

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**S'APPUYER SUR LES FONDAMENTAUX POUR  
AFFRONTER L'AGITATION DES MARCHÉS**

**LE THÈME DU MOIS**

**IL N'EXISTE PAS DE CYCLE ÉCONOMIQUE  
SYNCHRONISÉ À L'ÉCHELLE MONDIALE**

Research  
& Macro  
Strategy

## VUES DES CIO

## S'appuyer sur les fondamentaux pour affronter l'agitation des marchés

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les investisseurs font face à un environnement instable. Voici trois thèmes importants à surveiller en 2019 :

- 1. Ralentissement de la croissance économique, et après ?** Il est temps de s'intéresser à la trajectoire de la croissance économique après un ralentissement synchronisé désormais bien anticipé par le marché. Une **récession économique mondiale ne fait pas partie du scénario central**. L'économie américaine affiche toujours une croissance robuste qui devrait se poursuivre, sauf erreur politique majeure (de la part de la Fed ou de Donald Trump), bien qu'à un rythme moins soutenu. En Europe, le ralentissement est plus prononcé en raison de plusieurs crises politiques (Brexit, Italie, et plus récemment en France). Néanmoins, nous pensons qu'une stabilisation économique est possible dans le courant de l'année à mesure de l'atténuation ou de la disparition de certains risques (relâchement des tensions commerciales, fléchissement des cours pétroliers, élections européennes en mai) ; le taux de croissance, bien que plus faible devrait demeurer supérieur au potentiel en 2019 et 2020. La situation est plus contrastée dans les économies émergentes, certaines devant décélérer (Chine) et d'autres bénéficier de tendances plus positives (Indonésie, par exemple). Globalement, nos prévisions économiques restent favorables, les risques liés aux tensions commerciales et aux événements géopolitiques devant notamment être surveillés.
- 2. Cycle de taux de la Fed : stop ou encore ?** Contrairement à d'autres, nous ne pensons pas qu'une pause soit à l'ordre du jour, et ce malgré le resserrement des conditions financières ; en effet, les tensions salariales restent présentes et la crédibilité de la Fed pâtirait d'une perception par le marché d'un recul de sa part en raison de pressions politiques. Cependant, la banque centrale devra réviser ses ambitions de resserrement monétaire, la hausse des taux pesant déjà sur les bénéfices des entreprises et les conditions financières étant plus restrictives. L'attitude de la FED impactera également d'autres banques centrales : il sera ainsi plus difficile pour la BCE de relever ses taux si la Fed suspend son cycle de resserrement. Nous n'anticipons pas de normalisation des taux dans la zone euro en 2019 et 2020. Au sein des pays émergents, certaines des banques centrales qui étaient devenues moins accommodantes en 2018 pourraient adopter un discours plus neutre/conciliant face au relâchement des tensions inflationnistes et des pressions sur leur devise.
- 3. Marchés émergents : tempête parfaite ou reprise ?** Les marchés émergents sont confrontés à plusieurs obstacles : la hausse des taux américains, un dollar fort et des crises idiosyncratiques. Les perspectives pourraient toutefois se stabiliser au premier semestre pour s'améliorer ensuite si la Fed devient plus accommodante. Notre scénario principal prévoit un possible atterrissage en douceur en Chine, en raison de la marge de manœuvre politique. Les facteurs spécifiques (notamment en Amérique Latine) et les perspectives du commerce international seront décisifs.

**Le risque mondial nous paraît donc toujours asymétrique, avec des anticipations de croissance en cours de réévaluation et les ajustements de primes de risque qui en découlent, favorisant une réhabilitation générale du style value. Cependant, cette réhabilitation et l'amélioration progressive de la conjoncture (trajectoire moins restrictive des taux US, dollar au plus haut et ralentissement de la croissance américaine) plaident en faveur d'une réexposition graduelle aux marchés émergents.** Nous recommandons par conséquent d'entamer l'année avec une approche prudente vis-à-vis des actifs risqués tout en se préparant à profiter d'opportunités qui résulteront du processus actuel de revalorisation. Nous conseillons d'entrer par étapes très progressives sur les marchés émergents ; sur les marchés développés, où le cycle arrive à maturité, il peut être judicieux de privilégier les **actifs de qualité** et d'éviter les actifs trop prisés/trop endettés et les segments les moins liquides. Sur les marchés obligataires, nous recommandons un positionnement neutre sur la duration américaine, afin d'atténuer la volatilité globale. Sur le marché du crédit, **l'écartement récent des spreads pourrait créer des opportunités, tout en restant sélectifs**, la classe d'actifs étant fragilisée par le resserrement des conditions financières, les besoins de refinancement et l'endettement élevé de certains émetteurs. Les investisseurs de long terme doivent revenir aux fondamentaux afin d'identifier les actifs attractifs dans un monde plus volatil.

## Nos convictions

### GESTION DIVERSIFIÉE

Les investisseurs doivent limiter leur exposition directionnelle aux actions et au crédit, en raison d'une dynamique de croissance plus faible, des risques géopolitiques et de la fragilité de la confiance des investisseurs. Nous privilégions toujours un portefeuille diversifié d'actions régionales. Les marchés émergents sont intéressants dans la mesure où le cycle de resserrement de la Fed touche à son terme et que les valorisations sont faibles. Pour les obligations, nous conseillons une exposition aux bons du Trésor américain et un positionnement prudent sur le crédit, avec la possibilité de renforcer ces expositions en 2019.

### MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous maintenons un positionnement quasi neutre sur la duration aux États-Unis. Les taux des principaux pays d'Europe offrent un potentiel limité. Nous restons prudents sur le crédit, dont les fondamentaux sont encore relativement stables, en raison de tensions sur les *spreads* qui pourraient perdurer avec la hausse des besoins de financement. Nous continuons de privilégier les émetteurs privés moins endettés. Nous sommes plus favorables à l'égard des obligations émergentes, dont le marché affiche une plus grande résistance malgré les pressions pesant sur les actifs risqués.

### ACTIONS

Aux États-Unis, la croissance des bénéfices ralentit en raison de pressions sur les prix et du ralentissement économique. Ces conditions pèsent également sur les actions européennes, les marchés émergents affichant de meilleures perspectives. Dans l'ensemble, compte tenu des incertitudes actuelles, nous maintenons notre préférence pour les entreprises de qualité, avec des bilans solides et des valorisations intéressantes. En Europe, la qualité « bon marché » se trouve davantage parmi les valeurs cycliques par opposition aux défensives, qui ont bénéficié d'un rebond ces trois derniers mois. Nous conseillons de privilégier les opportunités individuelles plutôt que sectorielles.

## MACRO

## Banques centrales : retour à des politiques de gestion des risques

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

2017 s'était achevée sur un rebond synchronisé de l'économie mondiale avec un risque accru de pressions inflationnistes susceptibles d'inciter les banques centrales à normaliser leur politique monétaire plus rapidement que prévu. Ce risque semble écarté désormais. La fin de 2018 a été marquée par le risque d'un ralentissement synchronisé de l'économie mondiale ; l'inflation sous-jacente est restée inférieure aux prévisions, même pendant le pic du cycle dans les économies proches du plein-emploi. Et les conditions de financement se sont durcies, aux États-Unis comme en Europe.

Une étude récente révèle qu'une hausse imprévue des taux directeurs (même très faible, de l'ordre de 25 pb) peut altérer sensiblement les investissements des entreprises, en particulier les plus jeunes, dont la capacité d'emprunt dépend de la valeur des actifs portés en garantie. Ce constat peut probablement être étendu aux entreprises les plus endettées. Et parmi les grandes économies développées, c'est aux États-Unis que la situation est la plus inquiétante.

Rien ne justifie donc une « surprise monétaire ».

Dans un environnement mondial très incertain, **l'approche qui prévaut semble être celle de la « gestion des risques »**. L'inflation n'est pas vraiment une menace si la croissance ralentit, et une normalisation trop rapide serait maintenant plus risquée qu'une absence d'intervention.

**Fed** : la moindre déception sur le front de la croissance pourrait justifier une pause dans le cycle monétaire.

**BCE** : l'affaiblissement récent des économies de la zone euro et l'absence de tensions inflationnistes empêchent toute normalisation des taux directeurs. C'est d'autant plus vrai si l'on considère que la BCE envisage sérieusement d'étendre son programme de prêts à long terme au secteur bancaire (TLTRO) pour soulager les pressions dont souffrent les banques (surtout en Italie, avec la hausse des taux des obligations souveraines).

**Banque d'Angleterre** : la politique monétaire dépend toujours de l'issue du Brexit. À court terme, le *statu quo* dominera, car les incertitudes sont très élevées.

**Banque du Japon** : pas de resserrement monétaire en vue, à l'inverse de ce que nous avons prévu il y a quelques mois. L'augmentation de la TVA (au 1<sup>er</sup> octobre 2019) va probablement accentuer les risques. Récemment, le gouverneur de la BoJ a évoqué publiquement la possibilité d'une plus grande souplesse monétaire si nécessaire (réduction des taux à des niveaux encore plus négatifs, voire achats d'actifs).

Le fait qu'aucune grande économie développée ne resserre véritablement ses conditions monétaires en 2019 ne signifie pas pour autant un retour de la liquidité. La Fed va continuer de réduire son bilan et la BCE vient d'arrêter d'augmenter le sien.

Sur les marchés financiers, les investisseurs ont donc perdu le filet de sécurité offert par les programmes d'achats d'actifs des banques centrales. En revanche, le changement de ton de nombre de banques centrales (dont la Fed) devrait atténuer les craintes de récession ou de poursuite d'un ralentissement brutal et finir par rassurer les marchés financiers.

“La réévaluation des actifs risqués est allée trop loin et anticipe un scénario beaucoup trop noir.”

