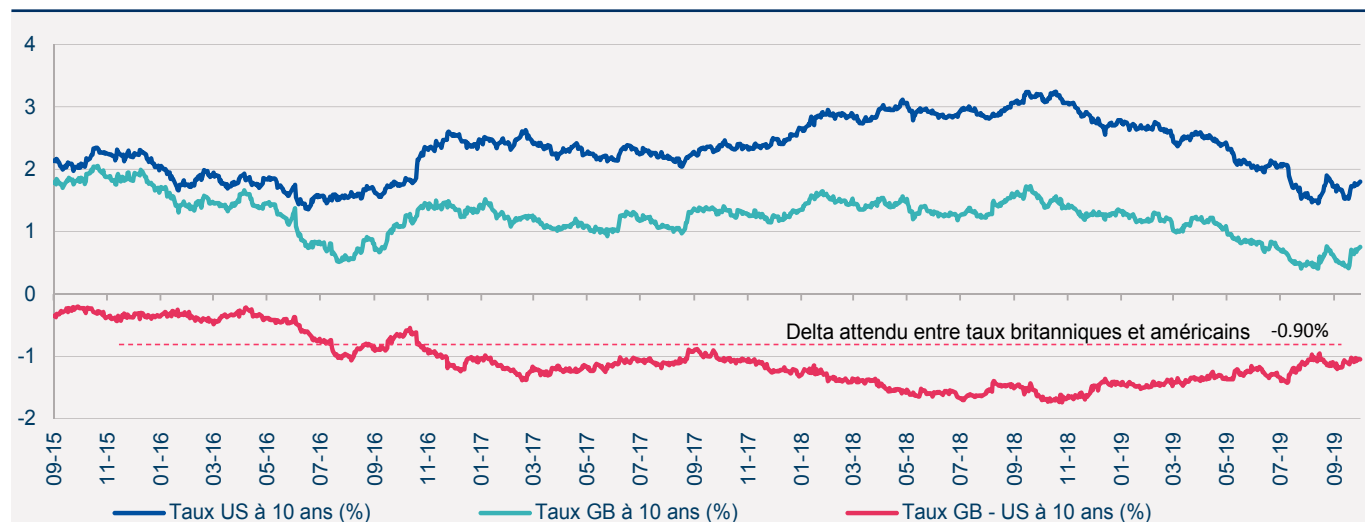
* Selon Betfair

Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 21/10/2019

**Taux britannique à 10 ans vs taux US à 10 ans, taux d'intérêt implicite à 1 an de la BoE, probabilité de Brexit sans accord d'ici le 31/10/2019

Dans l'état actuel des choses, la probabilité d'un Brexit sans accord est très faible, mais ne peut être totalement exclue. Dans cette dernière éventualité, nous assisterions à une chute des taux de la BoE, qui pourrait aller jusqu'à baisser ses taux d'intérêt jusqu'à 0 % (contre 0,75 % actuellement). Les taux nominaux se redresseraient, en raison de la recherche d'actifs refuges par les investisseurs. La baisse des rendements à 10 ans au Royaume-Uni serait toutefois conditionnée par l'ampleur des mesures budgétaires qui devraient être prises afin de limiter les dommages à l'économie. Dans un scénario de *no deal* nous verrions le taux britannique à 2 ans entre 0 et 0,20 et le 10 ans entre 0,10 et 0,30 à 12 mois.

3/ Taux US vs GB à 10 ans



Source : Bloomberg, Recherche Amundi. Données au 21/10/2019

Les principaux facteurs de risque

Équipe Recherche Macroéconomique

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).

Finalisé le 30/10/2019

Risque # 1

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | En Allemagne, les risques de récession technique au 3^e trimestre ne sont pas négligeables. En revanche, l'économie française a positivement surpris au 3^e trimestre avec une croissance de +0.3 % soit le même rythme d'expansion que lors des deux trimestres précédents et ce, en dépit de la détérioration des enquêtes sur le secteur manufacturier. Le principal risque, à ce stade, est celui d'une aggravation de la récession manufacturière et d'une contagion à la sphère des services. De nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers les chaînes de valeur mondiales), des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision en ce sens pourrait être prise en novembre) ou encore le Brexit. Ceci dit, les éléments de détente se sont multipliés sur tous ces sujets. Même si l'incertitude n'a pas complètement disparu, le nouveau gouvernement italien est plus modéré et apparaît plus stable qu'auparavant et le risque de Brexit sans accord a presque disparu. Si le déploiement de mesures budgétaires (au niveau des pays, voire de l'UE) peut contribuer à stabiliser la demande intérieure face aux incertitudes extérieures, l'appétit pour un effort coordonné semble néanmoins limité. Dans ce contexte, une reprise significative de la croissance en 2020 est peu probable et les risques baissiers restent prépondérants. Par ailleurs, dans la plupart des économies de la zone euro, le marché du travail reste un facteur clé de soutien à la consommation des ménages, par conséquent, les services – qui sont plus sensibles à la demande intérieure qu'au commerce mondial – devraient continuer de faire preuve de résistance.

Impact de marché | Un ralentissement majeur serait clairement négatif pour les actifs européens et l'euro. Mais dans ce cas, le *policy mix* deviendrait encore plus accommodant, tant en termes monétaires qu'en termes budgétaires, ce qui devrait contribuer à stabiliser les anticipations de croissance. Toute incidence négative sur le marché (liée à un ralentissement plus marqué que prévu) devrait donc être de courte durée, puisque les investisseurs s'empresseraient d'intégrer l'impact positif du *policy mix* sur l'économie.

