



Achévé de rédiger le 24 janvier 2020

## Bilan 2019

Les indicateurs économiques sont restés mitigés au 4<sup>ème</sup> trimestre. La faiblesse observée depuis le début de l'année dans l'industrie a persisté (quoique sans détérioration supplémentaire en Europe) mais les indicateurs portant sur les services et le marché de l'emploi ont continué de faire preuve de résistance. A la fin du trimestre, les avancées observées sur les dossiers du conflit commercial sino-américain et du Brexit ont semblé ouvrir la porte à une amélioration du climat économique en 2020.

### Sommaire

#### Bilan 2019

Economie .....	1
Marchés Financiers .....	2

#### Perspectives 2020

Scénario économique .....	3
Stratégie d'investissement .....	4

### Economie

#### Zone euro

Les données économiques de la zone euro se sont améliorées au 4<sup>ème</sup> trimestre. Tout d'abord, la publication des chiffres du PIB du 3<sup>ème</sup> trimestre a montré une croissance légèrement supérieure aux attentes (0,2% au lieu de 0,1%). De plus, l'Allemagne, très exposée au ralentissement industriel mondial, a évité la récession. Les indicateurs portant sur le 4<sup>ème</sup> trimestre lui-même ont montré une stabilisation de l'activité manufacturière, quoiqu'à des niveaux très faibles, et une contagion des difficultés industrielles aux services plus limitée que ce qui était craint à la fin de l'été. Après les importantes mesures d'assouplissement monétaire décidées en septembre par Mario Draghi, Président de la BCE, à la toute fin de son mandat, son remplacement par Christine Lagarde ne s'est pas accompagné de nouvelles annonces majeures. Du point de vue politique, un nouvel accord sur le Brexit a été trouvé, fin octobre, entre le Royaume-Uni et l'UE. La large victoire des conservateurs aux élections britanniques du 12 décembre a permis la ratification de cet accord, ouvrant la voie, en principe, à une sortie ordonnée du Royaume-Uni de l'UE en janvier 2020. En Espagne, les élections du 10 novembre n'ont toujours pas permis de dégager de majorité parlementaire. Enfin, la France a renoué avec d'importantes tensions sociales du fait d'une réforme prévue des régimes de retraite.

#### Etats-Unis

Au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre, l'activité économique a donné des signes mitigés indiquant une décélération progressive. Après avoir culminé à 3,2% au deuxième trimestre 2018, la croissance s'établit désormais à 2,1% (selon les données du 3<sup>ème</sup> trimestre publiées en octobre). Les enquêtes de confiance des entreprises indiquent une faiblesse prolongée dans le secteur manufacturier alors que le secteur des services reste résilient; la contraction de la production industrielle et la baisse des intentions d'investissement continuent de peser sur la performance manufacturière. La consommation des ménages reste le principal moteur de la croissance. Elle est soutenue par une baisse du chômage (3,5%) et une croissance décente des salaires (3,1% YoY), bien qu'en cours de décélération. L'inflation sous-jacente s'est redressée à 2,3 %, tandis que l'indice d'inflation suivi par la Réserve fédérale reste à 1,6 %. La Fed a abaissé ses taux en octobre, ce qui a fait remarquer qu'un nouvel assouplissement nécessiterait une réévaluation importante de l'état de l'économie; dans l'intervalle, les négociations commerciales se poursuivent entre les États-Unis et la Chine, le flux de nouvelles à ce sujet étant parfois confus au jour le jour.

#### Economies émergentes

Les chiffres parus au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre ont montré l'esquisse d'un rebond du PIB des économies émergentes après un point bas touché entre le 2<sup>ème</sup> et le 3<sup>ème</sup> trimestre. Alors que la consommation des ménages est restée assez résiliente durant l'année, c'est la dynamique de l'investissement qui doit confirmer ce rebond. Les chiffres du commerce international sont restés faibles au 4<sup>ème</sup> trimestre après la nouvelle vague de droits de douane décidée par les Etats-Unis en septembre et les représailles chinoises. Cependant, à la fin du trimestre a vu un apaisement du conflit commercial sino-américain avec l'annonce d'un accord préliminaire qui permettrait d'éviter des droits de douane supplémentaires, de supprimer une partie des droits de douane récemment instaurés et de s'entendre sur quelques autres mesures dont les détails doivent être clarifiés d'ici la signature de l'accord, prévue pour mi-janvier. L'inflation, pour sa part, est restée très modérée, quoiqu'avec des hausses des prix alimentaires en Chine et en Inde qui ont porté les indices généraux des prix à des niveaux inconfortables pour les autorités monétaires. Cependant, l'attitude générale des banques centrales dans les économies émergentes est restée favorable à la croissance avec, dans l'ensemble, davantage d'accent mis sur l'assouplissement monétaire que sur la relance budgétaire.