## Le point de vue des stratégestes

### Déconnexion des risques à court et à long terme

Malgré la visibilité réduite et des conditions financières/économiques changeantes et incertaines, nous restons fidèles à notre liste de contrôle pour calibrer notre exposition globale au risque, laquelle demeure équilibrée. Notre évaluation du risque est axée sur la contribution des indicateurs à court terme (tels que les conditions financières) et à moyen terme (notamment les valorisations ajustées des risques, la vélocité de la monnaie et l'accumulation totale de dette par rapport à la croissance). Les **indicateurs à court terme** mettent en évidence la **prudence des investisseurs**, accentuée récemment par la dégradation du crédit (HY dans le secteur énergétique) et l'élargissement des spreads. Les conditions financières se resserrent en Europe et se dégradent peu à peu aux États-Unis. Considérant les fondamentaux micro- et macroéconomiques, **nous confirmons que la réévaluation des actifs risqués est allée trop loin en anticipant des niveaux proches de ceux d'une récession**. Même si, à court terme, ces conditions favorisent une amélioration, **à moyen terme, nous estimons être en présence d'un équilibre précaire entre la génération de croissance (PIB)/relance monétaire (vélocité de la monnaie) et la relance budgétaire (accumulation de dette) dans un contexte de hausse des taux réels**. Un discours plus accommodant de la part de la Fed serait donc justifié. La divergence entre le **sentiment pour le risque (négatif)** et la **situation des fondamentaux (toujours positifs)** légitime la possibilité d'un rebond à court terme des actifs risqués, mais pour 2019, il conviendra d'envisager une **atténuation des risques**. Après une période marquée par un fléchissement de la croissance, des taux en hausse et l'accumulation de dette, le revirement des conditions financières aura probablement lieu au premier trimestre. Cependant, une tonalité plus conciliante de la Fed et la saison des résultats du 1<sup>er</sup> trimestre pourraient changer la donne et contribuer à prolonger le cycle financier actuel.

## GESTION DIVERSIFIÉE

## Miser sur la diversification géographique selon une approche prudente

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

## Avancer prudemment

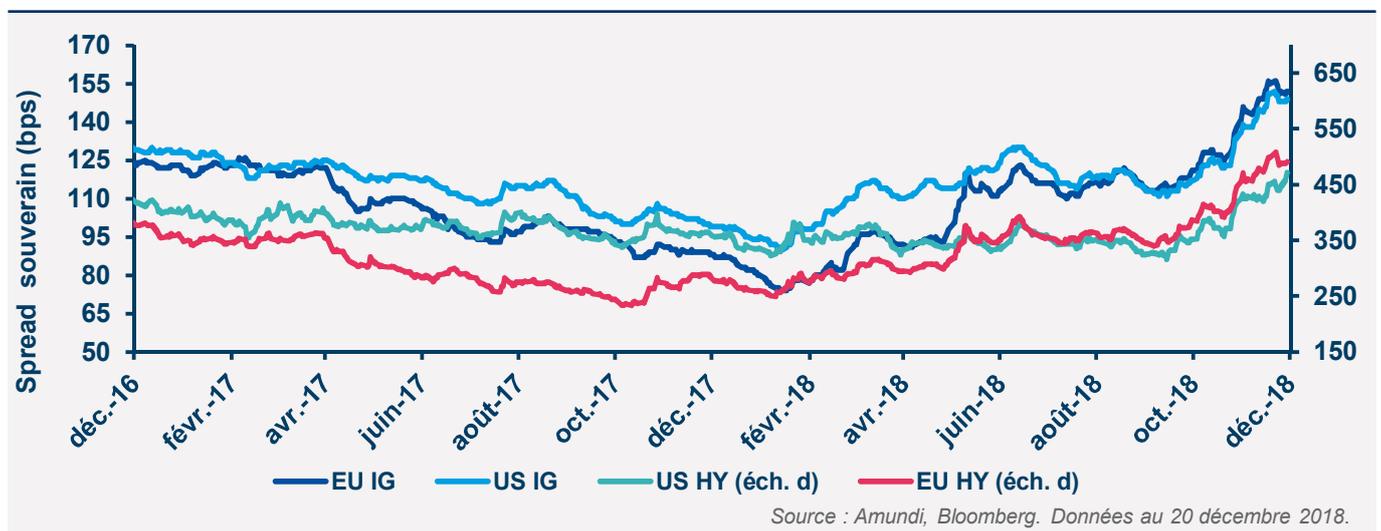
Dans la phase actuelle du cycle, les risques financiers se révèlent par une série de facteurs, notamment une liquidité plus restreinte, l'élargissement des *spreads* et les révisions négatives des prévisions de BPA. Ces facteurs commenceront par peser sur le sentiment avant que le resserrement des conditions financières finisse par altérer vraiment l'économie réelle. La génération de croissance du PIB conjuguée à la relance monétaire et budgétaire (accumulation de dette) dans un contexte de hausse des taux réels crée un équilibre fragile, dont la Fed essaie de peser soigneusement tous les risques. Désormais, la banque centrale suit une approche plus axée sur les données économiques, et les actifs risqués devraient refléter cet équilibre fragile en restant volatils. À plus long terme, nous pourrions devenir plus optimistes au cas par cas, notamment si les banques centrales adoptent une tonalité structurellement moins restrictive et que la solidité des fondamentaux est confirmée pendant la saison des résultats.

“L'importance des risques financiers plaide pour le maintien d'une attitude défensive vis-à-vis des actifs risqués à court terme, bien que notre opinion devienne plus favorable à moyen terme.”

## Des idées à conviction forte

Dans l'immédiat, nous maintenons **une perspective globalement défensive en ce qui concerne l'allocation des risques**, en raison d'une conjonction de facteurs favorisant une approche directionnelle très prudente : essoufflement de la dynamique de la croissance mondiale, qui devrait perdurer à court terme ; accroissement des risques géopolitiques et spécifiques accroissant l'incertitude entourant les décisions politiques ; et fragilité du moral des investisseurs. Les investisseurs doivent, selon nous, continuer de privilégier la diversification des portefeuilles et préférer pour l'instant un positionnement relatif, afin d'atténuer leur exposition globale aux risques. Dès novembre, notre opinion est devenue plus prudente à l'égard des actions américaines (et nous sommes

## Spreads de crédit



maintenant neutres). Cette révision était due à la dégradation de nos prévisions de dynamique de croissance, de bénéfices et d'activité de rachats d'actions. En Europe, la solidité des fondamentaux, la faiblesse des valorisations et un environnement économique toujours favorable aux matières premières justifie un biais positif tactique sur les matériaux de base. Nous maintenons également une préférence pour le facteur value dans la zone euro, en raison des valorisations et de facteurs techniques, dans l'idée de renforcer notre exposition défensive. Nous continuons aussi de privilégier les actions japonaises, mais dans une moindre mesure. Le marché affiche toujours des valorisations faibles, une exposition limitée aux risques géopolitiques et une certaine résistance malgré une saison des résultats sans éclats. Les actions des marchés émergents ont subi une importante correction cette année; nous pourrions éventuellement être proches d'un point d'entrée. Malgré de nombreux défis et points faibles, nous pensons que les mesures de relance en Chine parviendront à soutenir l'économie. Nous envisageons d'approcher progressivement ce marché avec une vue plus directionnelle du secteur domestique (le mieux représenté dans l'indice HSCEI\*). **Concernant les obligations**, nous sommes récemment devenus plus favorables à la durée aux États-Unis. Nous maintenons également une préférence pour les bons du Trésor américain par rapport aux Bunds allemands (à 5 ans) et nous recommandons d'envisager un accroissement des expositions aux taux américains (nominaux et réels) si de meilleurs points d'entrée apparaissent. Pour le **crédit**, des opportunités tactiques devraient apparaître en 2019 sous l'effet d'un écartement des spreads, mais nous gardons un positionnement défensif à court terme, car le ralentissement des économies et la dégradation des fondamentaux pourraient générer un écartement des spreads plus important dans un contexte de baisse saisonnière de la liquidité.

### Risques et couverture

La priorité doit être donnée aux risques géopolitiques et de baisse de la croissance. Nous conseillons une diversification efficace des portefeuilles et des réserves de liquidité permettant d'exploiter les points d'entrée plus avantageux qui devraient apparaître en 2019. Il est recommandé de maintenir les couvertures structurelles visant à atténuer les risques financiers et le repli des actifs risqués, avec une préférence pour les marchés considérés comme sûrs : l'or, le JPY vs USD et AUD, ou des options de protection contre l'écartement des *spreads* du secteur HY.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Recherche prudente d'opportunités sur le crédit

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

#### Évaluation globale

Après la forte hausse des rendements réels causée par la normalisation de la politique de la Fed, les bons du Trésor américain se sont redressés ces derniers mois, soutenus par les inquiétudes politiques et le ralentissement économique. Le marché a rapidement cessé d'anticiper 3 à 4 hausses de taux pour n'en prévoir plus qu'une tout au plus en 2019. Cette trajectoire heurtée des taux d'intérêt a généré des sorties significatives sur les obligations corporate et émergentes. Les *spreads* de crédit se sont fortement accrus, intégrant le risque d'une récession, plus que celui d'un simple ralentissement de l'économie. Depuis peu les actifs émergents font preuve d'une certaine résistance, ce qui pourrait être le signe avant-coureur d'un regain de confiance de la part des investisseurs. La grande question pour les investisseurs obligataires est de savoir jusqu'où la Fed peut encore relever ses taux face à des conditions financières qui se resserrent déjà. À notre avis, nous nous rapprochons du niveau auquel la Fed deviendra plus neutre, ce qui favorisera un relâchement des tensions sur l'USD et une amélioration des conditions de liquidité. Si notre scénario central se confirme, la Fed marquera probablement une pause l'an prochain, tandis que nous observons quelques signes d'apaisement des tensions commerciales; par conséquent, la baisse récente du crédit des marchés développés et de la dette émergente constitue une opportunité de s'exposer à nouveau, à bon compte, mais de façon très progressive et au cas par cas.