Risque # 2

20 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | Ralentissement progressif de l'économie américaine : depuis le pic de croissance atteint au T2 2018, l'économie américaine s'est progressivement ralentie pour tendre vers son potentiel. Les dernières données disponibles confirment l'opinion selon laquelle la demande intérieure serait progressivement en train de ralentir en raison d'un fléchissement des dépenses d'investissement et d'un passage à la vitesse inférieure du marché du travail. Nous anticipons une croissance modeste des investissements et une contraction des dépenses des consommateurs américains (le revenu total du travail marquant légèrement le pas tandis que les niveaux de confiance se dégradent). Bien qu'un mini-accord se profile à l'horizon de fin novembre, l'incertitude qui persiste sur le front des échanges commerciaux et des enjeux géopolitiques, constitue un risque majeur pour nos perspectives, qui restent orientées à la baisse. D'après les dernières mises à jour, les données macroéconomiques et financières que nous surveillons pointent vers une probabilité accrue de récession, en hausse sur un horizon de 12 à 18 mois, et qui, si elle n'est pas négligeable (environ à 20 % actuellement), reste encore loin de ses plus hauts.

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 indicateurs suggèrent un fléchissement de la demande intérieure. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera d'essayer de faciliter un atterrissage macroéconomique en douceur en essayant de contrebalancer les forces qui pourraient freiner la croissance américaine. Nous anticipons donc une période de souplesse prolongée qui s'accompagnera peut-être d'un recours à l'expansion du bilan, afin de maintenir les taux dans la fourchette cible, grâce à une plus grande liquidité dans le système.

Risque # 3

15 %
probabilité

États-Unis et Chine _ Reprise des négociations

Analyse | Une trêve récemment annoncée prévoit davantage d'achats de produits agricoles américains par la Chine et la suspension des augmentations de surtaxes douanières par les États-Unis. Les détails de l'accord n'ont pas encore été divulgués et, à notre connaissance, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et affaire Huawei) font toujours l'objet de discussions. Les négociations ont repris et une fois l'accord de première phase signé, une deuxième phase devrait commencer. Les deux parties ont abordé ces pourparlers de manière plus constructive. Pour autant, le risque reste de taille, car il faut garder à l'esprit que ce positionnement face à la Chine va bien au-delà du seul camp républicain. En effet, quel que soit le Président américain élu l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait davantage envenimer leurs relations 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 près de disparaître. La probabilité qu'un accord commercial complet soit conclu reste très faible.

Impact de marché | Outre l'escalade du conflit, la principale répercussion sur les marchés des récents événements a été la dépréciation du CNY au-dessus du seuil psychologique de 7 par rapport au dollar. Le taux de change effectif du dollar est désormais à un plus haut historique et les monnaies des pays émergents ont traversé une courte période d'instabilité à la suite de la dépréciation du CNY. Cette instabilité devrait s'accroître en cas de dépréciation supplémentaire.

Risque # 4

15 %
probabilité

Crise géopolitique grave 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 derniers mois après que Donald Trump 1/ a annulé les dérogations permettant à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien et 2/ a décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents de sécurité (attaque d'une importante installation pétrolière saoudienne) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. Cependant, le plus probable est que le Président américain ne voudra pas se lancer dans une confrontation armée avec l'Iran, dont les conséquences seraient très incertaines, alors que va bientôt s'ouvrir l'année électorale aux États-Unis. Même si la situation reste volatile et les fronts moyen-orientaux divers et complexes, les dernières décisions de la Maison Blanche (retrait des forces américaines de la frontière syro-turque) ne sont pas allées dans le sens d'une hausse du niveau d'exposition militaire des États-Unis dans la région.

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 important 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 # 5

10 %
probabilité

Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP

Analyse | Le nouveau gouvernement a accompli la première et la plus urgente de ses tâches en soumettant, dans les temps impartis, son projet de plan budgétaire à la Commission européenne dans lequel il vise un maximum de flexibilité tout en cherchant à se conformer aux règles communautaires. La situation politique reste complexe, car la majorité est contestée par les résultats des élections locales, en faveur des partis de l'opposition, tandis que les querelles internes témoignent de sa fragilité. Malgré la forte réduction, à court terme, des risques liés à une crise de la dette ou à une confrontation politique de longue durée avec les autorités européennes, les questions structurelles, qui constituent une préoccupation à moyen terme (charge de la dette publique et espace budgétaire limité) restent sans réponse. L'instabilité politique demeure un risque de premier plan avec, dans les prochains mois, des élections locales qui se tiendront dans plusieurs régions clés et qui pourraient représenter un défi supplémentaire pour la coalition gouvernementale actuelle.

Impact de marché | Les marchés financiers italiens se sont félicités d'avoir échappé à un surcroît d'incertitude qui aurait été inévitable en cas d'élection anticipée. Par conséquent, les *spreads* entre BTP et Bunds se sont fortement resserrés, renouant avec leurs niveaux de la mi-mai 2018. De plus, l'aplatissement de la courbe italienne

a confirmé que le relâchement des incertitudes politiques soutient l'attractivité des obligations italiennes à plus long terme, qui forment l'une des dernières oasis dans l'actuel désert européen du rendement. Si une petite prime de risque politique devait subsister compte tenu de la fragilité latente de la coalition, il existe toutefois encore de la marge pour une baisse des taux d'intérêt, notamment sur le segment à long terme de la courbe

Risque # 6

10 %
probabilité

Crise politique majeure en Europe

Analyse | Le Parlement européen est plus fragmenté, bien que les élections européennes aient été l'occasion d'une petite surprise « pro-institutions » (en lieu et place de la vague d'euro-scepticisme qui était annoncée) et les institutions et gouvernements européens ont été confrontés à une période de négociation plus difficile que d'habitude pour les nominations aux postes clés de l'UE (Commission européenne, Conseil, Parlement et Banque centrale), qui pourrait augurer de la complexité future des négociations visant à une intégration accrue. Cela ne devrait toutefois pas pouvoir déclencher de crise majeure au niveau européen. Cependant, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « antisystème » ait atteint son pic 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.