### Marchés financiers

#### Taux

Au cours du dernier trimestre, les taux longs ont amorcé un rebond. Les taux 10 ans US et allemand sont maintenant proches de 1,9% et -0,2% après avoir atteint un point bas fin août à respectivement 1,5% et -0,7%. La probabilité d'une récession à court terme a fortement baissé : les investisseurs anticipent une stabilisation de la croissance économique mondiale en 2020 suite à l'assouplissement monétaire de la Fed et de la BCE et du moindre risque politique. La fin de l'escalade de la guerre commerciale est la condition sine qua non pour cette stabilisation. La hausse des tarifs douaniers et des tensions géopolitiques a pesé significativement sur la confiance des entreprises et le commerce mondial. La Fed a baissé d'un quart de point son taux directeur pour la troisième fois cette année et n'envisage plus de nouvelle baisse. A court terme, les taux devraient rester orientés à la hausse en particulier dans la zone euro. Nous restons constructifs sur les obligations périphériques de la zone euro.

#### Actions

Les marchés d'actions ont fortement progressé en 2019. Avec +28% (monnaies locales et dividendes réinvestis), le MSCI World AC efface amplement son repli de 2018 (-7%). De plus, cette hausse a été largement partagée que ce soit parmi les Emergents, au Japon, en Europe ou aux Etats-Unis avec des hausses s'échelonnant de +19% à 32%.

Cette envolée s'est déroulée en trois temps. Tout d'abord, de janvier à avril, le marché n'a fait que rattraper sa chute de 2018 ; un rattrapage lié au changement de cap des grandes banques centrales qui, au vu des menaces sur la conjoncture mondiale, ont suspendu leurs projets de normalisation monétaire. Puis de mai à mi-octobre, entre l'intensification des politiques monétaires accommodantes et de nouvelles surenchères protectionnistes, le marché a évolué dans un canal horizontal. Ce n'est finalement qu'à la mi-octobre que le marché a franchement accéléré ; les investisseurs ayant salué l'apaisement des tensions géopolitiques, la poursuite des politiques accommodantes et des indicateurs économiques plus résilients que prévus.



## Perspectives 2020

### Scénario économique 2020

#### Zone euro

La croissance économique devrait s'améliorer légèrement en 2020. Tout d'abord, les incertitudes politiques qui ont pesé sur l'activité en 2019 pourraient refluer. C'est le cas concernant le dossier du Brexit, puisque le Royaume-Uni devrait finalement sortir sans choc majeur de l'UE début 2020. C'est également le cas en ce qui concerne les tensions commerciales internationales, la Chine et les Etats-Unis paraissant désormais proches d'un accord (au moins a minima) et les Etats-Unis n'ayant pas confirmé leurs principales menaces à l'encontre de l'UE (notamment à l'encontre du secteur automobile). Ensuite, indépendamment de ces facteurs politiques, l'activité industrielle devrait s'améliorer après des années 2018 et 2019 très marquées par d'importants chocs sectoriels (changements réglementaires dans le secteur automobile allemand). De plus, la bonne tenue du marché du travail en 2019 et la hausse des revenus des ménages offrent un solide point de départ à la consommation en 2020. Enfin, les budgets des Etats soutiendront eux aussi légèrement la croissance. Les principaux risques semblent être de nature politique, liés à l'attitude commerciale toujours imprévisible des Etats-Unis et à une possible remontée de l'incertitude liée au Brexit fin 2020, lorsqu'à l'issue d'une période de transition le Royaume-Uni pourrait perdre son accès au Marché Unique Européen. L'effet des taux d'intérêt très faibles ou négatif sur le secteur financier est également à surveiller. L'inflation, pour sa part, devrait légèrement progresser, la bonne tenue du marché du travail alimentant la hausse des salaires, tout en restant contenue par d'importants facteurs structurels (évolutions du marché du travail et changements technologiques).

