

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**RENTÉE DES CLASSES.
RETOUR À LA NORMALE?**

LE THEME DU MOIS

**ESCALADE DE LA GUERRE COMMERCIALE
ET INCIDENCES SUR LE COMMERCE MONDIAL
ET LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Rentrée des classes. Retour à la normale ?

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les marchés financiers ont été secoués ces dernières semaines par l'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, les deux pays s'imposant mutuellement des surtaxes et contre-taxes sur leurs importations. Certains risques idiosyncratiques dans des pays comme l'Argentine ont refait surface, le parlement britannique a été suspendu dans le chaos entourant le Brexit et l'Italie a connu sa propre crise politique, bien qu'un nouveau gouvernement semble désormais en vue. En quête de sécurité, les investisseurs ont poussé les rendements des obligations refuges à des niveaux historiquement bas, le rendement du Bund allemand à 30 ans devenant négatif pour la première fois de son histoire. La courbe des rendements américains s'est inversée, ce qui n'était plus arrivé depuis 2007, les rendements des titres à 2 ans dépassant ceux des obligations à 10 ans.

Ce malaise estival est, selon nous, le fait de trois principaux facteurs.

Tout d'abord, les marchés n'apprécient guère l'incertitude et l'ambiguïté politiques, or toutes deux ont grimpé. Les répercussions des risques géopolitiques sur les perspectives économiques sont manifestes. Les craintes de récession aux États-Unis sont toutefois exagérées (nous n'anticipons pas de récession dans les 12 prochains mois) et, à l'ère des politiques monétaires non conventionnelles, il ne faut pas surestimer la portée de l'inversion de la courbe de rendement comme signe avant-coureur de récession. **Deuxièmement, le risque d'une escalade de la guerre commerciale se transformant en guerre des monnaies menace, à l'heure où les États-Unis et la Chine s'affrontent pour asseoir leur hégémonie.** L'affaiblissement du yuan, passé au-dessus de 7,0 RMB pour 1 USD, une première depuis la crise de 2008, a été perçu par l'administration américaine comme une tentative de manipulation des devises par les Chinois. Nous ne partageons toutefois pas l'opinion selon laquelle la Chine serait prête à manipuler la monnaie de manière proactive. Les autorités chinoises ne cherchent qu'à stabiliser le taux de change afin de compenser les effets négatifs des surtaxes douanières sur la compétitivité de leurs exportations. **Troisièmement, les pressions politiques sur les banques centrales s'intensifient.** La Fed a procédé à une baisse de ses taux et a mis fin au resserrement quantitatif. Mais la manière dont Donald Trump a dernièrement fait pression sur Jerome Powell pour qu'il baisse les taux représente un défi pour l'indépendance de la Fed, et ce tout particulièrement dans la perspective des élections présidentielles de 2020.

Quelle est l'incidence de ces éléments en termes d'investissement ?

La chute des rendements des obligations core est le résultat d'un scénario complexe. Ce scénario semble être en évolution. Si l'on pouvait, auparavant, considérer que « les mauvaises nouvelles pour l'économie sont de bonnes nouvelles pour les actifs à risque » soutenus par des banques centrales ultra-accommodantes, désormais « les mauvaises nouvelles pourraient commencer à devenir de mauvaises nouvelles » les marchés commençant effectivement à intégrer le ralentissement économique. Par conséquent, les marchés et même les responsables politiques s'attendent à ce que les banques centrales interviennent de manière plus agressive, mais les marchés pourraient avoir exagéré l'ampleur de l'action politique et la croissance mondiale se révéler plus vigoureuse que prévu.

À court terme, les anticipations d'un assouplissement monétaire radical pourraient limiter une baisse des marchés actions dans ce contexte très incertain. Les banques centrales peuvent contribuer à prolonger le cycle, mais l'impact de leurs mesures sera moindre que par le passé, si elles ne s'accompagnent pas d'un soutien budgétaire cohérent. C'est potentiellement une bonne nouvelle que l'Allemagne puisse stimuler son économie pour éviter la récession. Mais nous n'en sommes qu'au tout début et le degré de stimulation est limité et n'est pas coordonné à l'échelle européenne. **Les valorisations des actions seront soutenues par de faibles rendements obligataires.** Du fait des révisions de bénéfices déjà considérables, nous pourrions assister à une stabilisation dans les prochaines semaines. Si les marchés actions poursuivaient leur repli, cela pourrait fournir des opportunités tactiques pour renforcer l'exposition, mais à ce stade, avec l'affaiblissement des effets des politiques des banques centrales, les perspectives de bénéfices seront les principaux moteurs des marchés et les risques sont à la baisse.

La quête de rendement se poursuivra, profitant principalement aux obligations de qualité IG et à la dette émergente. Toutefois, compte tenu du niveau excessivement bas des rendements obligataires, de la durée élevée des principaux indices obligataires et du peu de liquidité, il convient d'être prêt à faire face à une volatilité accrue. Grâce à une approche active et diversifiée, mettant en œuvre tous les aspects obligataires (durée, devises, courbe, crédit) il devrait être possible d'ajouter de la valeur malgré le désert des rendements et d'éviter les segments moins tendus. L'évaluation de la liquidité devient également cruciale, car en cas de déception par rapport à l'action des banques centrales, les zones moins liquides peuvent être plus à risque.

Dans l'ensemble, la hausse de la volatilité ramènera les investisseurs à la case départ, soulignant une fois de plus l'importance des fondamentaux. Afin de protéger leurs portefeuilles, ils pourraient atténuer les risques en adoptant des stratégies de couverture adaptées (or, options et devises) et envisager de conserver une vision positive de la durée américaine comme couverture des risques de marché et de liquidité.

Sentiment de risque global

Risk off

Risk on



Allocation défensive au risque, les marchés intègrent des politiques très accommodantes de la part des banques centrales, en cas de déception la volatilité augmentera.

Changements par rapport au mois dernier

- ➔ Quelques prises de bénéfices sur la durée aux États-Unis
- ➔ Prudence accrue sur les actifs émergents
- ➔ Accent sur la gestion des liquidités

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

MACRO

Politiques accommodantes sur fond de risques de croissance baissière

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

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

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

La période estivale a été mouvementée. Les sources de tensions géo/politiques se sont multipliées au niveau mondial. Sur le plan économique, la dynamique de croissance s'est encore affaiblie, confirmant la tendance baissière observée à l'échelle mondiale depuis avril, avec l'aggravation de la récession manufacturière.

Dans ces conditions, nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance mondiale de 3,3 % à 3,2 % pour 2019 et de 3,4 % à 3,3 % pour 2020. En effet, une partie du scénario de risque s'est concrétisée, notamment en ce qui concerne les tensions commerciales. Des déclarations récentes (des administrations américaine et chinoise) offrent une lueur d'espoir, mais le mal est fait en termes d'incertitude – les investissements resteront sous pression, notamment dans les pays les plus exposés au commerce mondial. Nous tablons donc désormais sur un nouveau ralentissement de la croissance, qui entraînera une croissance inférieure aux attentes dans les économies avancées en 2020, avec un creux cyclique au S2 2019 ou au S1 2020. **Les émergents ne sont pas immunisés. Toutefois, contrairement aux économies avancées, la croissance des économies émergentes devrait quelque peu s'accélérer l'an prochain.**

Les risques restent clairement orientés à la baisse et le risque de récession s'est accru aux États-Unis. Nous continuons néanmoins de penser qu'une récession mondiale n'est pas d'actualité.

Aux **États-Unis et en Europe**, les marchés du travail sont favorables et la consommation résiste. Par ailleurs, nous continuons d'observer un découplage entre le secteur des services et le secteur manufacturier. Toutefois, à court terme, cela ne suffit pas pour compenser la pression exercée par le commerce et l'incertitude. En **Allemagne**, même si nous prévoyons actuellement une récession technique (avec une croissance du PIB légèrement négative aux T2 et T3 2019), celle-ci devrait être bénigne et de courte durée.

Dans un contexte de faible inflation, le niveau d'accommodation monétaire devrait encore augmenter. Ceci est entièrement intégré par les marchés en ce qui concerne les taux d'intérêt.

Si, d'une part, la détérioration des perspectives macroéconomiques justifie bien l'accommodation monétaire globale que nous anticipons, nous continuons, en revanche, à penser que **les marchés attendent trop de la part des banques centrales**, notamment de la Fed et de la BCE, en matière de taux d'intérêt.

Pour l'avenir, la détérioration des perspectives de croissance ouvre la voie à un nouvel assouplissement budgétaire (il convient de noter que de nombreux pays émergents ont déjà pris des mesures en ce sens). Les politiques budgétaires devraient progressivement devenir plus accommodantes dans les économies avancées (à commencer par l'Allemagne).

En fin de compte, **nous nous attendons à ce que le *policy mix* global amortisse le « choc de l'incertitude ».** Toutefois, dans le contexte actuel, nous estimons que les politiques budgétaires sont plus susceptibles d'être réactives (c'est-à-dire plus expansionnistes si les perspectives se détériorent davantage) que proactives (c'est-à-dire plus accommodantes de façon préventive).

D'un point de vue plus fondamental, le fait que le taux d'intérêt moyen payé sur la dette soit tombé en dessous de la croissance du PIB nominal dans plusieurs économies avancées, offre un argument supplémentaire aux gouvernements pour agir (car, dans ces conditions, un excédent primaire n'est plus nécessaire pour stabiliser le ratio dette/PIB).

Bien qu'il nous semble prématuré de tenir compte de cet impact positif sur la croissance, **nous pensons que l'anticipation d'un *policy mix* mondial plus accommodant devrait contribuer à ancrer les prévisions de croissance mondiale pour 2020/2021.**

“**Nous nous attendons à ce que le *policy mix* global amortisse le « choc de l'incertitude ».**”

Le point de vue des stratégestes

Principaux enseignements du récent pic de volatilité

- 1) **Les courbes de rendement américaines et allemandes se sont aplaties et nous avons revu à la baisse nos prévisions sur les rendements obligataires :** nous maintenons notre anticipation d'un raidissement haussier aux États-Unis. L'écart entre nos attentes (50 pb) et celles des marchés (100 pb) sur les réductions des taux d'intérêt de la Fed s'est élargi. Selon nos calculs, le taux de rendement à terme sur 12 mois des bons du Trésor américain à 10 ans devrait se situer entre 1,6 % et 1,8 %, tandis que celui des bons du Trésor américain à 2 ans devrait être de 1,3 % à 1,5 %. En parallèle, la courbe de rendement allemande s'est alignée sur notre scénario et tout aplatissement futur de la courbe devrait provenir du segment à court terme. Nous prévoyons un rendement à terme du Bund à 10 ans entre -0,7 % et -0,5 %.