Impact de marché | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas qu'une crise systémique 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 mais qu'elles ne souhaitent pas quitter la zone euro. Cependant, la difficulté pour les investisseurs étrangers à comprendre les institutions européennes ne va pas disparaître du jour au lendemain, ce qui signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique.

Risque # 7

10 %
probabilité

Ralentissement marqué du monde émergent

Analyse | La récente escalade de la guerre commerciale a déclenché une nouvelle vague de ralentissement de la croissance dans l'univers émergent, et au-delà. Toutefois l'assouplissement progressif 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. La situation financière plus clémente ne devrait se dégrader qu'en cas de réajustement brutal des attentes exagérément optimistes des marchés à la suite de choix de politique monétaire plus prudents de la Fed et de la BCE. Cela dit, le niveau de souplesse annoncé et effectivement mis en œuvre devrait empêcher que les risques idiosyncrasiques ne se transforment en risques systémiques, comme ce fut le cas avec l'Argentine au mois d'août. Du côté de l'économie réelle, les répercussions des chocs de 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 et rapide du conflit commercial (signature au moins de la phase 1) est nécessaire 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, les marchés émergents sont loin de constituer 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 # 8

10 %
probabilité

« Hard landing » chinois/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 se maintenir sur une trajectoire de ralentissement maîtrisée. Des données récentes révèlent que la guerre commerciale est rude et qu'un *policy mix* accommodant est nécessaire. Le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est manifeste et la dette des entreprises non financières s'est fortement accrue depuis la crise financière de 2008. 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 (bien qu'il soit légèrement reparti à la hausse ces derniers temps).

Nous continuerons à surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, surtout en cas de ralentissement de l'économie. Si la menace d'atterrissage brutal s'intensifie, les autorités chinoises disposent de suffisamment de munitions pour compenser les chocs, avec notamment de nouvelles dépréciations, une expansion du crédit sur le marché immobilier, une politique budgétaire plus expansionniste et plus d'accommodation monétaire.

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

Risque # 9

5 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Le gouvernement britannique et l'UE se sont entendus, le 17 octobre, sur un nouvel accord de Brexit. Le Parlement britannique a validé le principe de cet accord, mais a refusé de le ratifier par une procédure rapide. Ce refus a contraint le Premier ministre britannique à demander un report de la date limite du Brexit au 31 janvier 2020, date acceptée par l'UE. Il apparaît à présent que l'accord de Brexit ne sera pas ratifié avant les élections anticipées britanniques qui devraient avoir lieu le 12 décembre. Quel que soit le résultat de ces élections (les Conservateurs sont aujourd'hui nettement en tête dans les sondages), le risque de Brexit sans accord paraît faible. Une victoire des Conservateurs serait probablement suivie par la ratification de l'accord du 17 octobre, alors qu'une telle issue électorale était encore perçue, il y a quelques semaines, comme de nature à augmenter les risques. Une victoire des partis d'opposition pourrait, pour sa part, donner lieu à un 2d référendum et ouvrir la possibilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE (même si l'issue de ce référendum est très incertaine). Un Brexit sans accord nécessiterait, à présent, une conjonction d'événements problématiques (par exemple, l'impossibilité de former une majorité gouvernementale après les élections, de nouvelles velléités britanniques de renégocier l'accord avec l'UE, ou le rejet par les électeurs britanniques des choix qui leur seraient proposés par référendum), et l'impossibilité de trouver toute autre solution permettant d'éviter une séparation brutale.

Impact de marché | Le risque de *no-deal* a nettement diminué, justifiant une compression de la prime de risque sur les actifs britanniques et une remontée de la Livre sterling. Il faut garder à l'esprit, toutefois, que le processus du Brexit est loin d'être terminé : même en cas de ratification de l'accord du 17 octobre, le Royaume-Uni devra encore, durant une période de transition, négocier le futur cadre permanent de ses relations commerciales avec l'UE. Les marchés pourraient percevoir un risque que la période de transition se termine dès fin 2020 (si le Royaume-Uni ne demande pas sa prolongation), coupant le pays de son accès au Marché Unique Européen avant qu'un accord complet de libre-échange ait pu être finalisé.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

Équipe Recherche Macroéconomique

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



SCÉNARIO CENTRAL (probabilité de 60 %) : demande intérieure et services résilients malgré les incertitudes pesant sur le commerce