### Obligations des marchés développés

Le ralentissement cyclique des économies, conjugué aux incertitudes des marchés, tend à exercer des pressions baissières sur les courbes de taux. Nous privilégions les taux US parmi les marchés développés. En Europe, nous maintenons une opinion neutre à l'égard de la dette des pays périphériques. En ce qui concerne l'Italie, malgré certains progrès, nous préférons rester prudents et garder une approche attentiste, la prime de risque devant perdurer. Des opportunités existent au niveau des points morts d'inflation, car la croissance est supérieure au potentiel et l'écart à la production se résorbe rapidement. Sur le front des obligations d'entreprise, au cours du second semestre, les *spreads* ont anticipé la hausse des taux et de l'endettement des émetteurs, ménageant des points d'entrée attrayants sur certains titres. En Europe, les nouvelles émissions fourniront peut-être des opportunités de repositionnement sur le marché; toutefois, le crédit de la zone euro restera volatil en raison du niveau élevé de l'incertitude politique et du ralentissement de la croissance régionale, et les risques sont baissiers (sur le plan interne et externe, dans la mesure où l'Europe est relativement exposée au ralentissement de l'économie chinoise). Aux États-Unis, le crédit offre un potentiel haussier modeste compte tenu de la relative stabilité des fondamentaux, mais une exposition trop importante comporte des risques. Nous recommandons de privilégier des titres les plus liquides dans l'univers IG et dans certains segments précis du marché HY (les émissions notées B offrent un plus grand nombre d'opportunités de sélection).

“Des points d'entrée devraient apparaître au sein des obligations émergentes, principales bénéficiaires du ton plus accommodant de la Fed en 2019.”

### Obligations des marchés émergents

Grâce au ton plus conciliant que prévu de la Fed et au relâchement des tensions commerciales sino-américaines, le sentiment est devenu plus positif dernièrement pour les actifs émergents. L'environnement technique est favorable à la fois pour la dette en devise locale et forte, mais nous préférons cette dernière pour l'instant, car elle est en mesure de générer des performances positives à moyen terme (son rendement est supérieur à celui de la dette en devise locale pour la première fois depuis 2009) tout en protégeant les investisseurs contre le risque de change. Nous sommes plus optimistes envers les pays avec un risque politique moindre (l'agenda politique des marchés émergents étant très rempli pour 2019), ainsi que ceux qui sont moins exposés aux conflits commerciaux ou qui offrent un meilleur portage.

### Obligations émergentes et politique de la Fed



## Marché des changes

Les tensions haussières sur le dollar américain devraient commencer à se dissiper l'an prochain. En Europe, nous préférons les devises nordiques (SEK, NOK) à la monnaie unique, car celles-ci sont mieux protégées contre les tensions politiques émanant de la zone euro. La livre sterling pourrait rester volatile, car le risque extrême lié à la crise politique actuelle est toujours présent.

## ACTIONS

### De meilleures perspectives pour les marchés émergents

ALEXANDRE DRABOWICZ, Responsable adjoint Actions  
YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés émergents  
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

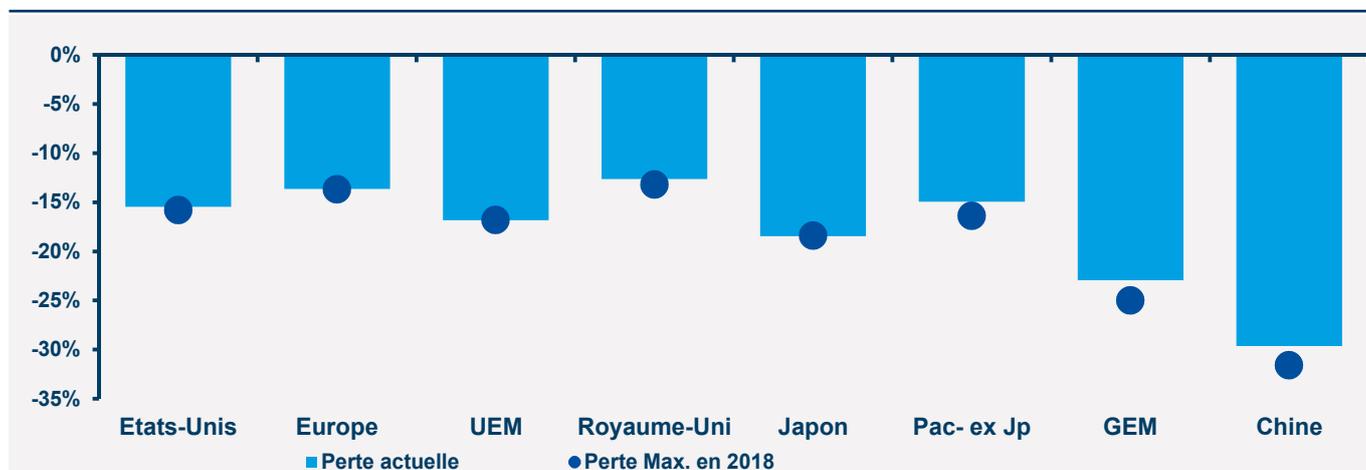
#### Évaluation globale

Après un repli en octobre, suivi d'un léger rebond en novembre, le sentiment du marché est redevenu négatif début décembre sous l'effet des craintes entourant les perspectives de croissance. La correction des actions touche désormais aussi les États-Unis, bien qu'une baisse supplémentaire soit très peu probable en l'absence de récession. Un rebond est envisageable, en raison du soulagement lié à une attitude plus conciliante de la part de la Fed. Ceci devrait également soutenir les marchés émergents, déjà en territoire baissier. Nous sommes donc plus positifs sur les actions émergentes, même s'il est encore trop tôt, selon nous, pour augmenter radicalement les allocations au risque dans un contexte d'incertitudes économiques et géopolitiques toujours élevées. Dans l'ensemble, nous continuons de privilégier la qualité à des prix raisonnables.

#### Europe: politique et valorisations

En Europe, l'incertitude accrue créée par les manifestations de Gilets jaunes en France s'ajoute à un sentiment déjà affaibli par le Brexit et les problèmes du budget italien. Le consensus de bénéfices des analystes bottom-up paraît élevé, et les estimations seront probablement révisées à la baisse. Les prix des actions européennes anticipent un ralentissement plus important de la croissance, mais en aucun cas une récession. Dans ce contexte,

#### Tous les marchés victimes de pertes



Source : Bloomberg. Au 31 décembre 2018. Rendement total des indices MSCI en devise locale. Perte : baisse de valeur d'un investissement, un fonds ou une matière première entre le pic et le creux d'une période spécifique, exprimée généralement en pourcentage.

nous restons fidèles à l'idée qu'il est essentiel de privilégier la qualité des entreprises et la durabilité de leur croissance bénéficiaire, la hausse des coûts créant des pressions supplémentaires sur les bénéfices européens. Le regain de faveur des valeurs défensives par rapport aux cycliques s'est opéré brutalement ; il est cependant difficile de s'y exposer, les valorisations des valeurs défensives sont élevées d'un point de vue relatif. Nous continuons d'identifier de bonnes opportunités au cas par cas, mais nous évitons les grands paris sectoriels. Le sentiment atteint presque un plus bas historique et le dénouement technique des positions risque de se poursuivre, même si les valorisations européennes deviennent intéressantes.

### États-Unis : réduire le biais cyclique

Face aux signes plus nombreux de ralentissement de la croissance économique et des bénéfices, la question est de savoir si le cycle se termine ou se stabilise. En ce qui concerne des secteurs comme les biens d'équipement, les banques ou les semi-conducteurs, le marché va d'abord observer les performances opérationnelles individuelles pendant le ralentissement économique avant de leur accorder une réévaluation que nombre de sociétés méritent, pour avoir stabilisé, voire amélioré leurs modèles économiques par rapport aux cycles précédents. Dans cette optique, notre opinion devient plus prudente sur les valeurs cycliques. Nous privilégions celles à conviction la plus forte et dotées des meilleurs atouts en matière de valorisation et les mieux à même de surmonter un ralentissement. D'autre part, à la suite de la correction du secteur technologique, nous avons de plus en plus tendance à augmenter notre biais pour les titres technologiques de qualité capables de résister aux pressions de fin de cycle, tout en réduisant notre biais cyclique comme indiqué ci-dessus.

### Marchés émergents : amélioration des perspectives

Le marché commence à anticiper un léger tassement de l'économie américaine et des relèvements de taux moins nombreux de la part de la Fed (ce qui causera probablement un affaiblissement du dollar), et donc un environnement plus favorable aux actions émergentes. Les actifs émergents devraient afficher une amélioration convenable de leurs bénéfices et de leurs valorisations, lesquelles deviennent de plus en plus attrayantes quel que soit le scénario envisagé. Parmi les actions émergentes, nous avons une préférence tactique pour la Chine (secteurs technologique et énergétique), où les prix semblent déjà intégrer la plupart des inquiétudes liées aux tensions commerciales et où les mesures de relance déjà déployées pourraient suffire pour empêcher une dégradation supplémentaire de la croissance. La Russie présente un profil intéressant en raison du niveau historiquement faible de valorisation des actions ; pour autant, il faut impérativement surveiller l'impact des sanctions internationales. Pour l'instant, nous préférons rester à l'écart des pays assortis d'un risque politique élevé (à savoir la Turquie et l'Argentine).

“La qualité reste notre priorité en Europe et aux États-Unis. Les marchés émergents sont à un plus bas, l'approche plus conciliante de la Fed pouvant favoriser une reprise l'an prochain.”

**Allocation d'actifs : perspectives multi-classes d'actifs**

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions vs Govies	→				■			
Actions vs crédit	➔					■		
Crédit vs Govies	➔				■			
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.

**Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs**

	Asset Class	Variation d'opinion à 1 mois	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
<b>EMPRUNTS D'ÉTAT</b>	US	➔			●
	US linkers*	➔			●
	Cœur Euro	→	●		
	Périphériques Euro	→		●	
	RU	→	●		
	Japon	→	●		
<b>CRÉDIT</b>	IG États-Unis	→		●	
	IG Euro	➔		●	
	HY États-Unis	→	●		
	HY Euro	→			●
	Dette émerg., devises fortes	→		●	
	Dette émerg., devises locales	→		●	
<b>ACTIONS</b>	US	➘		●	
	Zone euro	→		●	
	RU	→		●	
	Japon	➘			●
	Pac. hors Jap.	→		●	
	ME internationaux	➔			●

\*US linkers : obligations du Trésor américain indexées sur l'inflation

**DEVICES ET ACTIFS RÉELS**

<b>DEVICES</b>	EUR/USD	➔
	EUR/GBP	→
	EUR/JPY	→
	USD/JPY	→
<b>ACTIFS RÉELS</b>	Immobilier	→
	Infrastructures mondiales	→
	Dette privée	→

**LÉGENDE**

- ➘ Révision à la baisse
- Inchangé
- ➔ Révision à la hausse
- Sous-pondération
- Neutre
- Surpondération

Source: Amundi, 20 décembre 2018. Les perspectives de performance à 3-6 mois reflètent nos opinions de recherche basées sur le rendement attendu de chaque classe d'actifs. 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.**

## LE THÈME DU MOIS

# Il n'existe pas de cycle économique synchronisé à l'échelle mondiale

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Finalisé le 4/01/2019

### L'essentiel

**L'année 2019 débute sur le thème d'un ralentissement économique mondial synchronisé.** C'est clairement le signal envoyé par les enquêtes récentes (indices PMI). La croissance mondiale semble battre de l'aile tandis que les risques globaux continuent de nourrir le climat d'incertitude. Du côté des économies avancées, les yeux sont rivés sur le cycle américain avec la baisse des indices ISM; tandis que du côté des grandes économies émergentes, les regards se portent naturellement sur la Chine, dont l'économie continue de montrer des signes d'essoufflement en ce début d'année.

**Il faut néanmoins se méfier des apparences.** D'abord parce que les signes de ralentissement concernent avant tout le secteur manufacturier (le plus exposé par nature au commerce mondial), dont l'importance tend à diminuer au fil du temps. Ensuite, rappelons que l'année 2018 avait commencé sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée qui n'a pas fait long feu! On peut en effet désormais dater le pic du cycle mondial à fin 2017. Il faut donc éviter de conclure trop rapidement en 2019. Les économies ont ralenti ou ralentissent pour des raisons très différentes. Et certains des facteurs qui ont pesé au cours des derniers mois ont disparu (le pétrole s'est replié de quelque 30 % depuis le début octobre). Les États-Unis et la Chine ont conclu une trêve commerciale que les deux parties ont tout intérêt à respecter compte tenu de l'assombrissement des perspectives. **Dans ces conditions, la synchronisation du cycle mondial pourrait ne pas durer très longtemps.** Tant que le ralentissement reste graduel aux États-Unis et en Chine, le reste du monde peut connaître des « cycles autonomes ». C'est d'autant plus vrai que les politiques monétaires vont devoir se faire soit plus accommodante (Chine), soit moins restrictive (États-Unis).

Revenons à grands traits sur les tendances à l'œuvre dans les grandes zones.

**Aux États-Unis,** le recul des indices ISM dans le secteur manufacturier (tombé en décembre à son plus bas niveau depuis novembre 2016) semble annoncer un ralentissement plus marqué que prévu. Et ce d'autant plus que les conditions de financement des entreprises se sont nettement durcies au cours des dernières semaines de 2018. La fermeture des services fédéraux (*shutdown*) et la chute de la bourse accroissent l'incertitude. Les effets stimulants des baisses d'impôts et hausse de dépenses vont commencer à s'estomper. Dans ces conditions, l'investissement des entreprises va sans doute ralentir plus nettement que prévu (ralentissement de la demande globale et des profits anticipés, moindre visibilité).

**L'économie américaine n'a néanmoins pas de raison de tomber en récession.** La consommation des ménages restera soutenue du fait de la vigueur du marché du travail. En définitive l'économie américaine est vraisemblablement en passe de retrouver son rythme de croissance potentiel (qui est de l'ordre de 1,7/1,8 %). Il s'agit là d'un ralentissement économique substantiel qui s'accompagnera naturellement d'un tassement marqué des profits, après néanmoins une année exceptionnellement faste en raison des baisses d'impôts. C'est ce dernier point qui préoccupe les marchés d'actions qui s'étaient sans doute trop habitués à une croissance (du PIB et des profits) plus élevée.

**Dans ces conditions, la Fed va être amenée à faire une pause plus tôt que prévu car les risques deviennent asymétriques.** Il sera toujours temps de reprendre le fil de la normalisation monétaire ultérieurement si les signaux de ralentissement ne se matérialisent pas et que l'inflation accélère parallèlement.

**En Europe,** en dépit d'une reprise beaucoup plus tardive qu'aux États-Unis, les économies ont commencé à ralentir en 2018 et les signes de tassement de la conjoncture persistent en ce début d'année. L'output gap s'est refermé dans la plupart des pays. **Plusieurs facteurs ont contribué au tassement de la croissance en 2018:** la montée des prix du pétrole (jusqu'en octobre), le ralentissement du commerce mondial et celui des économies émergentes.

**Des incertitudes politiques majeures sont en outre venues obscurcir le ciel européen** (Brexit, budget italien, gilets jaunes).

- Le gouvernement italien, sensible à la pression des marchés, a néanmoins revu à la baisse son objectif de déficit pour 2009 (à 2,0 %) ce qui lui a permis d'éviter in extremis une procédure de déficit excessif et ce qui illustre le pragmatisme de la coalition au pouvoir.
- En France, la crise des gilets jaunes n'a pas fini de produire ses effets tant sur le plan économique (il faut s'attendre à de mauvais chiffres de croissance au T1) que sur le plan politique (les réformes vont sans doute être repoussées). Ceci dit, les mesures annoncées par le gouvernement vont stimuler le pouvoir d'achat ce qui devrait soutenir la consommation un peu plus tard dans l'année.
- En Allemagne, la perte du leadership de la Chancelière Angela Merkel (qui a dû abandonner la direction de la CDU suite aux élections régionales) a de facto freiné les initiatives de renforcement de l'intégration de la zone euro qui étaient à l'étude. Ceci dit Annegret Kramp-Karrenbauer, qui lui succède à la tête de la CDU, est sur la plupart des sujets sur la même ligne qu'elle.

Il faudra néanmoins attendre les élections européennes de mois de mai puis un nouveau parlement, un nouveau chancelier en Allemagne et une clarification du leadership des institutions européennes (Commission, BCE) pour réaliser des progrès significatifs dans le renforcement de la zone euro. Autant dire qu'il n'y a rien à attendre avant la fin de l'été. En attendant, les tensions politiques sont inévitables d'ici au mois de mai (période électorale).

**Le Royaume-Uni, continue de voir son sort suspendu aux modalités du Brexit.** Dans le cadre de notre scénario central, nous faisons l'hypothèse d'un vote du parlement en définitive favorable au plan de retrait négocié par Theresa May. Cela permettrait au Royaume-Uni de bénéficier d'une longue période de transition (de mars 2019 à décembre 2020) pendant laquelle le Royaume Uni négocierait avec l'UE et continuerait de bénéficier de règles commerciales inchangées. Toutefois, on ne peut pas exclure un « accident » de l'histoire qui conduirait à un « hard Brexit ». (cf. section facteurs de risque ainsi que « l'investment talk » publié récemment sur le sujet).

**Au Japon,** l'économie s'est affaiblie en fin d'année. L'économie nipponne est en grande partie protégée du conflit commercial qui oppose les États-Unis à la Chine. Les exportations à destination des États-Unis et de la Chine ne représentent qu'environ 3 % du PIB. Il est néanmoins encourageant d'observer que les entreprises projettent d'augmenter leurs dépenses d'investissement à un rythme inobservé depuis 2007 en dépit des menaces qui pèsent sur le commerce mondial. Le marché du travail n'a jamais été aussi tendu depuis 1974 et les salaires croissent au rythme le plus élevé depuis plus de 20 ans. La hausse du taux de TVA prévue en octobre 2019 (de 8 % à 10 %) devrait dopper la consommation avant de peser sur les dépenses des ménages, une fois la mesure mise en place.

**En Chine,** la montée des menaces protectionnistes a affaibli l'économie et le risque d'un ralentissement brutal s'est accru. La baisse du PMI manufacturier de décembre en deçà du seuil de 50 et le ralentissement de la production industrielle nourrissent les inquiétudes. Les autorités chinoises ont certes radicalement changé l'orientation de leur politique économique durant l'été en optant pour une politique de stabilisation contracyclique, mais cette dernière tarde à montrer ses effets. La Chine utilisera tous les leviers qui sont à sa disposition pour éviter un atterrissage brutal. Et en la matière, il faut avoir à l'esprit que les autorités locales disposent de davantage de degrés de liberté que les États-Unis. Dans ces conditions, nous continuons de tabler sur un ralentissement maîtrisé de l'économie chinoise. Enfin, l'accord conclu entre les présidents Trump et Xi le 1<sup>er</sup> décembre au G20 devrait alléger les tensions entre les deux pays pendant quelques mois.

**Dans les autres économies émergentes,** la détérioration des conditions domestiques – liée notamment aux risques que font peser les mesures protectionnistes des États-Unis – va continuer de peser sur le climat des affaires et l'investissement (notamment en Asie du Nord et au Mexique). D'autres pays en revanche continueront vraisemblablement de combler leurs besoins en matière d'infrastructure (Indonésie et Philippines par exemple). La consommation devrait quant à elle rester soutenue dans les économies proches du plein-emploi. De nombreuses économies émergentes sont encore fragiles (Argentine, Afrique du Sud) tandis que la Turquie s'enfoncé sans surprise en ce début d'année dans la récession.