- 2) **Contexte favorable pour les BTP italiens :** si, dans un premier temps, la crise politique a surpris, les *spreads* sont, dans un second temps, revenus plus près de leurs niveaux de départ du fait de la quête de rendement, avant de passer en dessous en anticipation de la formation du nouveau gouvernement. Trois facteurs clés contribueront à soutenir les BTP, notamment sur le segment de 5 à 10 ans. Tout d'abord, certains facteurs techniques suggèrent un climat favorable. Les émissions nettes de BTP devraient être négatives dans les prochains mois, ce qui soutiendra la demande. Ensuite, les valorisations relatives sont attractives. L'Italie représente aujourd'hui environ la moitié de l'ensemble du rendement disponible dans le segment des obligations de qualité IG en euros. Enfin, les anticipations de reprise du programme d'assouplissement quantitatif par la BCE leur sont favorables.

- 3) **Saison de publication des résultats mitigée au T2 aux États-Unis et en Europe :** aux États-Unis, les revenus et les bénéfices des sociétés du S&P 500 ont progressé au rythme, plus rapide que prévu, de 4,7 % et de 2,9 % respectivement, au second trimestre. Toutefois, les prévisions de résultats pour le T2 étaient restées prudentes en raison du manque de visibilité au début juillet, ce qui, en parallèle, a entraîné une réduction des prévisions de croissance des BPA pour l'ensemble de l'exercice 2019. En Europe, la saison de publication des résultats du T2 pour les sociétés du Stoxx 600 a été plus faible que prévu. Il en a résulté une réduction des prévisions de bénéfices à début juillet pour l'ensemble de l'exercice 2019.

GESTION DIVERSIFIÉE

Gestion prudente de la volatilité

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Compte tenu de la croissance mondiale léthargique et de la volatilité accrue dans le contexte du différend commercial entre les États-Unis et la Chine, **nous demeurons prudents** sur les actifs à risque. Notre choix, le mois dernier, d'être long sur la duration et de rester défensif sur les actions a été bien récompensé par les marchés, qui intègrent d'ores et déjà dans leurs cours une baisse de 100 pb des taux de la Fed et de 30 pb de ceux de la BCE dans les 12 prochains mois. Nous pensons qu'il est temps d'opter pour **une exposition légère au risque avec une préférence pour le crédit européen de qualité IG** sans pour autant perdre de vue les opportunités que la volatilité actuelle pourrait faire émerger.

Des idées à conviction forte

Les banques centrales des marchés développés, y compris la BCE et la Fed, semblent prêtes à soutenir la croissance économique en adoptant des positions plus conciliantes. À court terme, c'est une bonne nouvelle pour les actions des marchés développés, mais nous restons sélectifs. De plus, dans un environnement macroéconomique accommodant, nous commençons à reconsidérer notre point de vue négatif sur le **Schatz**, étant donné qu'il n'est pas soutenu par une forte probabilité de baisse des taux. **En ce qui concerne la duration, nous demeurons positifs à l'égard des États-Unis** en tant que diversificateur de l'exposition au risque, en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de l'inflation, et de la récente escalade de la guerre commerciale. Par conséquent, nous maintenons notre préférence pour les bons du Trésor américain à 5 et 10 ans par rapport aux Bunds allemands à 5 ans. Sur les **marchés du crédit**, nous nous attendons à ce que la chasse au rendement s'intensifie en Europe en raison des rendements négatifs de la plupart des obligations d'État en euros. Nous **continuons à privilégier les BTP italiens** et la **dette IG en euros par rapport au HY** (plus proches des actions) qui devraient bénéficier de facteurs techniques tels que les flux entrants, les TLTRO, et d'un probable QE2 de la BCE ou d'une baisse des taux. Nous restons prudents à l'égard du **crédit américain, car il présente des niveaux d'endettement trop élevés** par rapport à ses fondamentaux. Pour ce qui est des actions émergentes, nous restons neutres en raison de valorisations peu attractives dans l'ensemble, de la détérioration de la dynamique macroéconomique et des révisions négatives des bénéfices.

Nous continuons à **privilégier la Corée**, qui semble prête à rebondir, **ainsi que la Chine**.

Du côté de la **dette émergente**, nous restons optimistes vis-à-vis des émissions en devises fortes, principalement pour des considérations de portage, tout en restant prudents sur la dette en monnaie locale qui est sujette à une forte volatilité en raison de son exposition au marché des changes. De manière générale, le contexte financier **semble favorable à la dette émergente** (portage attractif, faibles taux américains, Fed et banques centrales des pays émergents accommodantes et inflation contenue), mais les inquiétudes concernant le commerce mondial et la croissance sont des facteurs négatifs, surtout pour la dette en monnaie locale. Sur le front des devises, nous maintenons une approche fondée sur la valeur relative, avec une préférence pour un panier de devises à potentiel de portage élevé contre le rand sud-africain et le won sud-coréen qui devraient se déprécier davantage si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se ravivent.

Risques et couvertures

Les tensions géopolitiques et les inquiétudes liées à la croissance mondiale continuent de dominer les marchés financiers. La faiblesse des données économiques de l'Allemagne et de la Chine fait planer des craintes de récession. L'incertitude s'est amplifiée en Europe, le Brexit et l'Italie étant les principaux points chauds.

“ Dans un contexte très incertain, nous pensons que l'heure est à la prudence en termes d'exposition au risque et que la quête de rendement doit se concentrer sur le crédit IG en euros et les obligations émergentes avec un accent accru sur la gestion des liquidités.”

Par conséquent, il est important de se rappeler que les fondamentaux des entreprises sont toujours menacés, étant donné que les marges bénéficiaires pourraient diminuer en cas d'affaiblissement de la croissance mondiale et d'escalade de la guerre commerciale. Le risque de liquidité pourrait également réapparaître si les banques centrales déçoivent les attentes du marché.

Dans un tel contexte, il est possible d'atténuer les risques en adoptant une stratégie de couverture adaptée en se tournant vers l'or. Une telle couverture protégerait contre une escalade de la guerre des changes entre les États-Unis et la Chine. Le maintien d'un positionnement positif sur la durée des titres américains pourrait également servir de couverture contre le risque de liquidité, mais il faudrait penser à la réduire légèrement après un important rebond des taux.

USD = Dollar américain, JPY = Yen Japonais, Schatz = Bon du Trésor Allemand à 2 ans

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

Les anticipations extrêmes pourraient alimenter la volatilité

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

Les marchés obligataires font face à deux difficultés principales, d'une part **la guerre commerciale sino-américaine** et les inquiétudes liées à la croissance mondiale et de l'autre **les anticipations de baisses radicales des taux** par les banques centrales. Après la baisse des taux de la Fed en juillet, le marché intègre désormais de nouvelles baisses en 2019 suivies par d'autres en 2020 (pour un total de 100 pb). En Europe, l'attitude accommodante devrait se prolonger dans le temps. Toutefois, il est possible que les marchés **aient anticipé une baisse trop importante** ainsi, en cas de déception, nous pourrions assister à un regain de volatilité. Nous sommes également de plus en plus sélectifs en matière de crédit, où l'évaluation des **risques de liquidité** est devenue essentielle.

Obligations des marchés développés

Pour ce qui est des **obligations internationales**, nous adoptons une position neutre sur la durée et pensons qu'un ajustement tactique de la durée en Europe et aux États-Unis pourrait être bénéfique, compte tenu des récentes déclarations conciliantes de la BCE. Nous maintenons notre optimisme sur la durée américaine, tout en réduisant notre position en termes de durée courte en Europe.

En ce qui concerne les **obligations souveraines de l'UE**, nous restons constructifs sur les principaux pays périphériques, mais plus prudents à l'égard des BTP italiens dont le *spread* des échéances à 10 ans par rapport au Bund s'est considérablement resserré. Nous restons également à l'affût des opportunités liées aux mouvements de la courbe de rendement, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Du point de vue d'un investisseur américain, nous sommes devenus plus prudents sur la durée dans un contexte de forte reprise.

Crédit

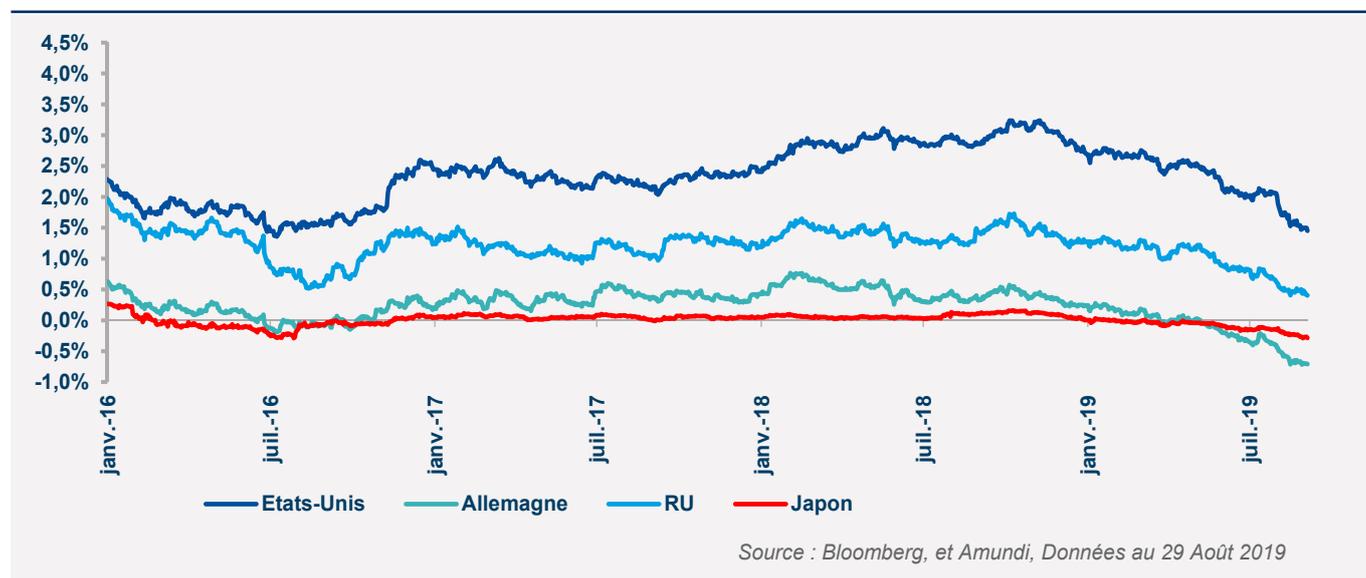
Nous sommes modérément optimistes pour le crédit aux États-Unis au vu du rétrécissement des *spreads* de crédit et des incertitudes macroéconomiques persistantes liées à la politique commerciale mondiale, au climat des affaires et à la fonction de réaction de la Réserve fédérale.