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** la faiblesse de l'économie observée à l'échelle mondiale durant l'été se prolonge, à quelques exceptions près, cet automne. Les enquêtes et données industrielles continuent de montrer que le secteur manufacturier mondial est en récession. Toutefois, la demande intérieure résiste grâce principalement à la consommation des ménages qui reste soutenue par la très faible inflation et, dans certaines économies par un marché du travail vigoureux. Le secteur des services continue à faire preuve de plus de résilience que l'industrie manufacturière.
- **Le commerce mondial devrait atteindre son plus bas au S1 2020 :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois en raison des discours protectionnistes. Dans la mesure où (1) la trêve commerciale entre la Chine et les États-Unis est signée d'ici la mi-novembre et (2) la prochaine série de surtaxes prévue pour la mi-décembre est ajournée pour ne subsister que dans le cadre des négociations, nous pensons que les gros dégâts sur la dynamique commerciale mondiale sont désormais faits. Nous anticipons une lente reprise du commerce mondial en 2020. Cela dit, le commerce mondial devrait rester sous pression à court terme et ne croître qu'à un rythme inférieur à celui du PIB mondial l'an prochain. Il est à noter que l'impact sur les différentes économies diffère d'une région à l'autre. Les exportations européennes sont très affectées par la faiblesse généralisée de la demande intra-UE et la baisse de la demande de biens intermédiaires et d'équipement de pays hors UE (Italie et Allemagne). Les États-Unis continuent leur progression en termes de substitution des importations (les importations de fournitures et matériaux industriels sont passées de 27 % des importations totales en 2007 à 18 % en 2019). Les marchés émergents tentent de transformer en opportunités les défis engendrés par les tensions commerciales. De nouvelles tendances se dessinent avec deux grands gagnants de la guerre commerciale, le Mexique et le Vietnam. Le Vietnam profite de la délocalisation des petites entreprises hors de Chine tandis que le Mexique profite d'une diversification des importations américaines (hors secteur automobile, les exportations d'équipements électriques et électroniques vers les États-Unis sont en augmentation). En outre, il ne faut pas sous-estimer la résilience de la demande intérieure à l'échelle mondiale. Ainsi, si le commerce mondial a effectivement fortement contribué à la croissance mondiale au cours des dernières décennies, c'est de moins en moins le cas, celle-ci étant désormais principalement tirée par la demande intérieure. De plus, le secteur des services est de moins en moins corrélé à l'industrie, ce qui peut être attribué à l'importance relative de la consommation par rapport aux investissements et au commerce depuis la crise de 2008.
- **États-Unis :** convergence progressive vers le potentiel, avec un risque à la baisse légèrement plus élevé. L'économie américaine, stimulée par une politique budgétaire très accommodante en 2018 a initié un ralentissement au S2 2018 qu'elle a poursuivi au cours des trimestres suivants. Après avoir culminé à 3,2 % en glissement annuel (g.a.) au T2 2018, la croissance du PIB s'est progressivement ralentie pour s'établir à 2,0 % en g.a. au T3 2019. Les investissements fixes ont affiché une tendance fortement baissière à partir du second semestre de 2019, tandis que les dépenses de consommation des ménages ont, pour l'essentiel, résisté. La faiblesse prolongée du commerce mondial et du secteur manufacturier, conjuguée à l'incertitude liée à la mise en œuvre des surtaxes douanières, pourrait avoir contribué à freiner les investissements, compensant partiellement les bienfaits des mesures de relance budgétaire. La confiance des entreprises et des consommateurs s'est en effet détériorée et ne s'est quelque peu stabilisée que récemment, faisant craindre un ralentissement plus marqué de la demande intérieure. Pour l'heure, malgré l'augmentation des probabilités, nous ne pensons pas qu'une récession soit probable à court terme. Pourtant, certains signes laissent entrevoir une

décélération du marché du travail, avec un ralentissement de la croissance de la masse salariale et des intentions d'embauche, ce qui confirme l'idée que la demande intérieure continuera de ralentir à l'approche de 2020. Malgré cela, les risques restent orientés à la baisse et en cas de persistance des tensions commerciales et géopolitiques, les doutes concernant l'extension du cycle actuel pourraient s'intensifier au cours des prochains trimestres (moins de soutien de la politique budgétaire et demande intérieure sous pression avec une contagion de la faiblesse de l'industrie manufacturière au secteur des services). En outre, il est important de garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale et des conditions financières plus sévères pourraient entraîner une contraction des bénéfices. Dans cette optique, la Réserve fédérale devrait s'en tenir à sa politique accommodante, faisant preuve d'un pragmatisme et d'une prudence raisonnables dans l'utilisation de ses « munitions de politique monétaire » tout en gardant la maîtrise des conditions financières (principalement déterminées par la vigueur du taux de change effectif du dollar).

■ **Zone euro :** l'économie de la zone euro reste soumise à de fortes pressions en raison des incertitudes commerciales et des faiblesses de l'industrie manufacturière qui continuent de fragiliser les perspectives de croissance. Malgré la bonne tenue de la demande intérieure, qui contribue à maintenir la croissance de l'économie, les signes d'une contagion de la faiblesse du secteur manufacturier à celui des services pourraient se concrétiser. Ces risques de contagion sont plus manifestes en Allemagne et en Italie, où la dépendance du secteur des services vis-à-vis du secteur manufacturier est plus forte et où les entreprises sont davantage tributaires du commerce extérieur ce qui accroît leur exposition sous-jacente. En outre, l'Allemagne est probablement entrée en récession technique au troisième trimestre de 2019. Les risques sont clairement orientés à la baisse, car les incertitudes ne devraient pas se dissiper dans les mois à venir. En effet, une nouvelle escalade des conflits commerciaux pourrait se concrétiser tandis que le Brexit, malgré les récents rebondissements, n'est toujours pas résolu. L'incertitude joue un rôle clé en ce qui concerne les investissements au sein de la zone euro. Celle-ci a contraint les entreprises à freiner leurs investissements, ce qui a entraîné une baisse de la demande de biens intermédiaires et de biens d'équipement. Malgré des perspectives économiques plus sombres, le marché du travail s'améliore à mesure que le taux de chômage continue de se stabiliser progressivement à des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays membres, soutenant la consommation et la confiance des consommateurs. La croissance des économies périphériques reste soutenue, malgré le risque croissant de contagion en cas de détérioration brutale et prolongée des économies du cœur de la zone. Le besoin maintes fois exprimé de mesures de relance budgétaire pour accompagner l'assouplissement monétaire déjà important et déclencher un rebond de l'économie de la zone euro semble rester lettre morte, les pays peinant à élaborer un programme d'intervention commun et coordonné. Les pays disposant de marges de manœuvre budgétaires ont annoncé que des mesures d'intervention budgétaire pourraient être prises en cas de détérioration plus marquée de la situation économique.