**Signalons néanmoins que deux des facteurs qui ont déstabilisé les économies émergentes en 2018** (montée des taux longs américains et appréciation du dollar) **se sont dissipés** : les taux à long terme sont en baisse et le dollar a cessé de monter, ce qui vient alléger la pression sur les économies les plus endettées en dollar. En outre, il faut garder à l'esprit que la croissance potentielle nominale des économies émergentes reste en moyenne très au-dessus de celle des économies avancées, ce qui devrait leur permettre en théorie de soutenir leur dette plus facilement.

**À l'échelle mondiale,** la présence de multiples foyers de risques – notamment ceux de nature politique – tend à accroître l'incertitude globale ce qui risque de peser davantage sur les décisions d'investissement. **Les tensions commerciales États-Unis/Chine, les tensions au Moyen-Orient, les tensions politiques en Europe sont là pour durer,** sans compter que les problèmes de fond ne sont pas résolus (dette élevée, croissance affaiblie, risques climatiques, inégalités qui fragilisent les démocraties occidentales). Les fondations du régime de croissance actuel sont donc fragiles, notamment en cas de remontée brutale des taux d'intérêt (hausse des primes de risques).

Cette fragilité est d'autant plus préoccupante que les marges de manœuvre des banques centrales et des gouvernements se sont amenuisées au fil du temps dans de nombreux pays : de plus en plus rares sont ceux qui ont les moyens de mettre en place une politique de stabilisation contracyclique en cas de choc.

- En particulier, **aux États-Unis la politique budgétaire procyclique laisse peu de marges de manœuvre** en cas de retournement, et ce d'autant plus que le Congrès est désormais divisé (les démocrates contrôlent désormais la Chambre des Représentants tandis que les républicains ont renforcé leur majorité au Sénat).
- **En Europe, les marges de manœuvre sont moindres tant sur le plan budgétaire que sur le plan monétaire.** La BCE n'a pas réellement commencé à normaliser sa politique monétaire que la croissance ralentit déjà. Nous n'attendons pas de hausse de ses taux d'intérêt directeurs en 2019

**Les tensions sur le commerce sont vives et le commerce mondial est en berne mais cela ne signifie pas que la croissance mondiale va chuter.** Les perturbations des chaînes de valeur induites par la guerre commerciale sont en train de redessiner les cartes du commerce international des biens, au bénéfice de la Chine. Le commerce de services se développe, les économies demeurent étroitement imbriquées et Donald Trump est isolé sur le plan international. Il est en particulier important de noter que les intérêts des régimes populistes/nationalistes ne convergent pas forcément : très nombreuses sont en effet les économies qui ont besoin du reste du monde pour se développer (Europe de l'Est, Turquie, Brésil entre autres). Enfin, la part de la consommation tend à s'accroître dans les pays émergents au fur et à mesure de leur développement.

**Dans ces conditions, les économies ont davantage de chances à l'avenir de connaître des cycles économiques plus autonomes car plus dépendants de leur demande domestique.** Et ce d'autant plus que si les risques politiques sont présents sur la plupart des continents, ils n'ont aucune raison de se matérialiser simultanément. Dans un monde de plus en plus instable sur le plan politique, les cycles économiques devraient être donc amenés à se désynchroniser plus souvent.

**En définitive, compte tenu de l'incertitude qui entoure simultanément les perspectives aux États-Unis et en Chine, les risques demeurent baissiers. Même si on ne peut clairement pas exclure un ralentissement durable et synchronisé à l'échelle mondiale, nous continuons de tableur sur découplage d'ici la fin de l'année, notamment entre les économies émergentes et les économies avancées.**

## Les principaux facteurs de risque

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

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

Risque # 1

**40 %**  
probabilité

### Nouvelle montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine

**Analyse** | Les États-Unis et la Chine ont interrompu les hostilités après un accord temporaire conclu par le président Trump et le président Xi lors de la réunion du G20 en Argentine. L'augmentation prévue des droits de douane en janvier 2019 a été suspendue et le risque d'une extension supplémentaire au reste des importations américaines en provenance de Chine (267 milliards de dollars) semble également avoir été repoussé, tandis que les négociations ont repris, et que la Chine semble prête à respecter certains des engagements avant la fin du délai de 90 jours. A minima, ceci devrait contribuer à réduire certains risques baissiers à court terme, tandis que les effets directs sur le commerce seront moins prononcés et que le sentiment du marché s'améliorera légèrement après un épisode très pessimiste. Cela dit, l'accord demeure temporaire, et il se pourrait que beaucoup plus de temps soit nécessaire pour résoudre les problèmes, car de nombreux sujets complexes sont en jeu. On ne peut néanmoins pas exclure une grave confrontation entre les États-Unis et la Chine.

**Impact de marché** | Les tensions commerciales ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment dans le secteur manufacturier européen) et sur l'économie chinoise. De plus, certains projets d'investissement privé ont probablement déjà été reportés. Ainsi même en l'absence d'une guerre commerciale d'envergure, le commerce mondial, qui a déjà initié un ralentissement, pourrait ralentir encore davantage. Une réaction en chaîne provoquerait une chute des échanges mondiaux tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales à court terme (principalement aux États-Unis), mettant les banques centrales dans une position délicate. Ceci entraînerait une augmentation générale de l'aversion au risque (crainte d'une récession mondiale). En fin de compte, une confrontation plus grave ne ferait que des perdants.

Risque # 2

**20 %**  
probabilité

### Ralentissement majeur en Europe

**Analyse** | La croissance du PIB de la zone euro est passée à seulement 0,2 % en glissement trimestriel au T3 après 0,4 % en T1 et T2 et 0,7 % en T3 et T4 2017. Si la faiblesse du troisième trimestre résulte en grande partie de facteurs négatifs temporaires (forte baisse de la production automobile allemande due à un nouveau dispositif de tests d'émissions), la dynamique est plus faible au T4 que ce que nous avons prévu. Le scénario central reste celui d'une continuation de la reprise à un rythme légèrement au-dessus du potentiel, mais les risques restent orientés à la baisse, notamment à court terme. En effet, la combinaison de tensions politiques internes persistantes avec des facteurs externes négatifs (ralentissement de la dynamique américaine et/ou chinoise) pourrait entraîner une nouvelle baisse de la croissance. La baisse des cours du pétrole est actuellement un facteur favorable jusqu'en début 2019. Toutefois, un renversement de cette tendance constituerait un poids supplémentaire pour l'économie européenne.

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

Risque # 3

**15 %**  
probabilité

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

**Analyse** | La coalition gouvernementale en Italie (entre M5S et la Ligue) a entretenu des relations très tendues avec l'UE jusque récemment. Le gouvernement a révisé à la baisse son objectif de déficit, avec une moindre détérioration du budget en 2019 (2,04 % contre 2,4 %). Il ne s'agit pas d'un ajustement structurel, mais grâce à cette révision, la Commission européenne (CE) a décidé de ne pas lancer de « procédure de déficit excessif » à ce stade. Les relations avec la CE se sont améliorées au moins pour le moment. Les données récemment publiées (contraction de la croissance économique au T3 et faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le T4) ont accru les risques de récession, ce qui a incité le gouvernement à modérer son discours et à chercher des compromis.

**Impact de marché** | Selon nous, il n'y a pas de risque systémique. D'un côté, la hausse des rendements obligataires italiens a resserré les conditions financières locales, ce qui pèse sur la croissance en Italie. Mais d'un autre côté, en l'absence de procédure de déficit excessif, les *spreads* se sont resserrés, apportant un certain soulagement à court terme. Cependant, les perspectives à long terme n'ont pour ainsi dire pas beaucoup évolué. Nous estimons que les risques demeurent domestiques. Il faut conserver à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion qu'elle pourrait mobiliser, en cas de besoin, pour éviter une contagion à d'autres marchés périphériques. Tout ceci devrait contenir le risque de contagion sur les *spreads* souverains périphériques et sur les *spreads* de crédit d'entreprises.

Risque # 4

15 %  
probabilité

### Brexit sans accord

**Analyse** | La situation a bien évolué depuis que le gouvernement britannique a pu obtenir un accord avec l'UE le 25 novembre 2018. Les développements les plus remarquables sont intervenus depuis début décembre: l'amendement « Grieve », qui donne davantage de poids aux députés concernant le processus du Brexit si un accord sur le Brexit est rejeté; La décision du gouvernement britannique de reporter la ratification de l'accord par le Parlement, qui devait échouer par une très large marge (une nouvelle tentative est prévue pour le 15 janvier 2019); La confirmation par la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE) que le Royaume-Uni peut révoquer unilatéralement l'article 50; le maintien de la confiance des députés conservateurs en Theresa May. Depuis la mi-décembre, diverses annonces concernant des mesures d'urgence en cas de Brexit sans accord. Ces événements (malgré le dernier élément) ont légèrement réduit la probabilité que le Royaume-Uni quitte l'UE dès mars 2019, avec ou sans accord (bien que la sortie avec un accord reste le scénario le plus probable), et ont augmenté la probabilité que le Royaume-Uni reste dans l'UE au-delà de mars 2019, avec une incertitude prolongée quant à la manière dont le Brexit se déroulera (à supposer même qu'il se produit). En définitive, nous estimons à 60 % les chances d'un accord. Nous attribuons une probabilité de 15 % à un scénario de non-accord. La probabilité d'une incertitude prolongée s'élève quant à elle à 25 %.

**Impact de marché** | Dans tous les cas, le chemin menant à une éventuelle ratification sera une source de stress, au moins temporairement. Si le résultat était finalement défavorable pour le Royaume-Uni, nous assisterions à un affaiblissement de la livre sterling et une croissance du PIB inférieure à la tendance. Mais si jamais un accord est trouvé, la livre se réapprécierait et l'investissement privé bénéficierait vraisemblablement du repli de l'incertitude.