Nous préférons les secteurs du crédit titrisé au crédit IG (où nous sommes prudents sur le marché BBB) et en particulier les titres adossés à des actifs (ABS), les titres adossés à de l'immobilier commercial (MBS) et les titres adossés à de l'immobilier résidentiel qui bénéficient d'un secteur de la consommation encore solide. Des opportunités sélectives existent également dans le **high yield américain** sur les segments BB et B qui offrent les meilleurs profils de liquidité. En matière de **crédit européen**, nous demeurons optimistes, mais sélectifs, privilégiant les échéances à court terme avec des *spreads* élevés. Dans l'ensemble, nous sommes devenus plus prudents à l'égard des valeurs financières, en particulier les banques italiennes et britanniques.

Obligations des marchés émergents

Nous évoluons dans un environnement de marché complexe dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale, où les anticipations d'inflation sont ancrées et les tensions commerciales élevées. Dans ce contexte, l'assouplissement des banques centrales – dans le but d'atténuer les risques de guerre commerciale et de stimuler la croissance et l'inflation – pourrait s'avérer favorable à la dette émergente. Les obligations émergentes pourraient encore, selon nous, offrir des perspectives de rendement intéressantes et restent attractives pour les investisseurs en quête de rendement. Nous sommes toutefois devenus plus défensifs avec une approche plus positive de la durée. Nous avons une préférence pour le Brésil, l'Indonésie, la Serbie et l'Ukraine et continuons, avec sélectivité, à privilégier la dette en devises fortes.

Rendements de la dette souveraine à 10 ans en chute libre



“ Si les anticipations du marché sur les mesures de politique monétaire sont déçues, la volatilité sera de retour. L'heure est à la prudence dans la sélection des titres de crédit et la gestion du risque de liquidité.”

Marché des changes

Nous restons positifs sur le dollar et le yen en tant que couverture. Nous sommes devenus plus négatifs à l'égard de la livre sterling en raison du contexte politique fluctuant et du risque accru de Brexit sans accord. Nous sommes également prudents sur les matières premières et sur les devises émergentes d'Asie du Sud-Est qui sont menacées par l'escalade de la guerre commerciale.

ACTIONS

Faire preuve de sélectivité sans excès d'optimisme quant aux bénéfiques

KASPER ELMGREEN, Responsable Actions

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents

KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

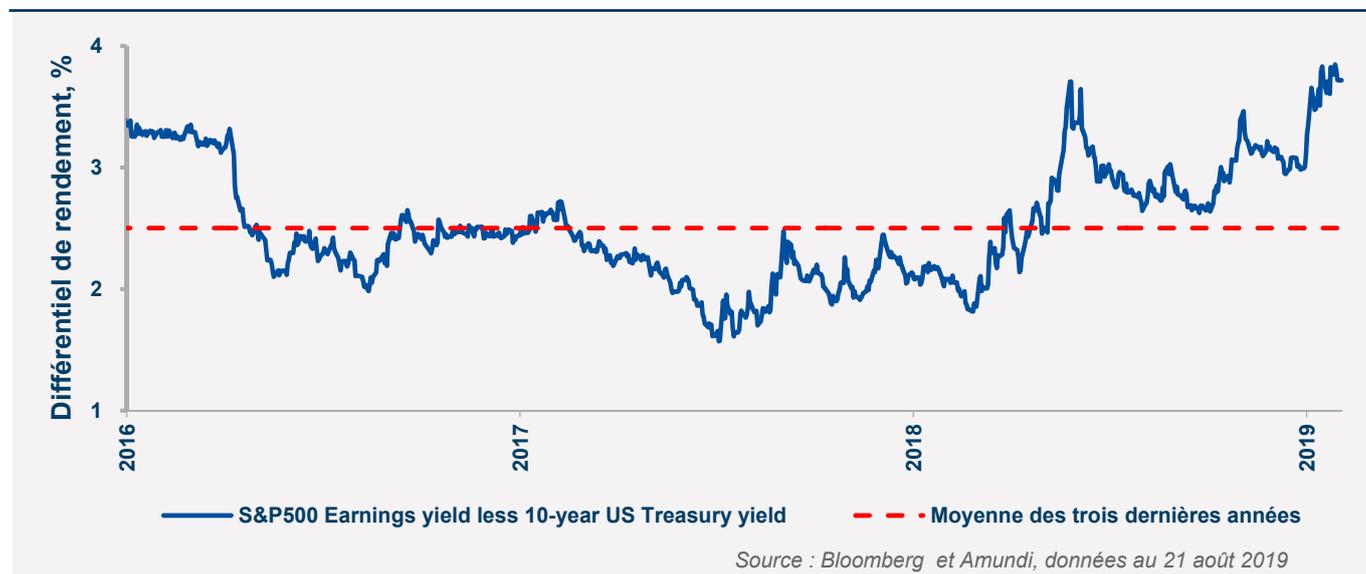
Évaluation globale

Les actions ont réagi à la volatilité de l'été tandis que nous assistions à un **recul de la mondialisation** sous la forme d'une hausse du protectionnisme et de guerres commerciales. En conséquence, les prix reflètent désormais plus fidèlement l'affaiblissement des fondamentaux. Les faibles rendements obligataires rendent les actions relativement attractives. Toutefois, les perspectives sont plus incertaines, car les prévisions de bénéfiques sont encore élevées pour 2020 et de nouvelles révisions baissières ne sont pas à exclure. D'un point de vue économique, l'on peut s'attendre à une **stabilisation à des niveaux de croissance faibles**.

Actions des marchés développés

En **Europe**, la saison des résultats a été, pour l'essentiel, conforme aux attentes, mais les anticipations pour les troisième et quatrième trimestres à venir ont diminué. Nous considérons que **les prévisions de bénéfiques pour 2020 sont trop optimistes** et qu'elles seront révisées à la baisse. L'équilibre des portefeuilles reste important pour les investisseurs, compte tenu de l'environnement macroéconomique incertain. Nous continuons à détecter

Attrait plus important des actions au vu des rendements obligataires plus faibles



des opportunités parmi les valeurs cycliques, notamment dans les secteurs de l'industrie et de l'énergie. Nous préférons avant tout les entreprises avec des modèles économiques de haute qualité et des bilans solides. Bien que les secteurs de style value soient historiquement bon marché, nous prenons garde aux entreprises très endettées et à celles qui sont particulièrement exposées aux perturbations dans les secteurs comme le commerce de détail, les médias et l'automobile, à moins que nous ne soyons adéquatement indemnisés pour les risques additionnels. **Les secteurs défensifs tels que les biens de consommation de base présentent actuellement des valorisations élevées.** Nous ne voyons également que peu d'opportunités dans les technologies de l'information, les matériaux et les services aux collectivités. Il est encourageant de noter que les secteurs de la santé et des télécommunications offrent des possibilités.

Dans l'Union européenne, le secteur bancaire semble confronté à des difficultés structurelles, compte tenu de la chute des taux d'intérêt. Bien qu'il n'y ait pas de facteurs déclencheurs explicites, nous pensons que les valorisations de ce secteur sont bon marché et qu'une opportunité tactique significative d'acheter les banques européennes devrait se présenter. Globalement neutres sur les valeurs financières, nous préférons les banques aux assureurs. Au Royaume-Uni le risque de Brexit sans accord a augmenté. Cela devrait avoir des répercussions sur l'économie nationale et les pays européens au sens large.

Aux États-Unis, parmi les valeurs cycliques américaines, la saison de publication des résultats volatile que nous avons anticipée pour le deuxième trimestre s'est concrétisée, bien qu'elle n'ait pas été aussi prononcée que nous le craignons initialement. Par conséquent, nous restons désormais **prudents à l'égard des secteurs plus cycliques**, car c'est là que nous avons observé le plus de points faibles dans les résultats trimestriels et les perspectives des équipes dirigeantes. Si nous préférons toujours les valeurs de croissance, **nous croyons maintenant que les valorisations sont extrêmement tendues dans les domaines de la technologie médicale, des logiciels et de la consommation.** Les « bond proxies » (actions de substitution aux obligations) et autres titres à faible volume semblent encore très coûteux, à l'exception de l'immobilier qui est notre premier choix dans ce domaine. De façon générale, **aux États-Unis, nous préférons les secteurs comme la consommation discrétionnaire, les soins de santé et les services financiers. Nous sommes peu enthousiastes à l'égard des valeurs industrielles, des services aux collectivités et des produits de consommation courante.**

“Grâce aux faibles rendements, les primes de risque sur actions sont plus attractives, mais compte tenu des incertitudes en termes de croissance des bénéfices, il est essentiel de se concentrer sur la qualité et les valorisations.”

Actions émergentes

Les actions émergentes ont souffert de la détérioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine et du résultat des primaires en Argentine (suivi de dégradations de la notation du pays par les agences de notation). Les risques et incertitudes géopolitiques restent élevés, ce qui entraîne une augmentation de l'aversion au risque et de la volatilité des marchés qui ne devraient être que partiellement compensés par la posture accommodante des banques centrales. Dans ce contexte, malgré des valorisations attractives, **nous privilégions dans l'ensemble la prudence à court terme.** Nous préférons, de manière relative, les pays moins exposés aux vulnérabilités extérieures et dont les valorisations sont bonnes (comme le Brésil, la Russie, l'Inde).

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
ACTIONS	États-Unis	-/=		Aux États-Unis, la saison de publication des résultats a été un peu meilleure que les attentes du marché, mais les effets de la guerre commerciale commencent à se faire sentir, ce qui rend les perspectives de bénéfices plus incertaines, malgré un contexte économique qui reste solide. Le marché est plutôt cher dans l'ensemble. Nous sommes prudents sur les valeurs cycliques et préférons la croissance dans les zones où les prix sont moins tendus.
	Europe	=/+		Les valorisations des actions européennes sont relativement attractives, mais le marché reste très exposé à l'escalade de la guerre commerciale, au Brexit et à la crise politique italienne. Côté positif, l'intervention de la BCE pourrait soutenir le marché.
	Japon	-/=		Nous restons prudents sur les actions japonaises. Leurs valorisations semblent attractives tandis que la reprise intérieure a surpris à la hausse, mais ce n'est que la moitié de l'histoire, en effet, la dynamique des bénéfices a été assommée par l'appréciation des devises et le ralentissement du commerce mondial, ce qui justifie notre vision prudente.
	Marchés émergents	-/=	▼	Une demande intérieure vigoureuse dans les pays émergents, un atterrissage en douceur en Chine et des politiques monétaires et budgétaires favorables devraient soutenir les actions. Cependant, les marchés émergents devraient maintenant faire face à des difficultés qui doivent être surveillées, parmi lesquelles l'escalade de la guerre commerciale, les risques idiosyncrasiques, la dépréciation du RMB et l'orientation de la politique de la Fed par rapport aux attentes du marché.
FIXED INCOME	Govies États-Unis	=/+		Nous maintenons notre préférence pour une exposition à la durée aux États-Unis du fait du grand nombre de munitions à la disposition de la Fed en matière de politique monétaire. Toutefois, le segment long terme est probablement allé trop loin en août et, par conséquent, aux niveaux actuels, une prise de bénéfices tactique pourrait s'avérer intéressante.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	-/=		Les banques centrales accommodantes soutiennent le marché du crédit. Toutefois, compte tenu du rétrécissement des <i>spreads</i> de crédit et des incertitudes macroéconomiques persistantes, nous préférons maintenir une attitude prudente à l'égard du risque de crédit, en favorisant les stratégies de portage de meilleure qualité et en mettant davantage l'accent sur l'évaluation des liquidités.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	=		Les <i>spreads</i> du high yield américain sont plus serrés que la moyenne à long terme, toutefois nous pensons que les <i>spreads</i> dépassent encore considérablement le coût des défauts de paiement. Les perspectives de défaillances restent propices et la politique accommodante de la Fed devrait contribuer à maintenir le risque de récession à un niveau faible. Nous sommes toutefois conscients des risques idiosyncrasiques et mettons donc l'accent sur la sélection et la gestion des liquidités.
	Govies Europe	-/=		Le positionnement accommodant de la BCE empêchera toute hausse des taux « core ». Le marché est cher et le restera, car la recherche de sécurité figure parmi les principales préoccupations des investisseurs. Nous restons optimistes sur les principaux pays périphériques européens, mais sommes désormais plus prudents à l'égard des BTP italiens dont le <i>spread</i> par rapport au Bund sur les échéances à 10 ans s'est considérablement resserré en juillet.
	Euro Obligations d'entreprise IG	++		Les bons fondamentaux des entreprises, l'amélioration des facteurs techniques, l'appétit pour le rendement et le soutien de la BCE (qui devrait relancer un programme d'achat d'obligations d'entreprises en septembre) seront, à notre avis, les principaux déterminants du marché. Nous restons optimistes sur la classe d'actifs, malgré une certaine prudence vis-à-vis des financières (banques italiennes et britanniques) et avec un œil attentif sur la faible liquidité.