■ **Royaume-Uni :** le mois d'octobre a été très riche en événements dont 1/l'obtention d'un nouvel accord de Brexit avec l'UE 2/le refus du Parlement britannique de suivre une procédure rapide pour ratifier cet accord 3/l'obtention d'un report supplémentaire de la date du Brexit, au 31 janvier 2020 4/l'annonce d'élections anticipées le 12 décembre. Si la ratification de l'accord de Brexit doit, à présent, attendre la toute fin de 2019 ou le début de 2020, le risque de Brexit sans accord n'en a pas moins considérablement reculé puisqu'existe à présent une formule acceptable à la fois par les Conservateurs britanniques (nettement en tête dans les sondages) et par l'UE, ce qui n'était pas le cas auparavant. Une victoire des partis d'opposition serait probablement suivie, pour sa part, d'un 2d référendum ouvrant la possibilité que le Royaume-Uni reste, au final, dans l'UE (quoique l'on ne sache pas, à ce stade, quelle serait exactement l'alternative proposée aux électeurs). Il ne devrait donc pas y avoir de choc commercial majeur au cours des prochains mois, ce qui devrait être bénéfique à l'économie britannique. Toutefois, on ne peut exclure une remontée de l'incertitude lorsque se posera la question de l'extension de la période de transition devant suivre le Brexit (elle peut se terminer dès fin 2020, soit un délai très court pour conclure un traité de libre-échange).

■ **Chine :** les données de septembre (publiées en octobre) ont confirmé la faiblesse des conditions économiques, mais l'économie ne s'est pas ralentie davantage depuis les mois d'été. À ce stade, nous confirmons notre prévision d'une décélération de la croissance du PIB au bas de la fourchette, à 6 % en glissement annuel (g.a.) au second semestre 2019 (le PIB du T3 est ressorti à 6 % comme attendu) et en dessous de ce seuil en 2020 (à 5,8 % en g.a.). Les autorités chinoises ont fait part de leur volonté de maintenir la croissance au-dessus de 6 %. Les dernières données n'ont pas toutes participé à noircir le tableau. Les investissements dans le logement, les ventes au détail (y compris

l'automobile) et l'infrastructure ont fait preuve de résilience voire d'une certaine croissance. Les autorités ont très légèrement intensifié leurs mesures de relance afin de faire face à la décélération évoquée plus haut. D'autres mesures de relance devraient prendre la forme d'un assouplissement de la politique monétaire (ratio des réserves obligatoires) et dernièrement, la Banque populaire de Chine a maintenu ses taux bancaires de base en suspens. La croissance du crédit a atteint son point bas, les obligations génériques et spéciales des administrations locales ne contribuant plus à l'augmentation du financement social total, leur quota annuel autorisé par le gouvernement étant presque atteint. Dans le cadre de la trêve annoncée récemment, la Chine a concédé l'achat de davantage de produits agricoles américains.

- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées, malgré l'amélioration continue des marchés du travail (les taux de chômage sont faibles, par rapport aux normes historiques, aussi bien aux États-Unis qu'en zone euro). Les raisons de cette faiblesse sont multiples. Tout d'abord, il existe un problème de qualité d'une grande partie des emplois créés (emplois peu rémunérateurs et/ou temps partiel subi), dont les titulaires ne sont pas en position de force pour obtenir des augmentations de salaires. Ensuite, des mutations structurelles des marchés des biens et des services (nouvelles technologies appliquées au commerce, notamment) peuvent jouer dans un sens désinflationniste. De plus, après des années d'inflation très faibles, les anticipations d'inflations sont faibles ce qui a un caractère auto-réalisateur. Enfin, dans le cas de la zone euro, de récentes réformes (portant aussi bien sur le marché du travail que sur ceux des biens et services) ont pu créer un environnement plus concurrentiel. Malgré ces freins, et pour autant que le cycle de croissance ne soit pas terminé, nous continuons de penser que l'inflation, soutenue par la hausse des salaires, devrait tout de même progresser. Cependant, ce mouvement sera très graduel et la cible de la BCE (« en dessous, mais proche, de 2 % ») semble, pour l'heure, hors de portée.
- **Prix du pétrole:** au-delà de la volatilité qui a pu être générée, récemment, par certains événements géopolitiques (attaque en septembre contre des installations saoudiennes), les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine continuent d'exercer une pression baissière sur les cours. Cela dit, les efforts de coordination des pays de l'OPEP+ (accords de réduction de la production de juillet) devraient permettre, de leur côté, de maîtriser l'offre. Par conséquent, tout bien considéré, nous maintenons notre scénario de quasi-stabilité avec des objectifs de 60 à 70 \$/baril pour le Brent et de 55 à 65 \$/baril pour le WTI.
- **Banques centrales: retour du « wait and see ».** Comme prévu, la Fed a abaissé pour la 3^e fois consécutive le taux des *fed funds* à 1,5-1,75 % lors du FOMC d'octobre. Cette décision a été prise en réaction à l'incertitude persistante au regard de la guerre commerciale et de la récession manufacturière mondiale, dans un contexte où l'inflation demeure faible. Le président Powell a indiqué que l'orientation actuelle de la politique monétaire était appropriée compte tenu des perspectives de croissance modérée, ce qui signifie que les décisions de la Fed dépendront désormais des données (et non des risques). Nous nous attendons à une baisse de taux supplémentaire de la Fed à l'horizon de 12 mois, légèrement inférieure à celle qui est actuellement escomptée par les marchés. Le creux du cycle n'a pas encore été atteint, ce qui maintiendra probablement la Fed sous pression l'an prochain. Une pause est largement attendue en décembre étant donné qu'un (mini) accord commercial entre les États-Unis et la Chine semble être sur le point d'être conclu. Par ailleurs la Fed continuera de gérer très activement son bilan. Pour la BCE, la situation est assez différente: il y a eu un dissensus marqué quant au redémarrage d'un QE et Christine Lagarde devra donc en priorité s'atteler à reconstruire un large consensus. Nous nous attendons à peu de mesures d'accommodation supplémentaires, à moins que certains risques ne se matérialisent. Nous tablons toujours néanmoins sur une dernière baisse des taux (de -10 pb à -0,6 %) d'ici la mi-2020 en raison (1) d'une croissance inférieure à la normale, (2) d'une inflation constamment inférieure à l'objectif de la BCE et (3) de risques baissiers toujours élevés.