Risque # 5

15 %  
probabilité

### Poursuite de la contagion dans le « monde émergent »

**Analyse** | Les marchés émergents sont en difficulté depuis quelques mois, impactés par les hausses de taux de la Fed, par la montée des craintes de guerre commerciale, par le durcissement des conditions monétaires locales (hausse des taux directeurs de nombreuses banques centrales) et par la baisse de certains marchés spécifiques (difficultés spécifiques en Argentine, en Chine, en Turquie, en Afrique du Sud, au Brésil...). En bref, si le risque systémique est plus faible compte tenu de la moindre vulnérabilité des pays émergents, il n'en demeure pas moins vrai qu'au final, la plupart de ces marchés ont baissé en 2018. Le fait que la Fed soit proche de mettre un terme à ses hausses de taux et que le dollar se stabilise voire se déprécie est une bonne nouvelle pour les marchés émergents en 2019. Cependant, des tensions commerciales plus intenses entre les États-Unis et la Chine pousseraient sans aucun doute vers une plus grande contagion (car les chaînes de valeur sont très intégrées).

**Impact de marché** | *Spreads* de crédit et marchés d'actions seraient fortement chahutés, et ce d'autant plus que les devises émergentes resteraient sous pression avec les sorties de capitaux. Même si le monde émergent n'est pas un bloc homogène, il a nettement tendance à se comporter comme tel lorsque les conditions de marché se dégradent fortement et brutalement. C'est pour cela – aussi – que la prudence envers les marchés émergents reste de mise. La montée des prix du pétrole est un facteur de vulnérabilité supplémentaire pour de nombreux pays.

Risque # 6

15 %  
probabilité

### Récession américaine

**Analyse** | Les enquêtes récentes indiquent que l'économie américaine a commencé à ralentir au T4. Nous estimons que la croissance va se tasser en 2019, notamment du côté de l'investissement privé. Compte tenu de la fermeture prolongée de nombreux services fédéraux (*shutdown*), il ne faut pas s'attendre à un compromis entre démocrates et républicains sur les infrastructures. Tous les regards sont plutôt tournés vers la Réserve fédérale, qui semble s'appêter à cesser de resserrer sa politique monétaire plus tôt qu'initialement prévu.

**Impact de marché** | Les investisseurs deviendraient plus prudents quant aux prévisions de croissance pour 2020, le ralentissement pouvant devenir plus durable. Le meilleur choix pour les investisseurs est de limiter leur exposition au crédit, de diversifier leur portefeuille et d'adopter une gestion de la durée souple (presque neutre à ce stade). Du côté des actions, la sélection des thèmes, des secteurs et des noms sera de plus en plus cruciale.

Risque # 7

15 %  
probabilité

### Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit

**Analyse** | La croissance économique chinoise ralentit mais les autorités mettent tout en œuvre pour stimuler l'économie (dépréciation du change, politique monétaire, politique budgétaire) si bien que l'économie demeure résiliente. Ceci dit, le modèle économique chinois incite à la vigilance: l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières a bondi depuis le GFC (Great Firewall of China). La bonne nouvelle vient de ce que cette dernière avait commencé à se replier (en % du PIB) depuis fin 2017. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée notamment si l'économie ralentit. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial pourrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

**Impact de marché** | Un *hard landing* lié à un éclatement de la bulle de crédit aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impact sur le commerce régional et mondial et donc sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 8

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

**Analyse** | La politique européenne devient de moins en moins prévisible en raison de l'émergence de diverses forces politiques marginales dans plusieurs pays. En septembre, la coalition gouvernementale italienne non traditionnelle a annoncé un budget 2019 en violation des règles européennes, ouvrant ainsi un épisode de tensions avec le reste de la zone euro. En France, où la situation était stable depuis l'élection présidentielle de 2017, des mouvements sociaux soudains et violents ont pris le gouvernement par surprise en fin 2018 et semblent menacer sérieusement la poursuite de son programme de réforme de l'offre. Bien que moins inquiétante dans l'immédiat, la perspective politique est également incertaine en Allemagne (en raison du changement de direction à la tête de la CDU d'Angela Merkel et de l'incertitude quant à l'avenir de la coalition gouvernementale) et en Espagne (en raison de l'absence d'une vraie majorité au Parlement et de la récente émergence d'un parti d'extrême droite). Plus généralement, la combinaison d'un fort sentiment anti-immigration et de frustration à l'égard des institutions européennes semble donner une importante impulsion aux forces politiques antisystèmes et l'élection européenne de mai 2019 sera un indicateur clé de leurs progrès.

**Impact de marché** | Compte tenu du contexte économique toujours positif, nous ne pensons pas que ces événements déclencheront un nouveau cycle de crises systémiques en Europe. Les forces politiques non traditionnelles qui sont en mesure de gouverner des pays (comme en Italie) ont montré qu'elles veulent incriminer les institutions politiques européennes et essayer de les modifier, sans toutefois quitter la zone euro. Toutefois, ce flux d'informations politiques problématiques continuera à générer des tensions sur le marché en 2019, tandis que la difficulté à comprendre les institutions européennes pour les investisseurs extérieurs signifie que les actifs européens continueront à présenter une prime de risque politique spécifique. Le *spread* entre le bon du Trésor italien et le Bund pourrait rester volatil.

## CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

### Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



**Scénario central (probabilité de 75 %) :**  
la croissance mondiale ralentit lentement mais sûrement.

- **La croissance mondiale se tasse :** 2018 avait débuté sur le thème d'une reprise mondiale synchronisée. Mais cette situation n'a pas duré. Depuis le printemps, les mesures protectionnistes prises par Donald Trump ont changé la donne. Les économies émergentes, dont certaines sont fortement endettées en dollars, ont été affaiblies par l'appréciation généralisée de la devise américaine. La dépréciation de leur monnaie a généré de l'inflation au niveau local et conduit leurs banques centrales à resserrer leurs politiques monétaires, ce qui a pesé sur des économies déjà affectées par des sorties massives de capitaux. La zone euro a commencé à ralentir. L'année 2019 débute sur un ralentissement synchronisé avec des risques baissiers qui prédominent. La baisse des cours du pétrole depuis le début du mois d'octobre ( devrait néanmoins offrir un soutien précieux aux économies européennes et aux émergents importateurs de pétrole comme l'Inde et la Turquie.
- **Commerce mondial :** le commerce mondial continue de s'affaiblir et après avoir débuté 2018 à environ 5 % en glissement annuel se situait en octobre autour de 3,6 %. Les discours protectionnistes ont ébranlé la confiance des entreprises, en particulier en Europe. Cela dit, l'incertitude a tendance à freiner l'investissement et à perturber les chaînes de valeur qui se sont développées au même rythme que l'expansion du commerce mondial au cours des 15 dernières années. La trêve commerciale conclue entre les États-Unis et la Chine – avec le report de 90 jours (1er mars 2019) de l'augmentation de 10 à 25 % des droits de douane américains sur les importations chinoises – est néanmoins rassurante à court terme.
- **États-Unis :** l'économie a été stimulée par une politique budgétaire très accommodante dont les effets devraient s'éroder progressivement cette année. Nous pensons que la croissance va ralentir pour converger vers son potentiel d'ici début 2020, ce qui signifie en pratique que l'économie américaine va perdre 1pp de croissance d'ici la fin de cette année. En effet, nous avons revu notre prévision de croissance de 2,7 % à 2,4 % en 2019 et de 2,0 % à 1,8 % en 2020 (la croissance en glissement annuel passerait ainsi de 3,1 % au T4 2018 à 2,1 % au T4 2019). Cette situation aura un impact négatif sur les bénéfices des entreprises, surtout si les pressions inflationnistes se manifestent d'ici là, ce qui est possible, étant donné que l'économie fonctionne dans des conditions proches du plein-emploi. Nous maintenons néanmoins qu'il est très peu probable qu'une récession survienne en 2019, même si le thème de fin de cycle va rester probablement sur le devant de la scène, l'incidence du multiplicateur budgétaire s'estompant et les effets du resserrement de la politique monétaire se faisant sentir.
- **Zone euro :** nous avons déjà révisé nos prévisions de croissance le mois dernier. Malgré une reprise amorcée bien après celle des États-Unis, les économies nationales ont commencé à ralentir en 2018. L'écart de production s'est réduit dans la plupart des pays, et l'Italie est le seul pays de la zone euro (à l'exclusion de la Grèce) dont le PIB n'a pas retrouvé son niveau d'avant crise. Plusieurs facteurs ont contribué au ralentissement de la croissance en 2018 dont les plus importants ont été le ralentissement du commerce mondial et, jusqu'à octobre, les cours élevés du pétrole. En outre, les incertitudes politiques ont brouillé les cartes (Brexit, budget italien). La perspective d'un changement de coalition en Allemagne après la défaite des deux principaux partis de la coalition gouvernementale (CDU et SPD) aux élections locales marque la fin de l'ère Merkel. La perte de leadership de la chancelière pourrait faire obstacle aux initiatives envisagées pour renforcer l'intégration de la zone euro. Il faudra probablement attendre les élections européennes de mai 2019 et le nouveau parlement, la nouvelle Commission européenne, le nouveau chancelier en Allemagne et des éclaircissements quant au leadership des institutions de l'UE (Commission, BCE) pour faire des progrès significatifs dans le renforcement de l'Union européenne et de la zone euro. En Italie, les données entrantes sur la contraction de la croissance économique au troisième trimestre et la faiblesse des indicateurs coïncidents et avancés pour le quatrième ont accru les risques d'un autre fléchissement, incitant le gouvernement à modérer son discours.
- **Royaume-Uni :** la situation politique au Royaume-Uni est très instable avec un vote parlementaire qui est attendu le 15 janvier. Tout dépendra en définitive du scénario (cf. section facteurs de risque et notre « investment talk » publié sur le sujet le 9 janvier).