Allocations d'actifs				
	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
FIXED INCOME	Euro Obligations d'entreprise HY	+		Le segment des titres à haut rendement est attractif en termes d'opportunités de portage. Les perspectives de défaillances restent positives, de même que le soutien de la BCE. Il convient de se concentrer sur la sélection de valeurs, les risques idiosyncrasiques et la gestion des liquidités.
	Émergents Dette en devise forte	+		Le climat s'est légèrement détérioré en raison de l'escalade des différends commerciaux. Toutefois, le marché résiste bien grâce au soutien des BC et à la quête persistante de rendement. Le risque de contagion des problèmes argentins est limité. Une correction pourrait être l'occasion de renforcer la classe d'actifs, avec un horizon d'investissement à moyen terme.
	Émergents Dette en devise locale	=	▼	Nous percevons de la valeur dans les taux et le crédit émergents, mais prévoyons une pression accrue sur les devises émergentes en raison du contexte de croissance mondiale difficile et des risques géopolitiques.
AUTRES	Matières premières			L'escalade de la guerre commerciale et le ralentissement de la croissance économique constituent des obstacles à la demande de matières premières, mais, malgré des conditions financières qui devraient demeurer raisonnablement favorables, l'appréciation du dollar américain pourrait être un déclencheur pour la performance de la classe d'actifs. Nous maintenons notre fourchette de 55 à 65 \$/baril pour le WTI en raison de la flexibilité et de la volonté de l'OPEP de stabiliser les prix. Pour ce qui est de l'or, nous relevons notre objectif à 12 mois autour de 1 550 \$/once en raison de l'assouplissement des conditions financières, de la quête d'actifs refuges et de la fin des politiques de réduction du bilan de la Fed. Concernant les métaux de base, nous prévoyons un rendement total de 4 à 5 % sur 12 mois, car le cycle des stocks demeure relativement favorable.
	Devises			L'EUR/USD devrait continuer à évoluer dans une fourchette étroite, en raison du rééquilibrage des baisses de taux et des anticipations de baisses des taux de la Fed et de la BCE. L'évolution de l'euro sera également affectée par la faiblesse persistante des données macroéconomiques et les incertitudes croissantes concernant le Brexit. Nous maintenons notre objectif à 12 mois aux alentours de 1,14. Le yen devrait se consolider à court terme, après sa forte appréciation par rapport au dollar ces derniers temps. Objectif à 12 mois maintenu à 105 pour la paire USD/JPY. La paire GBP/USD devrait rester sous pression à mesure que les probabilités d'une sortie de l'UE sans accord augmentent.

LÉGENDE



Source: Amundi, au lundi 26 août 2019, opinions valables pour des investisseurs en base EUR. Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. Ces informations ne reflètent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.

IG = Obligation d'entreprises de qualité « Investment grade », HY = Obligation d'entreprises de qualité « High yield », Obligations émergentes DF/DL = Obligations émergentes en devise forte/locale. WTI= West Texas Intermediate.

LE THÈME DU MOIS

Escalade de la guerre commerciale et incidences sur le commerce mondial et la croissance économique

ALESSIA BERARDI, Responsable adjoint de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 10/09/2019

L'essentiel

Les tensions commerciales se sont intensifiées au cours de l'été. Depuis le 1^{er} septembre, l'administration américaine a imposé de nouvelles surtaxes douanières et, simultanément, la Chine a riposté. Les États-Unis devraient encore imposer d'autres surtaxes : hausse de celles déjà en place de 25 à 30 % et nouvelles surtaxes sur la dernière tranche d'importations chinoises. Pour ce qui est des mesures extra-tarifaires, en août, les licences temporaires concédées aux sociétés américaines pour opérer avec Huawei ont été prolongées à leur expiration sans qu'aucune indication plus structurelle ne soit fournie.

Sur une note plus positive, une nouvelle série de pourparlers à haut niveau à Washington a été confirmée pour début octobre. En réaction aux dernières évolutions, nous avons à nouveau revu à la baisse nos prévisions pour le commerce mondial au S2 2019 et en 2020, pour prendre en compte leur impact manifestement négatif sur les performances économiques au niveau mondial, notamment dans les économies les plus ouvertes et les plus intégrées avec la Chine. De façon générale, les banques centrales du monde entier ont progressivement fait preuve de davantage de souplesse pour compenser le choc commercial et la dégradation des conditions économiques intérieures. En outre, de nouvelles mesures de relance budgétaire devraient voir le jour.

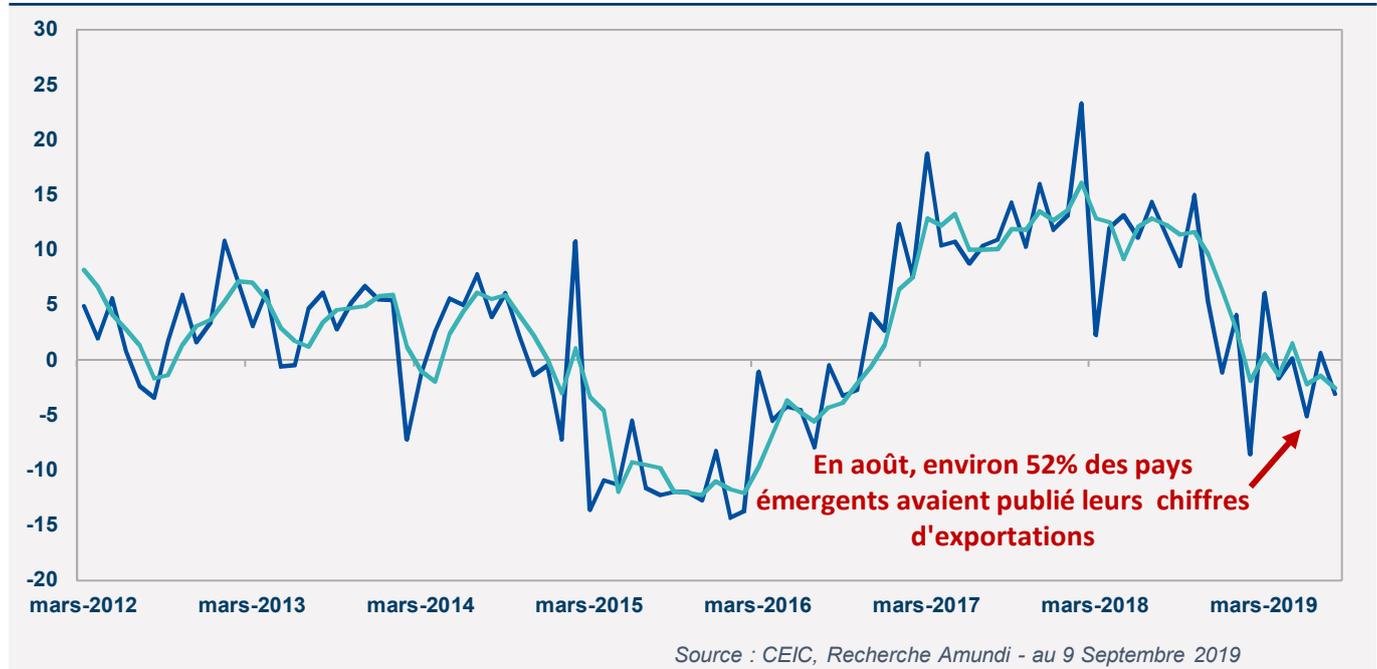
Les tensions commerciales se sont intensifiées au cours de l'été. Depuis le 1^{er} septembre, l'administration américaine a imposé de nouvelles surtaxes douanières de 15 % sur une première tranche (d'environ 125 milliards de dollars) des importations restantes en provenance de Chine et, simultanément, la Chine a riposté avec une hausse de 5 % à 10 % des surtaxes sur les biens figurant sur sa liste cible, précisant seulement le nombre de produits, à savoir 1 717, mais pas leur valeur. En outre, des auditions publiques ont commencé aux États-Unis (qui se termineront le 20 septembre) pour porter le taux de 25 % des taxes douanières déjà en place à 30 %. Cette nouvelle augmentation devrait entrer en vigueur au début du mois d'octobre. Enfin, d'ici la mi-décembre, l'administration américaine est censée imposer des surtaxes sur la dernière tranche de marchandises importées de Chine. En ce qui concerne les mesures extra-tarifaires, en août, les licences temporaires concédées aux sociétés américaines pour collaborer avec Huawei ont été prolongées à leur expiration sans indications plus structurelles quant à la manière d'opérer avec un partenaire d'une telle importance. Il en résulte une augmentation des droits de douane dans le monde et une plus grande incertitude quant à la conclusion d'un accord commercial entre les États-Unis et la Chine. Tout récemment, une nouvelle série de pourparlers à haut niveau à Washington a été confirmée par le Vice-premier ministre Liu He et le représentant américain au commerce Robert Lighthizer.

Pourquoi les événements ci-dessus ont-ils une telle importance ? En réaction aux dernières évolutions, nous avons à nouveau revu à la baisse nos prévisions pour le commerce mondial au S2 2019 et en 2020, pour prendre en compte leur impact manifestement négatif sur les performances économiques au niveau mondial, notamment en ce qui concerne les économies les plus ouvertes et les plus intégrées avec la Chine.