SCÉNARIO DE RISQUE BAISSIER (30 %) : contagion généralisée à la demande intérieure

Deux « familles » de risques avec des issues différentes en termes de politiques monétaires et de scénarios

1. Risques commerciaux : « normalisation » plus lente que prévu du commerce mondial, escalade de la guerre commerciale et contagion généralisée à la consommation

- **Ralentissement de la croissance**, chute des bénéfices : le risque de récession globale revient sur le devant de la scène
- **BC** : politiques monétaires encore plus accommodantes que celles actuellement intégrées par les marchés
- **Politiques fiscales** : prennent progressivement le relais des politiques monétaires pour soutenir la croissance

2. Risques de marché : réévaluation soudaine des primes de risque ayant un impact significatif sur les conditions financières, aggravée par la faible liquidité (divers facteurs déclencheurs : guerres (notamment au Moyen-Orient), crise à Hong Kong, incident de crédit (HY), etc.)

- **Le *policy mix*** (budgétaire et monétaire) deviendrait nettement plus proactif (c'est-à-dire préventif) dans ce cas, alors qu'il tarderait probablement à être ajusté si les tensions n'étaient que commerciales.



SCÉNARIO DE RISQUE HAUSSIER (10 %) : reprise modérée de la croissance mondiale en 2020

- Nous avons considérablement revu à la baisse nos prévisions de croissance depuis le début de l'été, en intégrant une partie du scénario de risque baissier dans le scénario central. Cela signifie implicitement qu'il est désormais nettement plus facile d'être « surpris positivement ». Ainsi, sur le plan politique, l'actualité la plus récente s'est avérée plus positive (coalition pro-européenne en Italie, possible désescalade du conflit commercial, hard Brexit devenu très peu probable).
- Il se peut donc qu'à l'avenir, nous assistions à la fois à une diminution des risques (politiques) et à une expansion du *policy mix* à l'échelle mondiale, ce qui ouvrirait la voie à un regain de confiance et à une normalisation plus rapide du commerce mondial.
- Une légère reprise de la croissance (légèrement supérieure au potentiel) - par rapport à une croissance décevante dans le scénario central - est une réelle possibilité.

Contexte macroéconomique par zone

Équipe de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 30/10/2019

États-Unis

Ralentissement progressif de la croissance américaine et assouplissement monétaire.

- Les moteurs de la demande intérieure continuent de ralentir, les dépenses d'investissement étant plus fortement touchées que la consommation privée. Les enquêtes sur le climat des affaires font état d'un trou d'air tant pour la production manufacturière que les services.
- Les indicateurs de la confiance des consommateurs envoient des signaux mitigés, mais font état, dans l'ensemble, d'une détérioration. Un ralentissement de la croissance de la masse salariale, des prévisions d'embauche en baisse et un fléchissement de la croissance des salaires et traitements sont autant de signes avant-coureurs d'un recul de la consommation. Côté investissements, les projets de dépenses se réduisent. L'inflation faible (1,7 % dans l'ensemble, 2,4 % pour l'inflation sous-jacente) reste néanmoins proche de l'objectif de la Fed.
- La Fed a annoncé une troisième baisse en octobre et le FOMC se tient prêt à intervenir. La Fed a également annoncé qu'elle rachètera des bons du Trésor chaque mois au moins jusqu'au T2 2020, initialement à un rythme de 60 milliards de dollars par mois, pour maintenir un niveau approprié de réserves, produire rapidement des effets vertueux sur les marchés monétaires et créer une certaine marge de manœuvre et une flexibilité pour le futur.

Facteurs de risque

- Si un mini-accord avec la Chine est en vue, l'incertitude demeure élevée et la demande intérieure et la confiance se détériorent. Plus la liste des produits visés par les surtaxes est longue, plus l'impact sur la demande intérieure des États-Unis est important
- Les risques géopolitiques et les surtaxes douanières pourraient s'avérer être un risque haussier pour les cours du pétrole ainsi que pour nos prévisions d'inflation

Zone euro

La conjoncture reste très médiocre.

- Les indicateurs industriels ne donnent toujours pas de signes de rebond. En fonction du poids de l'industrie dans leurs économies respectives, les États membres sont très diversement touchés par le ralentissement (la France et l'Espagne résistent mieux que l'Allemagne et l'Italie).
- La contagion des difficultés industrielles aux services est de plus en plus visible, même si elle reste limitée.

Facteurs de risque

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

Royaume-Uni

Le risque de Brexit sans accord a nettement diminué

- Même si l'accord de retrait conclu le 17 octobre entre le Royaume-Uni et l'UE n'est probablement pas ratifié avant les élections de décembre, le risque de Brexit sans accord paraît à présent très faible. Les sondages donnent l'avantage aux Conservateurs.
- Après la contraction de l'économie au T2 (recul du PIB de -0,2 %), les chiffres se sont améliorés au T3. La combinaison d'un marché du travail toujours porteur et du reflux de l'inflation soutient les salaires réels.

Facteurs de risque

- Incertitude concernant le futur cadre des relations commerciales avec l'UE

Japon

Le problème n'est pas la hausse de la TVA mais la météo désastreuse

- L'affaiblissement de la demande extérieure s'est répercuté sur l'économie intérieure. Selon l'enquête Tankan de la BoJ, les perspectives des grandes entreprises manufacturières sont tombées à leur plus bas niveau en 6 ans. Les exportations ont finalement commencé à réduire l'ampleur de la baisse en glissement annuel au T3 2019, grâce à une stabilisation de l'indice PMI manufacturier mondial.