- **Chine :** la croissance économique chinoise ralentit, mais les autorités s'efforcent de stimuler l'économie (politique de change couplée aux politiques monétaire et budgétaire) de sorte que l'économie devrait continuer à résister. Cela étant dit, le modèle économique du pays est fragile : l'excès de crédit est visible avec une dette des entreprises non financières qui s'est fortement accrue depuis la crise financière mondiale. La bonne nouvelle, c'est que le ratio de la dette des entreprises non financières par rapport au PIB avait commencé à diminuer depuis la fin de 2017. Entre-temps, un cessez-le-feu avec les États-Unis sur le plan commercial devrait permettre à la Chine de gagner un temps précieux pour ajuster la mise en œuvre de sa politique et mieux gérer les risques à court terme. En cas de hard landing ou d'éclatement de la bulle du crédit, les autorités chinoises ne pourraient éviter une dépréciation plus forte du yuan.
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle dans les économies avancées et devrait se redresser progressivement. Cela dit, le ralentissement de l'inflation au cours des dernières années est essentiellement de nature structurelle, car il est lié à des facteurs liés à 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. Une « surprise inflationniste » reste possible avec la progression des salaires (États-Unis, zone euro), mais ne durerait pas longtemps (faute de marge de manœuvre pour les entreprises pour augmenter les prix) et ferait plus baisser les marges des entreprises que les prix de vente finaux et ce, d'autant plus si la croissance mondiale s'étirole. Il n'en va pas de même dans les économies émergentes, où les pressions inflationnistes sont plus fortes dans de nombreux pays, ce qui a amené de nombreuses banques centrales à relever leurs taux directeurs.
- **Prix du pétrole :** les cours du pétrole ont fortement chuté, le Brent passant de 86 USD/baril au 4 octobre à moins de 60 USD/baril début janvier. Le principal facteur déclenchant a été le grand nombre de dérogations accordées par l'administration américaine à différents pays sur les sanctions imposées aux exportations de pétrole iranien. Désormais une réduction modérée de la production décidée début décembre par l'OPEP et les pays non membres de l'OPEP, conjuguée à la crainte d'un ralentissement économique plus prononcé, maintiennent les prix du pétrole sur ce niveau.
- **Des banques centrales plus accommodantes :** La Fed va cesser de remonter ses taux plus tôt que prévu (nous n'attendons plus qu'une hausse de ses taux directeurs cette année). La BCE a mis fin à ses achats de titres mais continuera à remplacer les titres arrivant à échéance (entre 160 et 200 milliards d'euros en 2019) en conservant de la flexibilité sur sa politique de réinvestissement. Nous n'attendons pas de hausse des taux de la BCE en 2019. La BCE ne dispose d'aucune marge de manœuvre pour normaliser sa politique monétaire (ralentissement de la croissance, absence d'inflation)



### Scénario de risque baissier (probabilité de 20 %) : ralentissement économique marqué dû au conflit commercial, crise géopolitique ou réévaluation soudaine des primes de risque.

- Le risque de nouvelles mesures protectionnistes de la part des États-Unis (même après les 90 jours convenus lors de la dernière réunion du G20), suivies de représailles par le reste du monde, reste élevé. La Chine et l'UE sont particulièrement exposées à ce risque.
- L'incertitude quant à la montée des tensions commerciales (principalement entre les États-Unis et la Chine) dans un contexte de risques géopolitiques, de crises dans plusieurs grandes économies émergentes (Turquie, Argentine), de risque politique au Brésil, de ralentissement en Chine et de tensions politiques en Europe (détérioration de la situation budgétaire en Italie, Brexit) incite les entreprises à rester prudentes.

#### Conséquences :

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale entraînerait une chute du commerce mondial déclenchant un ralentissement synchronisé durable de la croissance et, à court terme, de l'inflation. Cela dit, une guerre commerciale mondiale deviendrait rapidement déflationniste en créant un choc sur la demande mondiale.
- Réévaluation brutale du risque sur les marchés obligataires, avec une hausse généralisée des *spreads* des emprunts d'État et du crédit, tant dans les économies avancées qu'émergentes, et une baisse de la liquidité des marchés.
- Crainte de récession aux États-Unis
- Dans le pire des cas, hautement improbable, nouveau recours à des instruments non conventionnels, tels que les achats de titres financés par création monétaire



### Scénario de risque haussier (probabilité de 5 %) : accélération de la croissance mondiale en 2019

**Donald Trump fait une volte-face, réduisant les obstacles au commerce et s'engageant dans des négociations bilatérales avec la Chine. Sur le plan intérieur, le thème de l'augmentation des dépenses d'infrastructure pourrait revenir au premier plan et prolonger le cycle aux États-Unis.**

- Accélération tirée par les investissements des entreprises et la reprise de la croissance mondiale.
- Politique budgétaire pro-cyclique des États-Unis ayant un impact plus marqué que prévu sur la demande intérieure. Accélération de la croissance en Europe après un fléchissement. Reprise de la croissance en Chine grâce à un « policy mix » stimulant.
- Réaction tardive des banques centrales, qui, dans un premier temps, maintiendraient des conditions monétaires accommodantes.

#### Conséquences :

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

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### États-Unis : potentiellement plus de signaux contrastés

- La croissance demeure supérieure au potentiel et compatible avec un scénario de ralentissement progressif. La maturité du cycle augmente la probabilité de signaux contrastés parmi les statistiques économiques.
- La demande intérieure est toujours le principal moteur de croissance et sa structure se modifie (plus forte contribution de la consommation que des investissements).
- La confiance des entreprises reste élevée, même si les chiffres montrent un fléchissement des projets de dépenses et des investissements résidentiels et non résidentiels.
- Le marché du travail demeure bien orienté : l'accélération de la croissance des salaires et des coûts du travail correspond davantage à la phase du cycle.
- Les perspectives d'inflation restent favorables, avec de légères tensions domestiques faisant converger l'IPC et l'IPC sous-jacent à 2,2 %.
- À sa réunion du 19 décembre, la Fed a procédé à un relèvement de taux largement attendu (portés dans une fourchette de 2,25 %-2,5 %), mais sa déclaration a dénoté des perspectives plus prudentes. Les « dots » impliquent maintenant deux interventions en 2019.
- Le sommet du G20 en décembre a relancé les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, suspendant l'escalade pour 90 jours.

### Facteurs de risque

- Le durcissement de la Fed impacte les secteurs sensibles aux taux d'intérêt (immobilier, crédit aux ménages)
- Resserrement brutal, sévère et prolongé des conditions financières
- Les droits de douane et les mesures de rétorsion pénalisent les performances économiques, de manière directe (prix) comme indirecte (confiance)
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche

### Zone euro

#### La reprise continue malgré des chiffres décevants et la montée des risques politiques

- La croissance a été très décevante en 2018. Des facteurs temporaires négatifs (secteur automobile en Allemagne) ont joué mais ne peuvent expliquer à eux seuls cette faiblesse. La hausse du pétrole (jusqu'en octobre) les tensions commerciales et les risques politiques ont également pesé. La reprise va continuer, mais à un rythme plus faible que ce qui était attendu auparavant (prévision de croissance 2019 de nouveau abaissée de 1,6 % à 1,5 %).
- Si un accord a été trouvé au sujet du budget italien, la France a connu de très vives tensions sociales au T4 et les risques politiques vont rester élevés en 2019.

- Montée des forces politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (notamment de guerre commerciale)

### Royaume-Uni

#### Forte incertitude à l'approche du Brexit

- Malgré le manque de visibilité concernant les modalités du Brexit, le marché du travail reste tonique et les salaires réels sont revenus en territoire positif. Le recul du prix du pétrole va permettre une baisse de l'inflation.
- Le Brexit pèse cependant sur la confiance et l'investissement. La ratification par le Parlement britannique de l'accord de sortie conclu avec l'UE en novembre est très incertaine et de nombreux scénarios sont possibles, même si un « no deal » nous paraît, au final, peu probable.

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

### Japon

#### Croissance : risque baissier limité grâce à une politique budgétaire généreuse

- Les activités de reprise après les catastrophes naturelles, associées à un temps clément, devraient stimuler la croissance économique pour le moment. Une forte baisse des stocks stimule la production tandis que le retour des visiteurs étrangers profite aux économies régionales.
- L'enquête *Tankan* de la BoJ révèle que le moral des entreprises a résisté malgré les nombreuses incertitudes hors du Japon. Les dépenses d'équipement pour cette année ont connu un rythme d'expansion record.
- Suite aux rallonges budgétaires de l'exercice 2018 pour les plans d'urgence et le renforcement des infrastructures, le gouvernement a annoncé des mesures pour éviter tout revers économique après la hausse de la TVA d'octobre 2019. Ces mesures, combinées à des revenus plus élevés et à des politiques économiques annoncées à l'avance, devraient permettre de compenser en grande partie l'incidence négative d'une hausse de l'impôt.

- L'administration américaine adopte une position ferme à l'égard des négociations commerciales avec le Japon, à partir de janvier

**Chine**

- L'économie a continué de ralentir, tandis que les législateurs ont indiqué vouloir être plus proactifs en ce début d'année, après la Conférence annuelle sur le travail économique.
- Pour l'instant, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine semblent moins préoccupantes, les deux parties ayant repris les négociations. La Chine a pris plusieurs mesures, vraisemblablement convenues lors du sommet du G20, notamment des importations de soja américain, une réduction temporaire des droits de douane sur les automobiles américaines et une meilleure protection de la propriété intellectuelle.
- Les exportations semblent toutefois diminuer, quoique peut-être moins que prévu.
- Dans le même temps, les efforts de désendettement ont continué de peser sur la demande intérieure, en particulier dans le secteur automobile ces derniers mois.
- On note des signes de soutien politique se répercutant sur l'économie, mais ils n'en sont encore qu'à leurs débuts.
- Pour l'avenir, nous anticipons d'autres mesures politiques et des effets plus visibles. Au moins, le RMB semble s'être stabilisé ces dernières semaines.