Parmi les marchés développés, l'Europe se trouve plus durement touchée que les États-Unis tandis que l'Allemagne et l'Italie (manufacturiers exportateurs) sont plus en difficulté que les autres membres de l'Union européenne. Les marchés émergents, en raison de leur modèle de croissance, restent très dépendants de la

demande extérieure, leurs revenus reposant encore dans une large mesure sur les exportations. La dynamique économique de l'Asie est, depuis longtemps, de loin la plus faible, mais les pays d'Amérique latine, notamment ceux dont les performances sont davantage liées au cycle des matières premières, rattrapent rapidement leur retard sur une trajectoire cyclique descendante (Pérou, Chili).

1/ Exportations des pays émergents (en % g.a et % g.a moyenne sur 3 mois)



Outre la dégradation provoquée par les tensions commerciales, il convient d'ajouter que la période estivale a été marquée par le renforcement des risques idiosyncrasiques, et parfois même de leur explosion, tant dans les économies développées (Italie et Royaume-Uni), que dans les marchés émergents (Argentine). Pour certains une ébauche de solution a été trouvée (nouveau gouvernement en Italie avec une coalition différente et un recul probable de la date butoir pour le Brexit). Dans le cas de l'Argentine, la crise est bien plus profonde et après le résultat surprenant des élections, le pays est désormais considéré comme étant en défaut.

Dans l'univers des marchés émergents, nous avons fait d'importantes révisions à la baisse de nos prévisions de croissance pour 2019-2020 dans la plupart des pays. Au sein des BRICS, les révisions concernent principalement la Chine et l'Inde. La Chine est au cœur du différend commercial et les dernières mesures mises en œuvre ne laissent aucun doute quant à leur impact négatif sur la croissance. Le choc externe s'accompagne de restrictions de politique intérieure (davantage de réglementation et de désendettement, en premier lieu) qui se poursuivent malgré les menaces extérieures pesant sur l'économie. Les secteurs de l'industrie, de la consommation et de l'immobilier subissent tous trois le fardeau imposé par la politique intérieure et extérieure. Selon nos prévisions, la croissance du PIB chinois se situera autour de 6 % au second semestre 2019 en parvenant tout juste à maintenir la croissance annuelle moyenne supérieure à 6 %. Toutefois, la nouvelle fourchette des objectifs de croissance pour 2020 devrait tomber légèrement en dessous de 6 %, nous anticipons par conséquent une croissance chinoise à environ 5,8 % l'an prochain. Le *policy mix* chinois reste stimulant, bien que jusqu'à présent de manière assez limitée et bien éloigné des mesures de relance massives mises en œuvre ces dernières années. Côté politique monétaire, les baisses de taux sont limitées et très ciblées (nouvelles révisions des ratios de réserves obligatoires à venir) et la croissance du crédit qui a légèrement rebondi en octobre dernier n'a que légèrement augmenté depuis lors. La réforme des taux de base (Loan Prime Rate) récemment annoncée s'oriente à nouveau vers un assouplissement marginal, favorisant de facto les grandes banques et les clients les plus sûrs (grandes entreprises) sans favoriser l'accès au crédit des clients plus risqués (petites entreprises). En fin août, il a été précisé que le LPR devrait constituer un plancher pour les taux hypothécaires, évitant ainsi qu'ils ne baissent trop et confirmant la réticence des autorités à stimuler l'économie à travers le marché immobilier.

En Inde, les mauvaises conditions économiques se sont également généralisées à l'ensemble de l'économie. L'économie du pays étant relativement isolée, les exportations ont moins souffert en moyenne que dans les autres régions d'Asie, mais les problèmes structurels intérieurs (dans le secteur rural et les banques) pèsent sur les investissements et la consommation des ménages. Les prévisions de croissance du PIB ont récemment été

revues à la baisse pour l'exercice comptable 2020 (se terminant en mars 2020) passant de 6,1 % en glissement annuel (g.a.) à 5,7 % et légèrement à la hausse pour l'exercice 2021 passant de 6,5 % en g.a. à 6,7 %. Ici encore, le *policy mix* est devenu légèrement accommodant, principalement en termes de politique monétaire : la banque centrale indienne (RBI) a réduit son taux directeur de 110 pb depuis le début de l'année et nous anticipons encore un assouplissement plus marqué. En août, la RBI a annoncé le transfert d'un dividende extraordinaire au gouvernement pour soutenir les dépenses budgétaires sans compromettre la trajectoire d'assainissement budgétaire réaffirmée dans la révision de la loi budgétaire en juillet dernier (déficit budgétaire à 3,3 % du PIB pour l'exercice 2020). À l'issue des quatre premiers mois de l'exercice en cours, le déficit budgétaire se situe déjà à 78 % de l'objectif en raison de l'insuffisance des recettes causée par la faible croissance économique. Si l'Inde se refuse à un compromis sur ses objectifs budgétaires en s'efforçant simultanément de mettre en œuvre davantage de réformes structurelles, il est difficile d'envisager une croissance économique sur la voie d'une reprise plus durable.

En ce qui concerne les pays moins systémiques, l'Argentine est celui où la révision de la croissance a été la plus importante, passant de -1 % en g.a. à -2,3 % en 2019 et de 2,5 % à 0 % en 2020. Les résultats inattendus des élections préliminaires du 11 août ont précipité le pays vers un probable défaut. Les résultats des élections et l'abandon possible de l'austérité budgétaire mise en œuvre dans le cadre du plan du FMI ont entraîné une dégradation de la note souveraine du pays par les principales agences de notation tandis que les prix des obligations atteignent des niveaux de pays en défaut. Le président en poste se concentre désormais sur des mesures visant à augmenter ses chances de réélection en octobre et à limiter la plongée du peso et ses répercussions évidentes sur le taux d'inflation qui est déjà supérieur à 50 % en g.a. Un contrôle partiel des capitaux a récemment été mis en place tandis que le déblocage de la prochaine tranche d'aide du FMI en mi-septembre est incertain tout comme la continuité du plan de soutien.

Dans l'ensemble, grâce à l'assouplissement progressif de la Réserve fédérale et de la BCE, l'orientation de la politique monétaire des pays émergents est également devenue plus accommodante. En août, une quinzaine de banques centrales, parmi celles sous surveillance, ont réduit leurs taux directeurs, certaines de manière surprenante, comme en Thaïlande ou au Pérou. De nouvelles mesures d'assouplissement sont attendues, en particulier si, en septembre, les principales banques centrales mondiales confirment les attentes du marché. Ce surcroît de souplesse ne parviendra à atténuer la faiblesse de l'économie que si elle est correctement transmise à l'économie réelle, faute de quoi, afin d'obtenir de meilleurs résultats, il deviendra nécessaire de s'appuyer sur des mesures de relance budgétaire, là où c'est possible, ou sur des réformes visant à faciliter la vie des entreprises et à promouvoir le développement économique intérieur.

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le tableau ci-dessous reprend les principaux facteurs de risque accompagnés des impacts de marché possibles. Les probabilités reflètent notre propre jugement (ils ne reposent donc pas sur des variables de marché).

Finalisé le 10/09/2019

Risque # 1

30 %
probabilité

Brexit sans accord

Analyse | Les événements se sont accélérés durant la première semaine de septembre. Après avoir pris le contrôle de l'ordre du jour, le Parlement a adopté une motion chargeant le Premier ministre de demander à l'UE, le 19 octobre, une prolongation (jusqu'au 31 janvier 2020) du délai de Brexit, si un accord avec l'UE n'était pas conclu d'ici là ou en l'absence d'approbation par le Parlement d'un Brexit sans accord. Après avoir exclu 21 députés conservateurs qui avaient voté en faveur des motions susmentionnées (perdant ainsi sa majorité parlementaire), Boris Johnson a proposé des élections anticipées pour le 15 octobre. Toutefois, sa démarche est restée infructueuse, les partis d'opposition ayant voté contre ou s'étant abstenus (une majorité des 2/3 est requise). À la date du 6 septembre, il semble que les travaillistes soient prêts à accepter des élections anticipées, mais seulement si elles sont tenues après le 31 octobre (c'est-à-dire après l'entrée en vigueur d'une éventuelle prolongation de l'article 50). Même s'il n'est pas possible d'écartier complètement la possibilité que Boris Johnson trouve une faille constitutionnelle lui permettant d'imposer des élections avant le 31 octobre, une prolongation suivie d'élections anticipées (en novembre ou décembre?) semble désormais être le scénario le plus probable. Les sondages actuels indiquent que les conservateurs pourraient obtenir une majorité absolue, mais la dynamique politique pourrait évoluer très rapidement (notamment à la suite de l'exclusion des députés conservateurs, pendant les conférences des partis qui auront lieu plus tard en septembre, ou pendant la campagne et à mesure que la prolongation deviendra effective). Une alliance avec le Brexit Party serait peu appréciée par de nombreux électeurs conservateurs modérés. Toutefois, de leur côté, les partis d'opposition auront du mal à faire campagne sur un programme commun, si ce n'est sur la question d'un second référendum, qui elle-même divise les électeurs travaillistes. Par ailleurs, Jeremy Corbyn est un personnage autour duquel les électeurs modérés peinent à se rassembler. Le résultat d'élections anticipées à la fin de l'année est donc très incertain et le risque de sortie sans accord en 2020 reste présent.

Impact de marché | Le risque de *no-deal* le 31 octobre a diminué, mais l'incertitude demeure à l'horizon de 2020. Face à l'incertitude, la prime de risque sur les actifs britanniques doit être suffisante - avec une monnaie faible et des prix plus bas pour les actifs risqués - pour attirer les investisseurs étrangers. Mais est-elle suffisante à l'heure actuelle? Rien n'est moins sûr! Si le résultat se révèle défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. En revanche, si un accord était trouvé ou si l'article 50 était abrogé, nous verrions le contraire. La situation reste très binaire et donc peu propice à de fortes recommandations en termes de portefeuille.

Risque # 2

20 %
probabilité

Ralentissement majeur en Europe

Analyse | Après la publication des chiffres de la croissance du PIB au premier trimestre (+0,4 % en glissement trimestriel pour l'ensemble de la zone euro), qui ont apporté un soulagement, mais qui étaient dus, en partie, à des facteurs positifs temporaires (fortes importations de précaution au Royaume-Uni et climat doux qui a soutenu le secteur de la construction), la croissance s'est à nouveau ralentie au second trimestre (+0,2 %) affichant même un résultat négatif en Allemagne (-0,1 %). De plus, les données des enquêtes sur le secteur manufacturier (PMI) se sont encore dégradées depuis, en raison d'une plus grande incertitude (tensions commerciales accrues). Si elles restent déprimées encore longtemps, la contagion au reste de l'économie pourrait s'aggraver. De nombreux facteurs pourraient aggraver la situation, notamment une nouvelle escalade des tensions entre les États-Unis et la Chine (auxquelles le secteur manufacturier européen est fortement exposé à travers les chaînes de valeur mondiales) ou encore des surtaxes américaines sur le secteur automobile européen (une décision en ce sens pourrait être prise en novembre). Cependant, sur le plan politique, la situation s'est améliorée depuis le début de l'été. Tout d'abord, en Italie où la nouvelle coalition est plus favorable aux institutions européennes. Mais aussi, au Royaume-Uni, où il semble très probable que la date butoir du Brexit soit reportée du 31 octobre au 31 janvier 2020.