Facteurs de risque

- La lenteur de la reprise des économies de l'Asie du Sud-Est risque d'entraver les investissements en capital des entreprises axées sur l'exportation

Finalisé le 30/09/2019

- L'enquête Tankan a également montré que le secteur des services parvenait à éviter les répercussions du ralentissement économique mondial.
- Pourtant, l'économie stagnera au T4 2019, et ce, non pas en raison de l'augmentation de la taxe à la consommation, mais parce que les typhons dévastateurs et les inondations qui en ont résulté ont perturbé l'activité économique et les dépenses des consommateurs. Malgré la hausse des impôts, l'IPC de Tokyo ne s'est pas accéléré en octobre lorsque le gouvernement a rendu l'école maternelle gratuite. La demande des consommateurs est soutenue par les rabais importants consentis par les détaillants. Le gouvernement envisage un budget supplémentaire significatif.

- **Les ventes stagnantes de véhicules à l'échelle mondiale perturbent la structure pyramidale de l'industrie automobile**

Chine

- Une trêve a été annoncée entre la Chine et les États-Unis à l'issue du dernier cycle de négociations. Celle-ci prévoit davantage d'achats de produits agricoles par la Chine et l'absence d'augmentation des droits de douane de la part des États-Unis. Les détails de la trêve n'ont pas encore été dévoilés et une déclaration commune devrait être signée au cours de la deuxième quinzaine de novembre.
- Côté consommation des ménages, les données macroéconomiques chinoises ont fait état d'une certaine stabilisation en septembre. Le secteur manufacturier privé a souffert tandis que les entreprises publiques du secteur se sont distinguées par une croissance en hausse.
- Le *policy mix* continue de soutenir l'économie de manière limitée, tant par le levier monétaire que budgétaire. La BPdC a maintenu ses taux bancaires de base en pause en septembre.
- Les données sur la croissance du crédit ont atteint leur point bas en septembre, sous l'impulsion d'une de ses composantes principales, les prêts libellés en RMB. Les obligations des administrations locales ont presque atteint leur quota annuel au cours des mois d'août et de septembre.

Facteurs de risque

- **Une trêve annoncée par les délégations américaine et chinoise devrait être signée au cours de la seconde quinzaine de novembre**
- **Pas de nouvelle détérioration des conditions macroéconomiques**
- **Policy mix encore légèrement favorable**

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région sont demeurées assez faibles en septembre, sans toutefois se dégrader davantage. La demande extérieure s'est stabilisée à des niveaux de croissance faibles. Les perspectives à l'export sont encore peu encourageantes en raison du niveau des droits de douane en vigueur. Le dernier cycle de négociations entre la Chine et les États-Unis a offert quelques espoirs d'une détente avec la signature prochaine d'un accord intermédiaire.
- Les chiffres de l'inflation dans la région sont restés très faibles. Les chiffres les plus marquants en septembre proviennent de l'Inde et de la Chine, avec 4,0 % et 3,0 % respectivement. Les deux pays enregistrent des résultats supérieurs aux attentes grâce à la composante des produits alimentaires (prix du porc, notamment, pour la Chine).
- En octobre, la Banque d'Indonésie a poursuivi son mouvement d'assouplissement avec une baisse des taux de 25 pb, tandis que la Banque des Philippines a abaissé son ratio des réserves obligatoires de 400 pb à 14 %.
- Le budget de la Malaisie pour 2020 prévoit un déficit budgétaire de 3,2 % du PIB, en deçà des 3,4 % de 2019, mais supérieur à ce qui était prévu dans le plan d'assainissement budgétaire du pays.

Facteurs de risque

- **Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Un accord commercial est primordial**
- **L'inflation reste encore très modeste avec une reprise en Chine et en Inde**
- **Banques centrales de la région toujours accommodantes**
- **Assainissement budgétaire un peu moindre dans le budget 2020 de la Malaisie**

Amérique Latine

- L'élan macroéconomique dans la région s'est légèrement détérioré, notamment en Colombie et au Brésil, bien qu'il soit encore légèrement positif dans ces deux pays. Nous avons réduit nos projections de croissance pour le Mexique de 0,5 % à 0,3 % en 2019 et de 1,3 % à 1,2 % en 2020 en raison de la très faible demande intérieure.

Facteurs de risque

- **Les conditions économiques ont encore faibli; la croissance mexicaine a été revue à la baisse.**

Finalisé le 30/10/2019

- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine a enregistré une belle convergence vers la valeur centrale de sa cible, s'établissant dernièrement à 3 % en g.a., en légère baisse par rapport aux 3,2% enregistrés précédemment. L'inflation en Argentine reste supérieure à 50 % et n'est pas près de converger.
- Banxico a engagé son cycle d'assouplissement avec une réduction de 25 pb de ses taux directeurs. Un taux d'inflation se situant plus confortablement à l'intérieur de la fourchette cible créera une plus grande marge de manœuvre pour la politique monétaire.
- Au Brésil, la réforme des retraites a finalement été approuvée. La réforme budgétaire va prendre du temps à se concrétiser. Le versement de la prochaine tranche d'assistance financière du FMI pour l'Argentine de 5,4 milliards de dollars a été mis de côté en attendant la restructuration de la dette et une redéfinition du plan du FMI.

- **L'inflation est faible dans l'ensemble excepté en Argentine.**
- **Banxico a commencé à réduire ses taux directeurs avec une baisse de 25 pb.**
- **L'Argentine se dirige vers une restructuration de sa dette.**

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie : la croissance du PIB réel est attendue en baisse à 1,2 % en 2019. La croissance devrait néanmoins accélérer en 2020 et à moyen terme grâce à un important programme de dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024 et au contexte de taux d'intérêt plus faibles.