**Facteurs de risque**

- L'incertitude demeure dans le conflit commercial sino-américain
- Erreurs politiques dans la gestion des risques à court terme et la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord

**Asie (ex JP & CH)**

- Au vu de l'escalade des tensions commerciales sino-américaines, la croissance s'est détériorée du fait de la demande extérieure. Nous avons abaissé nos prévisions de PIB.
- Les chiffres d'inflation sont demeurés globalement favorables. Les chiffres d'inflation sont demeurés globalement favorables. Aux Philippines, ils ont nettement fléchi, de 6,7 % à 6,0 % sur un an, et s'orientent vers l'objectif plus rapidement que prévu. L'inflation indienne a reculé à 2,3 % en octobre en raison d'une croissance négative des prix alimentaires.
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de resserrement monétaire agressif. La BoT a relevé son taux en décembre après avoir modifié son orientation politique.
- Ces deux derniers mois, un affrontement entre la RBI et le gouvernement indien a été rendu public. Avant les élections, le gouvernement souhaiterait que la RBI prenne plus d'initiatives pour permettre aux banques publiques d'alléger les conditions de crédit des PME.

- Révision à la baisse des perspectives de croissance dans la région
- Inflation toujours très favorable. Aux Philippines, l'inflation a commencé à reculer fortement
- La BSP et la BI ont suspendu leur cycle de resserrement monétaire agressif
- La RBI signale des interférences du gouvernement

**Latam**

- Les chiffres du PIB du troisième trimestre 2018 récemment publiés mettent en évidence une situation macroéconomique contrastée dans la région : le Brésil et le Pérou ont accéléré plus vite que prévu, tandis que la Colombie, le Chili et le Mexique ont ralenti.
- Les conditions d'inflation sont demeurées globalement favorables. Au Mexique, l'inflation a finalement confirmé la tendance au retournement de novembre avec une décélération plus prononcée à 4,7 % en glissement annuel. Au Pérou, l'inflation a continué de progresser à 2,2 % en glissement annuel, mais se maintient dans la fourchette visée par la Banque centrale.
- Les principales banques centrales de la région ont maintenu leur politique monétaire inchangée lors de leurs récentes réunions, tandis que Banxico a relevé son taux directeur de 25 points de base à 8,25 % en décembre.
- Sur le plan budgétaire, la nouvelle la plus importante est la Loi de finances mexicaine pour 2019 qui permet d'évaluer l'orientation budgétaire de la nouvelle administration. Les chiffres budgétisés révèlent une approche prudente, même dans les hypothèses de dynamique du PIB, d'inflation et du peso mexicain.

- Le Brésil est toujours sur la voie de la reprise
- Ralentissement de l'inflation au Mexique
- Politique monétaire plus dure au Chili et au Mexique
- Signaux contradictoires sur le plan budgétaire de la nouvelle administration mexicaine

**EMEA (Europe Middle East & Africa)****Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018 et un peu plus bas pour 2019 :**

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2019, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.
- La Banque centrale pourrait augmenter ses taux de nouveau en Q1- 2019 en fonction de la faiblesse du rouble, des attentes d'inflation et des risques externes.

**Afrique du Sud : sortie de récession mais pas de miracle**

- L'Afrique du Sud est sortie de récession au T3 grâce à la reprise du secteur manufacturier et des services. Du côté des dépenses, la consommation des ménages a rebondi ainsi que les stocks alors que l'investissement privé et public ont diminué. La contribution des exportations nettes a également été négative.
- En termes de policy-mix, les marges de manœuvre sont très limitées. La SARB a remonté ses taux et il n'est pas exclu qu'elle doive encore le faire en 2019.

**Turquie : nous prévoyons une inflation à deux chiffres et une récession en 2019**

- Le fort resserrement des taux, le rebond de la livre, la baisse du prix du pétrole ainsi que la mise en œuvre de mesures discrétionnaires sur certains biens, ont apporté un peu de répit à l'inflation. Toutefois, celle-ci devrait ne pas baisser sous la barre des 20 % avant plusieurs mois.
- Dans un tel contexte, pouvoir d'achat des ménages et marges des entreprises sont au plus bas. Nous anticipons donc une chute marquée de l'activité au second semestre 2018 et une récession du PIB de 1 % en 2019.

- Chute du prix du pétrole, accroissement des sanctions américaines et des tensions géopolitiques
- Hausse de l'aversion au risque, montée des revendications sociales, manque de réformes structurelles
- Un assouplissement trop rapide de la banque centrale, une politique budgétaire trop souple, un ralentissement de l'activité en zone euro

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (8 janvier 2019)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
États-Unis	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Japon	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Zone euro	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
Allemagne	1,7	1,6	1,7	1,9	1,7	1,6
France	1,6	1,4	1,5	2,1	1,6	1,5
Italie	0,9	0,5	0,6	1,3	1,7	1,7
Espagne	2,7	2,3	1,7	1,5	1,5	2,3
Royaume-Uni	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>
Brésil	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>
Russie	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>
Inde	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
Indonésie	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>
Chine	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Turquie	<b>2,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>16,2</b>	<b>16,5</b>	<b>13,3</b>
Pays développés	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
Pays émergents	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
Monde	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
États-Unis	2,50	2,75	2,75	2,75	3,00
Zone euro	0	0	0	0	0,1
Japon	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Royaume-Uni	0,75	1,0	1,0	1,0	1,0

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,56	2,80/2,90	2,57	2,80/2,90	2,53
Allemagne	-0,58	-0,50/-0,40	-0,55	-0,50/-0,40	-0,52
Japon	-0,14	-0,20/0,00	-0,13	-0,10/0,10	-0,15
Royaume-Uni	0,75	0,80/1,00	0,77	0,80/1,00	0,75

Taux 10 ans					
	08/01/2019	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,72	2,90/3,10	2,73	2,90/3,00	2,74
Allemagne	0,23	0,35/0,55	0,30	0,35/0,55	0,36
Japon	0,00	0,15/0,25	0,04	0,10/0,20	0,07
Royaume-Uni	1,26	1,40/1,60	1,32	1,40/1,60	1,37

Prévisions de change					
	09/01/2019	Amundi + 6m.	Consensus T2 2019	Amundi + 12m.	Consensus T4 2019
EUR/USD	1,15	1,18	1,17	1,20	1,20
USD/JPY	108	109,0	111,0	107	108,0
EUR/GBP	0,90	0,90	0,89	0,88	0,88
EUR/CHF	1,13	1,17	1,15	1,18	1,16
EUR/NOK	9,77	9,30	9,48	9,20	9,30
EUR/SEK	10,24	10,00	10,10	9,80	9,85
USD/CAD	1,32	1,30	1,30	1,30	1,29
AUD/USD	0,72	0,73	0,73	0,70	0,74
NZD/USD	0,68	0,68	0,68	0,69	0,70
USD/CNY	6,81	6,8	6,90	6,7	6,80

## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### The Alpha and Beta of ESG investing

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE — Recherche Quantitative — Amundi, Lai LY — Responsable Analyse ESG — Amundi, Vincent MORTIER — CIO Adjoint Groupe — Amundi, Thierry RONCALLI — Responsable Recherche Quantitative — Amundi

#### Robust Asset Allocation for Robo-Advisors

Thibault BOURGERON, Edmond LEZMI — Recherche Quantitative — Amundi, Thierry RONCALLI — Responsable Recherche Quantitative — Amundi

#### BlackRock vs Norway Fund at Shareholder Meetings: Institutional Investors' Votes on Corporate Externalities

Marie BRIÈRE — Recherche Amundi — Advisory Research, Sébastien POUGET — Toulouse School of Economics (Université de Toulouse), Loredana URECHE-RANGAUC — CRIISEA, Université de Picardie Jules Verne

#### Exchange Rate Predictability in Emerging Markets

Elisa BAKU — Recherche Quantitative — Amundi

#### Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide

Edmond LEZMI, Hassan MALONGO — Recherche Quantitative — Amundi, Thierry RONCALLI — Responsable Recherche Quantitative — Amundi, Raphaël SOBOTKA — Multi-Asset Management — Amundi

### DISCUSSION PAPERS



#### How ESG Investing Has Impacted the Asset Pricing in the Equity Market

Leila BENNANI, Théo LE GUENEDAL, Frédéric LEPETIT, Takaya SEKINE — Recherche Quantitative — Amundi, Lai LY — Responsable Analyse ESG — Amundi, Vincent MORTIER — CIO Adjoint Groupe — Amundi, Thierry RONCALLI — Responsable Recherche Quantitative — Amundi

#### Global Trade War: Where Do we Stand Now? What Impacts?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche — Amundi

#### Le salaire vital\_ vers de meilleures pratiques sectorielles

Elsa Blotière — Analyse ESG — Amundi

#### D'où viendra la prochaine crise financière?

#### Sommes-nous prêts à l'affronter?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche — Amundi

#### Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs?

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS — Amundi

### THEMATIC PAPERS



#### Perspectives économiques 2020

Recherche macroéconomique — Amundi

#### Maroc: des risques économiques modérés

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

#### Pays d'Europe centrale: Horizon 2020

Karine HERVÉ — Recherche macroéconomique — Amundi

#### La réforme des retraites française:

#### cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État?

Valérie LETORT — Stratégie Taux — Amundi

#### Loi Pacte\_ Quels changements pour l'épargne des Français

Marie Brière — Recherche Amundi, Xavier COLLOT — Épargne Salariale & Retraite — Amundi







# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :**

**research-center.amundi.com**

Monetary Policies

Forecasts

**Investment Strategies**

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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

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

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

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — ansonmiao

### 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