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 - ont fait preuve de résistance.

Impact de marché | Un ralentissement important serait sans conteste 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 # 3

20 %
probabilité

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

Analyse | Comme anticipé, la trêve obtenue lors de la dernière réunion du G20 aura été de courte durée. Nous le savons, les questions les plus complexes (droits de propriété intellectuelle, transferts de technologie, surtaxes déjà en place et l'affaire Huawei) n'ont pas été abordées lors du G20. Ainsi l'affrontement sino-américain est rapidement revenu sur le devant de la scène. Les points mentionnés ci-dessus sont toujours sur la table et, de plus, les surtaxes douanières ont augmenté des deux côtés. Sur une note marginalement positive, les pourparlers devraient reprendre officiellement au début du mois d'octobre. Il convient toutefois de garder à l'esprit que les États-Unis entrent dans une période préélectorale et que l'opposition à la Chine va bien au-delà des seuls républicains. En effet, quel que soit l'occupant de la Maison-Blanche l'an prochain, l'opposition entre les deux pays sur des questions stratégiques pourrait s'aggraver dans les années à venir. Il est donc important de ne pas se méprendre sur le contexte. Le discours protectionniste qui prévaut actuellement n'est pas près de disparaître. La probabilité de conclusion d'un accord commercial complet est très faible, l'incertitude tarifaire s'installe de façon durable : une mauvaise nouvelle pour l'investissement et le commerce.

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

20 %
probabilité

Récession américaine

Analyse | L'économie américaine ralentit progressivement. De récentes données révisées montrent que le pic de croissance a déjà été atteint au deuxième trimestre 2018 et que l'économie américaine a ralenti depuis lors, convergeant progressivement vers la tendance. Les données entrantes sont plus contrastées et laissent entrevoir une décélération un peu plus prononcée des investissements et un ralentissement du marché du travail. Nous anticipons donc une croissance modeste des investissements, mais une bonne résistance des dépenses des consommateurs américains (bien que le revenu total du travail soit en léger recul). Un regain de tension avec la Chine sur le front commercial, avec une hausse des surtaxes douanières et la persistance de problèmes géopolitiques, constitue le principal risque selon nos prévisions, qui sont orientées à la baisse. D'après les dernières mises à jour datant de la mi-août, les données macroéconomiques et financières que nous surveillons pointent vers une probabilité accrue de récession, sur un horizon de 12 mois. De la faible probabilité actuelle d'une récession à court terme (moins de 5 %), la probabilité augmente avec le temps pour passer au-dessus de 20 %.

Impact de marché | Les marchés seront probablement plus prudents en ce qui concerne les prévisions de croissance pour 2020, car le ralentissement pourrait se prononcer et les signaux économiques devenir plus mitigés à mesure que le cycle s'allonge. Dans ce contexte, la Réserve fédérale pourrait se montrer « préventive », c'est-à-dire qu'elle tenterait d'organiser un atterrissage macroéconomique en douceur en opposant les forces qui pourraient freiner la croissance américaine. Les marchés s'attendent actuellement à une réduction de 1,30 % au cours des deux prochaines années, ce qui suggère la prise en compte d'un cycle complet, malgré des conditions macroéconomiques meilleures que celles de 2007/2008.

Risque # 5

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/ ait annulé les dérogations qui avaient permis à certains pays de continuer à importer du pétrole iranien

et 2/ qu'il ait décrété de nouvelles sanctions contre l'Iran. Les récents incidents en matière de sécurité (attaques contre des pétroliers dans le golfe Persique, drone américain abattu par l'Iran et saisie d'un pétrolier iranien à Gibraltar) et les déclarations agressives des deux parties n'ont fait qu'aggraver la situation. A ce stade, il n'est pas certain que le départ de John Bolton, conseiller à la sécurité nationale de D. Trump aux positions très dures, contribue vraiment à une détente. En effet, l'approche de D. Trump était déjà beaucoup plus pragmatique que la sienne. Côté iranien, le risque d'un affrontement militaire avec les États-Unis est exacerbé par les divisions internes et la possibilité que le Corps des Gardiens de la révolution islamique puisse mener des opérations sans l'approbation totale des dirigeants du pays.

Impact de marché | Les prix du pétrole sont l'élément principal à surveiller, tandis qu'une confrontation ouverte entre les États-Unis et l'Iran pourrait être préjudiciable aux classes d'actifs les plus risquées et provoquer une recrudescence des flux vers un dollar refuge. Toutefois, à ce stade, nous ne prévoyons pas de choc haussier 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 Émirats arabes unis selon lesquelles ils seraient prêts à compenser toute réduction des exportations iraniennes.

Risque # 6

10 %
probabilité**Instabilité politique en Italie et regain de tensions sur les BTP**

Analyse | La crise gouvernementale déclenchée début août par l'un des deux partis de la coalition gouvernementale (la Ligue) a conduit à la démission du Premier ministre le 20 août. Les consultations menées par le président italien ont permis d'éviter la tenue d'élections anticipées et ont permis de trouver une nouvelle majorité après que le Mouvement cinq étoiles et le Parti démocratique aient réussi à s'entendre sur la composition d'un nouveau gouvernement après plusieurs cycles de négociations. Le programme de la nouvelle coalition semble être orienté très à gauche, avec un accent fort sur les questions sociales et environnementales et l'objectif plus large d'offrir à l'Italie un nouveau cycle de développement économique inclusif, vert et plus équitable. La nouvelle loi de finances du gouvernement italien pour 2020 cherchera à éviter une hausse de la TVA tout en intégrant certaines mesures de politique fiscale expansionniste (soutien financier et protection accrues pour les travailleurs, baisse des impôts sur le travail et le revenu, administration réduite et nouvelle vague de projets d'investissement). 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. Dans les faits, le gouvernement s'est engagé à respecter les règles de l'UE pour le budget 2020, mais pourrait profiter d'une plus grande flexibilité accordée par la Commission européenne. D'un point de vue politique, l'incertitude persistera probablement jusqu'à ce que le nouveau gouvernement démontre sa capacité à se maintenir.

Impact de marché | Les marchés financiers italiens se sont réjouis de la disparition des incertitudes supplémentaires qui auraient été inévitables en cas d'élections anticipées. Par conséquent, les *spreads* entre le BTP et le Bund 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.

Risque # 7

10 %
probabilité**Crise politique majeure en Europe**

Analyse | Hormis la situation italienne (voir risque n° 6), il existe peu de déclencheurs explicites de risque politique systémique à court terme en zone euro. Les résultats des élections européennes se sont avérés, dans l'ensemble, conformes à ce que les sondages avaient anticipé, bien qu'avec une petite surprise « pro-institutions ». Cependant, il est loin d'être évident que le soutien des électeurs aux partis « anti-système » ait atteint un sommet et dans l'immédiat, la présence de ces partis dans les parlements nationaux complique la constitution de majorités gouvernementales. La politique est donc devenue moins prévisible, notamment dans les grands pays où elle était stable auparavant (Allemagne et Espagne). Une telle situation est gérable en période de prospérité, mais peut toutefois devenir plus complexe en cas de détérioration de la situation économique (ou d'autres situations d'urgence) exigeant une volonté politique forte. En outre, d'autres changements compliquent la vie politique européenne : les forces « pro-institutions » autres que les partis politiques traditionnels ont progressé (notamment les Verts et les libéraux économiques), tandis que les événements récents en France soulignent la possibilité de voir émerger des mouvements de protestation qui ne sont dirigés ni par des partis politiques ni par les syndicats. Sur une note plus positive, il convient de constater que les velléités de retrait de l'euro reculent et ne figurent plus à l'ordre du jour des grands partis de protestation en France et en Italie.

Impact de marché | Nous pensons que le risque de nouvelles crises systémiques en Europe est devenu encore moins probable qu'au premier semestre 2019. En Italie, la nouvelle coalition est décidée à adopter un programme pro-européen. Toutefois, à l'avenir, la difficulté pour les investisseurs extérieurs à comprendre les institutions européennes signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Par ailleurs, si des tensions du marché liées à l'évolution politique devaient refaire surface, la BCE et les gouvernements devraient être prêts à faire « tout ce qu'il faut » pour stabiliser la situation.

Risque # 8

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 l'égard de la politique monétaire plus prudente 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 du conflit commercial est nécessaire dans les prochains mois afin d'éviter un ralentissement important et permettre la stabilisation attendue de la croissance.

Impact de marché | Dans ce scénario de risque, les marchés actions et de taux seraient à nouveau fortement touchés, d'autant que les monnaies émergentes seraient à nouveau confrontées à une fuite des capitaux. Toutefois, 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 # 9

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. 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.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique
PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



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

- **Ralentissement de la croissance mondiale :** la période estivale a été marquée par une faiblesse prolongée de l'économie mondiale, avec de très rares exceptions. 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 le marché du travail et la faible inflation. Le secteur des services continue de se montrer plus résistant que le secteur manufacturier.
- **Commerce mondial encore sous pression :** le commerce mondial s'est effondré au cours des 18 derniers mois. Les discours et mesures protectionnistes se sont encore intensifiés dernièrement, les États-Unis implémentant de nouvelles surtaxes douanières à partir du 1^{er} septembre auxquelles la Chine a immédiatement riposté. Le niveau d'incertitude lié à un éventuel accord commercial est plus élevé, bien qu'une reprise des pourparlers soit prévue pour début d'octobre. Les investissements ont fortement chuté dans bon nombre de pays sensibles au commerce. Le commerce devrait rester sous pression pour le moment et connaître une croissance inférieure à celle du PIB mondial, mais la capacité de résistance de la demande intérieure nous paraît sous-estimée. 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 son ralentissement au second semestre 2018 et l'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 2,3 % en g.a. au T2 2019, selon des données révisées récemment. 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. Toutefois, bien que la confiance des entreprises et des consommateurs se soit tassée dernièrement, en l'absence de choc majeur, le ralentissement devrait rester contenu. À ce stade, malgré une hausse des probabilités, une récession en 2019 ou 2020 reste improbable, les fondamentaux de la consommation des ménages demeurant dans l'ensemble orientés vers un ralentissement progressif tandis qu'une rupture brutale paraît peu vraisemblable. Toutefois, 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, demande intérieure sous pression et contagion de l'industrie au secteur des services). En outre, il est important de garder à l'esprit qu'une croissance inférieure à la normale et un resserrement des conditions financières pourraient entraîner une contraction des bénéfices.
- **Zone euro :** l'économie de la zone euro a progressé de 1,2 % en g.a. (0,2 % par rapport au trimestre précédent), ce qui souligne une dynamique qui s'essouffle avec un secteur manufacturier qui continue de s'affaiblir et un niveau élevé d'incertitude sur les plans commercial et politique, en raison des nouvelles surtaxes mises en œuvre dernièrement et des évolutions politiques chez des membres ou partenaires clés (Italie, Royaume-Uni). La tendance baissière de l'économie de la zone euro est le résultat de différents scénarios de croissance, variant d'un pays à l'autre. L'Allemagne et l'Italie se sont