- Malgré la menace de sanctions américaines, le tableau macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs dans son Fonds souverain.
- En octobre, la BC russe a encore baissé ses taux de 50 pb, à 6,5 %. Nous anticipons encore une réduction de 50 pb dans les 12 mois à venir étant donné le recul de l'inflation.

Afrique du Sud : sortie de récession sans miracle

- Le PIB du T2 a surpris par sa résilience, due essentiellement à la reprise post-grève dans le secteur minier. Nous confirmons notre prévision de PIB à 0,8 % en g.a. pour 2019 assorti d'un risque baissier.
- Au vu de la faible croissance du PIB et de la surprise à la baisse de l'inflation, et malgré la détérioration de la dynamique budgétaire, nous nous attendons à ce que la BC d'Afrique du Sud adopte une attitude plus accommodante.

Turquie : inflation à deux chiffres et récession en 2019

- Le rapport sur la croissance du T2 2019 n'a montré qu'une amélioration marginale dans la récession que traverse la Turquie. Nous prévoyons une croissance du PIB de -1,8 % en 2019 et un rebond en 2020 accompagné d'un certain laxisme budgétaire.
- La BC turque a considérablement réduit son taux directeur en octobre, le baissant de 250 pb à 14 %. Nous attendons davantage d'accommodation sous peu, vu la très faible conjoncture économique.

Facteurs de risque

- **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 et risque de dérapage budgétaire**
- **Assouplissement excessif de la BC, laxisme budgétaire, escalade des tensions géopolitiques et ralentissement de l'activité en zone euro**

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 novembre 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	2,9	2,3	1,7	2,4	1,8	2,3
Japon	0,8	1,0	0,5	1,0	0,6	0,8
Zone euro	1,9	1,1	1,1	1,8	1,3	1,3
Allemagne	1,5	0,5	0,8	1,7	1,6	1,7
France	1,7	1,3	1,3	2,1	1,4	1,4
Italie	0,7	0,1	0,4	1,1	0,6	0,9
Espagne	2,4	2,0	1,6	1,7	0,9	1,3
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,1	2,5	1,9	2,0
Brésil	1,1	0,9	1,6	3,7	3,7	3,9
Russie	2,2	1,2	1,7	2,9	4,0	3,5
Inde	7,4	5,6	6,5	4,0	3,4	4,3
Indonésie	5,2	5,0	5,1	3,3	3,0	3,1
Chine	6,6	6,2	5,8	2,1	2,6	2,6
Turquie	3,1	-1,8	1,5	16,2	15,6	12,1
Pays développés	2,2	1,7	1,4	2,0	1,6	1,8
Pays émergents	4,9	4,2	4,4	4,0	4,0	3,9
Monde	3,8	3,2	3,2	3,2	3,0	3,1

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
États-Unis	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Zone euro	-0,50	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Japon	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	0,75	0,70

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,56	1,30/1,50	1,54	1,30/1,50	1,56
Allemagne	-0,657	-0,80/-0,60	-0,71	-0,80/-0,60	-0,73
Japon	-0,244	-0,30/-0,20	-0,27	-0,30/-0,20	-0,27
Royaume-Uni	0,523	0,30/0,50	0,39	0,30/0,50	0,36

Taux 10 ans					
	25/10/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,74	1,50/1,70	1,80	1,50/1,70	1,85
Allemagne	-0,40	-0,50/-0,30	-0,35	-0,50/-0,30	-0,31
Japon	-0,14	-0,20/0,00	-0,10	-0,20/0,00	-0,05
Royaume-Uni	0,68	0,60/0,80	0,72	0,60/0,80	0,77

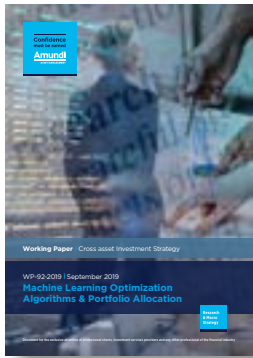
Prévisions de change					
	23/10/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2020	Amundi + 12m.	Consensus T4 2020
EUR/USD	1,11	1,10	1,13	1,13	1,15
USD/JPY	109	105	105	104	105
EUR/GBP	0,86	0,85	0,89	0,86	0,88
EUR/CHF	1,10	1,11	1,10	1,11	1,13
EUR/NOK	10,16	9,95	9,87	10,07	9,70
EUR/SEK	10,73	10,65	10,70	10,56	10,50
USD/CAD	1,31	1,30	1,31	1,28	1,30
AUD/USD	0,69	0,69	0,68	0,70	0,70
NZD/USD	0,64	0,64	0,64	0,65	0,65
USD/CNY	7,07	7,20	7,20	7,10	7,11

NOTES

NOTES

Publications récentes

WORKING PAPERS



Machine Learning Optimization Algorithms & Portfolio Allocation

Sarah PERRIN — Ecole Polytechnique, Thierry RONCALLI — Quantitative Research

Forecasting Combination: An Application For Exchange Rates

Elisa BAKU — Paris School of Economics, Edmond LEZMI — Quantitative Research

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

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

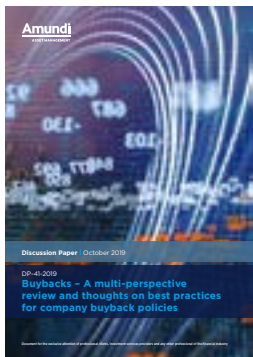
Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?

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 — Amundi

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

DISCUSSION PAPERS



Buybacks - A multi-perspective review and thoughts on best practices for company buyback policies

Craig STERLING — Director of Core Equity & Head of Equity Research, US, Ibra WANE — Senior Equity Strategist

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



La réforme des retraites française (suite)

Valérie LETORT — Stratégie Taux — Amundi

France: les réformes continuent malgré les risques

Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique — Amundi

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

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

La Turquie est-elle vraiment sortie d'affaire ?

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Pliene

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