#### Etats-Unis

À partir de 2020, nous nous attendons une décélération de la croissance en prévoyant une croissance du PIB réel des États-Unis autour de 1,7 % de a/a. La consommation personnelle sera le principal moteur de la croissance : les fondamentaux restent solides, bien que la décélération des revenus totaux du travail conduira à une modération progressive des dépenses de consommation. Du côté des investissements, les investissements non résidentiels vont décélérer à mesure que l'escalade de la guerre commerciale en 2019 a causé des dommages à la production manufacturière qui seront difficiles à annuler rapidement. Les premiers signes de stabilisation de la fabrication et l'absence de retombées sur le service peuvent aider la croissance non résidentielle à s'améliorer à mesure que nous progressons vers 2020, après avoir été faible au premier semestre, mais un certain degré d'incertitude subsiste, lié à l'incertitude d'une année électorale. L'investissement résidentiel s'améliorera progressivement et commencera à contribuer positivement à la croissance, en partie grâce à l'assouplissement mis en œuvre par la Fed en 2019. Nous ne nous attendons pas une grande expansion fiscale mais les dépenses publiques soutiendront toutefois la croissance. L'inflation reprendra progressivement sur le front central du PCE tout en restant en dessous de l'objectif de la Fed, tandis que l'indice des prix à la consommation suivra une trajectoire bossée, en moyenne autour de 2,3% en 2020. Nous nous attendons à ce que la Fed apporte potentiellement une nouvelle réduction des taux (-0,25 bps), bien que nous reconnaissons qu'un nouvel assouplissement nécessiterait une réévaluation importante de l'économie par le FOMC.

#### Economies émergentes

Nous nous attendons à ce que la croissance s'améliore légèrement, dans l'ensemble, dans les économies émergentes, notamment dans les pays où le ralentissement a été le plus net en 2019 (l'Inde, le Mexique et la Turquie, parmi d'autres), fournissant une base de comparaison favorable. Cependant, la croissance restera faible en niveau absolu. L'inflation devrait rester modérée avec des indices généraux des prix proches des cibles des banques centrales. Nous nous attendons notamment à ce que l'inflation en Inde et en Chine revienne à des niveaux plus modestes entre le 1<sup>er</sup> et le 2<sup>ème</sup> trimestre 2020. Les politiques monétaires et budgétaires devraient continuer de soutenir la croissance et les conditions financières rester favorables. L'effet des politiques budgétaires devrait, sur l'année, être plus important qu'en 2019. Dans certains pays (comme l'Inde ou l'Indonésie) de tels signes d'assouplissement sont déjà visibles. En ce qui concerne les politiques monétaires, la tendance à l'accommodation, justifiée par la médiocrité de la conjoncture, sera limitée par le caractère plus modéré de l'assouplissement attendu des principales banques centrales de par le monde.



## Stratégies d'investissement 2020

### Marchés de taux

Nous prévoyons que la tendance à la hausse du rendement des obligations souveraines se poursuivra. La hausse des rendements obligataires à long terme devrait être limitée par le niveau élevé de la dette des entreprises et de la dette souveraine d'une part et la forte probabilité du scénario de risque d'autre part. Les taux américains et allemands à 10 ans sont désormais proches de 1,9% et -0,2% après avoir atteint un point bas fin août à 1,5% et -0,7% respectivement. La probabilité d'une récession à court terme a considérablement diminué: les investisseurs s'attendent à ce que la croissance économique mondiale se stabilise en 2020 en réponse au récent assouplissement de la politique monétaire et à la diminution du risque politique. La fin de l'escalade de la guerre commerciale est la condition sine qua non de cette stabilisation. La hausse des tarifs douaniers et les tensions géopolitiques ont fortement pesé sur la confiance des entreprises et le commerce mondial. Dans un contexte de stabilisation de la croissance mondiale, les banques centrales devraient maintenir leurs taux d'intérêt inchangés. Le message de la Fed est clair: de nouvelles réductions d'assurance ne sont pas nécessaires, l'économie américaine étant « en bonne position ». La Fed considère que « l'orientation actuelle de la politique monétaire devrait rester appropriée ».

### Marchés d'actions

Le quatrième trimestre aura été très positif pour les marchés d'actions. Pour la première fois depuis 2016, politiques monétaires (très accommodantes) et risques géopolitiques (Brexit, Tarifs douaniers sino-américains) qui se sont atténués, ont joués dans le même sens.

Cela a engendré une forte appréciation des PER. Au-delà de ces soutiens, l'activité manufacturière mondiale a commencé à se stabiliser. Les profits des sociétés devraient donc rebondir d'ici un à deux trimestres. Après une année record, quelques prises de profits sont possibles, mais au sein des marchés, les valeurs cycliques devraient finir par l'emporter.

L'Europe devrait tirer son épingle du jeu avec un Brexit officiel fin janvier, et notamment les petites valeurs européennes (surtout britanniques). Par ailleurs, si le dollar américain, actif refuge, finissait par faiblir, cela bénéficierait avant tout aux marchés émergents.

*Achévé de rédiger le 24 janvier 2020*

#### Avertissement

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Edité par Amundi Asset Management - Société par actions Simplifiée – SAS au capital de 1 086 262 605 euros - Siège social : 90, boulevard Pasteur, 75015 Paris - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - 437 574 452 RCS Paris. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. La totalité des produits ou services peut ne pas être enregistrée ou autorisée dans tous les pays ou disponible pour tous les clients. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.