encore affaiblies au T2, l'économie allemande étant durement touchée par le déclin marqué du secteur manufacturier qui a amené le pays au bord d'une récession technique. A contrario, cette tendance a été partiellement compensée par la résistance d'autres économies importantes comme l'Espagne, la France, le Portugal ainsi que d'autres économies de plus petite taille, dont les fondamentaux restent globalement bien orientés. Les retombées négatives de la baisse du secteur manufacturier sur les économies nationales semblent globalement limitées, la consommation ayant, dans l'ensemble, confirmé son dynamisme et le marché du travail s'étant encore renforcé, bien qu'à un rythme plus lent. Les risques restent orientés à la baisse : les incertitudes devraient persister dans les mois à venir, car de nouvelles escalades dans la guerre commerciale pourraient avoir lieu, le Brexit n'est toujours pas résolu, la volonté de relance budgétaire en Allemagne ne semble pas être considérée comme une priorité et le nouveau gouvernement italien doit encore prouver sa capacité à perdurer. La réunion à venir de la BCE permettra de mieux évaluer l'impact potentiel de la politique monétaire sur l'économie de la zone euro et sa capacité à la soutenir dans un environnement difficile.

- **Royaume-Uni :** la tenue d'élections anticipées fin 2019, après un nouveau report de l'échéance du Brexit, semble désormais le scénario le plus probable (bien qu'encore incertain, car septembre pourrait être le théâtre de nouvelles surprises). Toutefois, le résultat de telles élections (qui pourraient être considérées comme une sorte de référendum sur un Brexit sans accord) est très incertain. Si les conservateurs obtiennent une majorité nette, un Brexit sans accord pourrait devenir le scénario le plus probable, même si 1/ des concessions de la part de l'UE pour faciliter un accord ne peuvent être complètement exclues 2/ une sortie sans accord pourrait s'accompagner de mesures d'atténuation (par exemple, une période transitoire limitée ou des accords sectoriels). En revanche, si les conservateurs n'obtiennent pas de majorité, de nombreuses possibilités seraient envisageables, comme un nouveau référendum, une nouvelle négociation menant à un Brexit plus souple (de type « Norvège+ »...) ou même une abrogation unilatérale de l'article 50. Cependant, à moins que les travaillistes n'obtiennent une majorité absolue, il leur sera difficile de former une coalition gouvernementale de partis anti-Brexit, car ils sont opposés sur la plupart des autres questions. Enfin, le risque qu'un Parlement sans majorité ne fasse que prolonger l'incertitude ne peut être totalement exclu.
- **Chine :** après la publication de statistiques économiques décevantes et la recrudescence des tensions commerciales (nouvelle vague de surtaxes et représailles), les autorités ont récemment renforcé leurs mesures de soutien budgétaire et monétaire pour l'économie afin d'amortir le choc lié au ralentissement du commerce mondial. Après un premier retard, les pourparlers entre la Chine et les États-Unis devraient reprendre en début octobre. Simultanément, en août, les licences temporaires permettant aux entreprises américaines de faire affaire avec Huawei ont été prolongées sans que des directives plus claires ou plus complètes soient établies. La pression sur les chaînes de valeur mondiales devrait se maintenir, notamment dans le secteur technologique. Les tensions autour des questions stratégiques que sont les droits de propriété intellectuelle ou les transferts de technologie ne montrent aucun signe de progrès. Il n'est pas possible d'exclure de nouvelles tensions entre les États-Unis et la Chine sous une forme différente que les droits de douane, ainsi, les autorités chinoises ne peuvent-elles pas se permettre de baisser la garde.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible dans les économies avancées. Le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années a une composante structurelle, liée à des facteurs relevant de l'offre, tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (avec un aplatissement de la courbe de Phillips). L'inflation sous-jacente ne devrait s'accélérer que légèrement dans les économies avancées. En théorie, une « surprise inflationniste » reste possible avec la reprise des salaires (aux États-Unis et en zone euro), mais il est frappant de constater que l'inflation a ralenti aux États-Unis alors que la croissance du PIB réel s'est accélérée ! En zone euro, dans un contexte de faible inflation, nous pensons que les entreprises n'ont pratiquement aucun pouvoir de fixation des prix (marges sous pression). Au final, compte tenu de la faible inflation et de l'augmentation des risques baissiers, la plupart des banques centrales ont fait volte-face en matière de communication, depuis le début de l'année. Dans un scénario défavorable et récessif (qui n'est pas notre scénario central), la pression à la hausse sur les salaires ne durerait de toute façon pas longtemps.
- **Prix du pétrole :** les craintes d'un ralentissement mondial et l'augmentation de la production américaine exercent une pression à la baisse sur les cours du pétrole, ce qui inquiète les pays du Moyen-Orient. En conséquence, les pays de l'OPEP et 10 autres pays, dont la Russie, ont signé un accord de coopération en début juillet, créant *de facto* une OPEP élargie. Tous ces pays (OPEP+) - qui représentent 50 % de la production mondiale (contre 30 % pour l'OPEP) - ont renouvelé (pour neuf mois) leur accord de

décembre dernier qui vise à réduire leur offre cumulée de 1,2 million de barils/jour par rapport à leur production d'octobre 2018. Les pressions de l'offre devraient continuer à pousser les prix à la hausse, tandis que les craintes sur l'évolution de la demande mondiale devraient les maintenir sous pression (en effet, le pétrole a fléchi en août du fait des révisions à la baisse de la demande, alors que la production de l'OPEP avait fait un bond surprise). Par conséquent, tout bien considéré, nous maintenons notre objectif de 60 à 70 \$/baril (Brent).

■ **Banques centrales durablement accommodantes** : la Fed a adopté une orientation accommodante. Nous nous attendons à de nouvelles baisses préventives des taux à hauteur de 50 pb en 2019 (en guise de « police d'assurance »), et une baisse supplémentaire de 25 pb en 2020 serait cohérente avec notre scénario central dans lequel la consommation fait preuve de résistance. Les attentes du marché (baisse de 125 pb en 12 mois) nous paraissent excessives, sauf si, bien entendu, les risques baissiers se concrétisaient. Pour ce qui est de la BCE, Mario Draghi a clairement ouvert la voie à une politique d'assouplissement en matière de taux directeurs ou de programme d'achat de titres (QE). Nous prévoyons quelques baisses du taux des dépôts d'ici 2019 ainsi qu'un programme d'assouplissement quantitatif ambitieux dont l'annonce est attendue en septembre et qui concernera la dette publique et privée. Un système à deux paliers est sérieusement envisagé pour les taux de dépôts, afin de réduire la charge imposée aux banques qui disposent de réserves excédentaires importantes (Allemagne).



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 augmentons la probabilité du scénario de risque haussier (au détriment du scénario central, dont la probabilité a été ramenée à 60 %).

■ En effet, nous avons considérablement revu à la baisse notre scénario central, en intégrant dans celui-ci une partie du scénario de risque baissier. 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).

■ 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 05/09/2019

États-Unis

Ralentissement graduel de la croissance américaine en raison des préoccupations liées à la guerre commerciale et de l'incertitude géopolitique

- Les moteurs de la demande interne connaissent une décélération, plus prononcée concernant les investissements que la consommation personnelle. Les enquêtes portant sur le climat des affaires montrent un repli dans le secteur manufacturier et dans celui des services, même si la confiance des petites entreprises rebondit légèrement.
- La confiance des consommateurs s'est légèrement redressée, mais montre toujours l'attente d'une dégradation. Le marché du travail reste toutefois porteur pour la consommation : si les salaires progressent un peu moins que prévue, le taux de participation augmente et la baisse de l'inflation soutient les revenus réels. Concernant l'investissement, les intentions de dépenses tendent à se modérer, mais les derniers chiffres des commandes de biens d'équipement ont été supérieurs aux attentes. L'inflation est faible (1,8 % pour l'indice général, 2,2 % pour l'indice sous-jacent), tout en restant proche de l'objectif de la Réserve fédérale.
- Sur le front du commerce extérieur, après l'annonce de représailles de la Chine, les États-Unis ont annoncé une nouvelle augmentation des droits de douane sur les importations chinoises.
- La Réserve fédérale a continué d'afficher une attitude accommodante, communiquant sur la nécessité d'accompagner l'économie dans un atterrissage en douceur et de contrecarrer les effets négatifs des tensions commerciales et des incertitudes géopolitiques.

Facteurs de risque

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

Zone euro

Révision en baisse des prévisions 2020 en raison de la dégradation des perspectives du commerce international.

- La croissance a déçu au T2 (+0,2 %) et les indicateurs portant sur le début du T3 sont médiocres. L'activité reste soutenue dans les services mais le secteur manufacturier est à la peine, particulièrement en Allemagne. L'actualité de l'été (intensification de la guerre commerciale américano-chinoise et montée du risque de *Hard Brexit*) a pesé sur la confiance.
- Nous avons révisé en baisse notre prévision de croissance du PIB en 2020 (1,0 % au lieu de 1,2 % précédemment).

Facteurs de risque

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

Royaume-Uni

Remontée du risque de Brexit sans accord

- Après le rebond de la croissance du T1 (+0,5 %, largement en raison de dépenses de précaution), l'économie s'est contractée au T2 (-0,2 %) malgré la bonne tenue persistante du marché du travail.
- L'incertitude concernant le dénouement du Brexit est très élevée. En effet, B. Johnson affiche sa détermination à ce que le Brexit ait lieu le 31 octobre, même sans accord. Cependant, alors que l'UE paraît peu disposée à faire des concessions supplémentaires, le Parlement britannique est opposé à un Brexit sans accord.

Facteurs de risque

- « No Deal Brexit »

Finalisé le 05/09/2019

Japon**L'euphorie est finie depuis longtemps et la rigueur devrait s'installer dans les prochains trimestres**

- La croissance du PIB au 2^e trimestre s'est établie à 1,8 % en rythme annualisé après 2,8 % au 1^{er} trimestre. L'escalade du conflit commercial sino-américain n'a pas empêché les dépenses des ménages d'augmenter grâce au congé exceptionnel de 10 jours offert pour l'accession au pouvoir du nouvel empereur, et les investissements des entreprises ont été soutenus par la construction et les chantiers de rénovation.
- Toutefois, le moral des ménages de juillet a chuté à son plus faible niveau depuis cinq ans. La confiance a été fragilisée par la longueur de la saison des pluies et par d'importantes variations des températures. Surtout, l'atonie de la croissance des revenus réels renforce les inquiétudes déjà présentes quant à l'augmentation de la TVA en octobre, car elle incite plus à l'épargne qu'à des dépenses anticipées.
- Les commandes mensuelles de machines ont commencé à fléchir, bien que toutes les enquêtes sur les projets d'investissements continuent d'être au beau fixe. Davantage d'entreprises devraient suspendre ou réduire leurs investissements à mesure que le conflit commercial USA-Chine traîne en longueur.

Chine

- Dans le cadre d'une nouvelle escalade des tensions commerciales, la Chine a riposté contre l'augmentation des surtaxes douanières américaines, avec, à compter du 1^{er} septembre 2019, une hausse de 5 à 10 % sur une partie des 75 milliards de dollars de biens ciblés (1717 articles, dont la valeur n'est pas encore clairement établie).
- Les données macroéconomiques chinoises font état d'une décélération assez généralisée, touchant notamment le secteur manufacturier, les biens de consommation et l'immobilier. Les dernières données d'exportation ont montré une certaine résilience, tirée par les commandes anticipées visant à devancer les nouvelles surtaxes.
- Le *policy mix* continue, de manière limitée, à soutenir l'économie, tant sur le plan monétaire que budgétaire. D'autres mesures de relance sont attendues (réduction du ratio de réserves obligatoires et augmentation de la part des émissions obligataires locales).
- En août, une réforme visant à libéraliser les taux d'intérêt et notamment les taux pour les débiteurs de première qualité (LPR) a été amorcée. Le chemin à parcourir avant une libéralisation complète reste important, mais en parallèle la Chine a progressivement assoupli sa politique monétaire.

Asie (ex JP & CH)

- Les conditions économiques dans la région continuent de se détériorer, sous l'effet d'un nouveau recul de la demande extérieure et d'une demande intérieure faible. Les perspectives en matière d'exportation pour la Corée sont peu favorables en raison d'une nouvelle escalade des tensions commerciales, tandis que les perspectives de croissance de l'Inde sont, dans l'ensemble, plus faibles que prévu.
- Les données d'inflation dans la région sont restées très modérées. L'inflation indonésienne s'est accélérée, poussée, pour l'essentiel, par les prix des denrées alimentaires, tandis que l'inflation thaïlandaise enregistre de nouveaux points bas.
- En août, de nombreuses banques centrales de la région ont adopté une politique monétaire plus accommodante, l'Indonésie, les Philippines et la Thaïlande abaissant leurs taux directeurs de 25 pb, tandis que l'Inde réduisait les siens de 35 pb.

Facteurs de risque

- Perturbations de la chaîne logistique dues aux conflits commerciaux (USA-Chine et Japon-Corée)
- Suspension des projets de dépenses d'équipement en raison du fléchissement continu de l'économie mondiale
- L'augmentation de la TVA en octobre 2019 risque d'accentuer le ralentissement de l'activité

Facteurs de risque

- Incertitude persistante dans les relations États-Unis/Chine
- Décélération plus importante que prévu de l'économie chinoise
- Soutien limité du *policy mix*

Facteurs de risque

- Dynamique macroéconomique encore faible dans la région. Croissance indienne décevante
- Inflation toujours très modérée. Les prix des denrées alimentaires poussent l'inflation à la hausse
- Banques centrales de la région plus accommodantes

Finalisé le 05/09/2019

- Plusieurs pays tentent de stimuler leur économie en recourant à l'effet de levier budgétaire, les Philippines, la Thaïlande et l'Inde ayant notamment annoncé récemment diverses mesures de relance. En revanche, comme annoncé dans son projet budgétaire pour 2020, l'Indonésie poursuit son processus vertueux d'assainissement budgétaire.

Amérique Latine

- Les perspectives de croissance se sont considérablement détériorées au Mexique. Le pays est en récession et les prévisions de PIB pour 2019 ont été réduites de plus de la moitié, passant de 1,3 % à 0,5 % d'une année sur l'autre. La croissance brésilienne s'est affaiblie de manière plus modérée.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. L'inflation mexicaine converge à nouveau vers la cible, son dernier chiffre la replaçant dans la fourchette avec 3,8 % en glissement annuel, contre 4 % précédemment. Avec 54 % en glissement annuel en juillet, l'inflation en Argentine reste supérieure à 50 % et n'est pas près de converger.
- Les principales banques centrales ont récemment commencé à assouplir leurs politiques monétaires, le Brésil baissant ses taux de 50 pb et le Mexique, le Pérou, la République dominicaine et le Paraguay de 25 pb.
- Les primaires en Argentine ont donné lieu à une surprise avec la large victoire du couple péroniste Fernandez-Fernandez sur le président Macri. Les agences Fitch et S&P ont toutes deux dégradé la notation souveraine de l'Argentine, Fitch la baissant de trois crans de B à CCC et S&P la faisant passer de B à B- avec une perspective négative.

EMEA (Europe Middle East & Africa)

Russie: la croissance du PIB réel s'est établie à 2,2 % en 2018 et devrait ralentir en 2019 pour arriver à 1,2 %. La croissance devrait néanmoins s'accélérer à moyen terme grâce à d'importantes dépenses d'infrastructure entre 2019 et 2024.

- Malgré la menace de nouvelles sanctions américaines, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figure parmi les rares pays émergents à enregistrer des « excédents jumeaux » en 2019 et à accumuler les actifs de son Fonds souverain.
- Conformément aux attentes, la banque centrale russe a réduit son taux directeur de 25 pb en juillet. Nous nous attendons à d'autres réductions étant donné la décélération de l'inflation.

Afrique du Sud: sortie de récession sans miracle

- Le PIB du T2 récemment publié affiche une résilience au-delà des attentes du marché. Nous confirmons notre prévision de PIB à 0,8 % en g.a. pour 2019, un bon résultat au vu de la forte détérioration des économies de la plupart des pays émergents.
- Dans un contexte où les BC des marchés développés et émergents sont de plus en plus accommodantes, nous nous attendons à ce que la BC d'Afrique du Sud prenne une orientation très légèrement accommodante en 2019.

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 phase de récession que traverse la Turquie. Nous confirmons notre prévision de PIB à -1,8 % pour 2019.
- La BC turque a considérablement réduit ses taux directeurs en fin juillet, les baissant de 425 pb. Nous nous attendons à davantage de souplesse sous peu en raison de la très faible conjoncture économique.

- L'expansion budgétaire a commencé à s'intégrer à la politique monétaire dans le *policy mix* pour soutenir le cycle économique

Facteurs de risque

- Les conditions économiques ont encore faibli ; le Mexique est en récession
- L'inflation reste modérée dans l'ensemble. L'inflation argentine a déçu à la hausse en juillet
- De nombreuses banques centrales de la région ont adopté une politique monétaire plus souple.
- L'Argentine s'apprête à faire défaut

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 à l'approche des élections et risque de dérapage budgétaire
- Relâchement trop rapide de la BC, politique budgétaire assouplie, ralentissement de l'activité en zone euro

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (4 septembre 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	0,8	1,0
Zone euro	1,9	1,0	1,0	1,8	1,3	1,5
Allemagne	1,5	0,6	0,7	1,7	1,5	1,7
France	1,7	1,3	1,2	2,1	1,3	1,4
Italie	0,7	0,1	0,4	1,1	0,6	1,0
Espagne	2,6	2,2	1,9	1,7	0,8	1,1
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,1	2,5	1,9	2,0
Brésil	1,1	0,9	1,6	3,7	4,0	4,4
Russie	2,2	1,2	1,7	2,9	4,8	4,0
Inde	7,4	5,7	6,5	4,0	3,3	4,2
Indonésie	5,2	5,1	5,2	3,2	3,5	3,8
Chine	6,6	6,2	5,8	2,1	2,4	2,5
Turquie	2,9	-1,8	1,5	16,2	15,6	12,9
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					
	02/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
États-Unis	2,25	1,75	2,00	1,75	2,00
Zone euro	-0,40	-0,50	-0,45	-0,60	-0,40
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	0,75	0,75	0,50	0,75

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	02/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,53	1,20/1,40	1,39	1,30/1,50	1,31
Allemagne	-0,923	-0,90/-0,70	-0,97	-0,90/-0,70	-1,00
Japon	-0,296	-0,30/-0,20	-0,33	-0,30/-0,20	-0,36
Royaume-Uni	0,379	0,20/0,40	0,22	0,20/0,40	0,21

Taux 10 ans					
	02/09/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,52	1,40/1,60	1,54	1,60/1,80	1,57
Allemagne	-0,71	-0,50/-0,70	-0,66	-0,50/-0,70	-0,62
Japon	-0,27	-0,20/0,00	-0,24	-0,20/0,00	-0,21
Royaume-Uni	0,45	0,50/0,70	0,46	0,50/0,70	0,51

Prévisions de change					
	05/09/2019	Amundi + 6m.	Consensus T1 2020	Amundi + 12m.	Consensus T3 2020
EUR/USD	1,10	1,10	1,13	1,13	1,14
USD/JPY	107	105	105	104	103
EUR/GBP	0,89	0,89	0,90	0,91	0,91
EUR/CHF	1,09	1,08	1,10	1,10	1,11
EUR/NOK	9,94	9,60	9,75	9,83	9,81
EUR/SEK	10,69	10,40	10,60	10,39	10,57
USD/CAD	1,32	1,31	1,31	1,29	1,32
AUD/USD	0,68	0,69	0,68	0,71	0,70
NZD/USD	0,64	0,64	0,64	0,65	0,66
USD/CNY	7,15	7,30	7,15	7,10	7,25

Publications récentes

WORKING PAPERS



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

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

Factor Investing in Currency Markets: Does it Make Sense?

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

Pricing Individual Stock Options using both Stock and Market Index Information

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

Environmental Social and Governance Proposals and Shareholder Activism

Jiaying WEI — ESSEC Business School

Economic Modeling of Climate Risks

Théo LE GUENEDAL — Quantitative Research — Amundi

Financial Applications of Gaussian Processes and Bayesian Optimization

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

DISCUSSION PAPERS



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

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

How to differentiate emerging countries?

New approaches for classification and typology

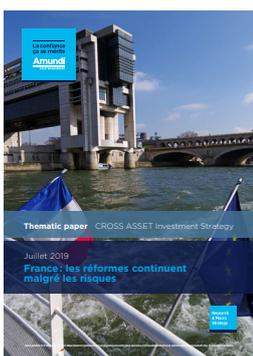
Philippe ITHURBIDE — Global Head of Research with the collaboration of Mickaël BELLAÏCHE — Senior Analyst, Global Research — Amundi

Who Will Lead the World Economy?

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

Philippe ITHURBIDE — Global Head of Research — Amundi

THEMATIC PAPERS



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

Perspectives économiques 2020

Recherche macroéconomique — Amundi

Maroc: des risques économiques modérés

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 — Eastimages

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