



Achevé de rédiger le 10 janvier 2019

Bilan 2018

En 2018, même si la croissance économique est restée significativement positive dans les grandes régions du monde, d'importantes divergences sont apparues. Soutenue par les mesures budgétaires de l'Administration Trump, l'économie américaine a affiché une très bonne tenue. Il n'en a pas été de même pour la zone euro, où la croissance a été très décevante en raison de facteurs à la fois internes et externes. Enfin, la situation s'est dégradée progressivement dans les pays émergents, très exposés au ralentissement chinois et aux tensions commerciales internationales.

Sommaire

Bilan 2018

Economie	1
Marchés Financiers	2

Perspectives 2019

Scénario économique	3
Stratégie d'investissement	4

Economie

Zone euro

Les chiffres économiques européens ont beaucoup déçu en 2018. En effet, la croissance du PIB de la zone euro n'a été que de 1% au cours des 3 premiers trimestres de l'année, contre 2% au cours des trois derniers trimestres de 2017. Plusieurs facteurs négatifs ont joué. Tout d'abord, l'activité industrielle et les exportations ont été pénalisés par le niveau élevé de l'euro en début d'année et par les tensions commerciales internationales. De plus, pour des raisons temporaires (liées à des changements de normes anti-pollution) la production automobile allemande a fortement reculé au 3^{ème} trimestre. La hausse du cours du baril jusqu'en octobre a également été un facteur négatif. Par ailleurs, l'incertitude politique est restée un thème majeur, à des degrés divers, dans les grands pays : difficulté à constituer une majorité gouvernementale en Allemagne en début d'année, bras de fer budgétaire entre l'Italie et la Commission Européenne à partir de l'été, importantes tensions sociales en France au 4^{ème} trimestre. Ajoutons qu'en fin d'année la visibilité concernant les modalités du *Brexit* restait très faible. Concernant l'inflation, si la hausse de l'indice général a temporairement dépassé 2% sur un an en raison de la hausse des prix de l'énergie, celle de l'indice sous-jacent (hors énergie et alimentation) est restée bloquée aux alentours de 1%. La Banque Centrale Européenne a mis fin, en décembre, à son programme d'achats d'actifs, mais sa capacité à relever ses taux directeurs en 2019 restait très incertaine.

Etats-Unis

L'année 2018 a été synonyme de solides performances économiques pour les États-Unis : après un démarrage timide en début d'année, la croissance a nettement accéléré au 2^{ème} et au 3^{ème} trimestre, profitant du stimulus budgétaire apporté par le « Tax Cut and Jobs Act » de 2017. Si les effets sur la consommation des particuliers n'ont été visibles que dans un second temps (les dépenses personnelles ayant affiché des niveaux particulièrement faibles au 1^{er} trimestre, pour accélérer seulement en fin d'année), l'investissement non résidentiel a fortement progressé durant les 6 premiers mois de 2018 avant d'accuser un net ralentissement au 3^{ème} trimestre. L'investissement résidentiel, quant à lui, a pesé sur la croissance tout au long de l'année. La confiance est restée particulièrement bien orientée dans tous les secteurs de l'économie américaine. Chez les ménages, l'optimisme n'a cessé de se renforcer, et seul le 4^{ème} trimestre a révélé quelques signes de ralentissement. La confiance des entreprises, tant du côté des services que de l'activité manufacturière, est restée proche de ses sommets durant la majeure partie de l'année. Le marché du travail a poursuivi son amélioration, surpassant même les précédents pics selon de nombreux indicateurs. Du côté des salaires, la croissance s'approche peu à peu des tendances observées lors des cycles précédents, même si elle reste encore inférieure. Durant la première partie de l'année, l'inflation sous-jacente et l'inflation officielle ont fortement rebondi de leurs points bas de 2017 alors que les effets négatifs temporaires se dissipaient. Plus particulièrement, l'indice général a profité dans une large mesure des effets de base positifs des prix de l'énergie. Néanmoins, avec la diminution de ces effets en seconde partie d'année, les deux indices des prix ont fini par converger vers des niveaux plus faibles pour s'inscrire à un peu plus de 2% à l'heure actuelle. La Réserve fédérale a continué de durcir sa politique monétaire en procédant à 4 relèvements de taux durant l'année, au vu de la croissance solide et de l'inflation stable. La mise en place des droits de douane par Washington à l'encontre d'un grand nombre d'importations chinoises et d'autres partenaires commerciaux clés a conféré à la politique commerciale américaine un aspect conflictuel, alimentant les craintes d'une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, dont les effets négatifs pèseront sur la croissance des échanges et la confiance.



Economie

Economies émergentes

Malgré des divergences significatives entre les pays, la croissance des économies émergentes a été robuste au premier trimestre 2018 dans un contexte mondial porteur. En revanche, à partir du second trimestre, cette dynamique s'est quelque peu enrayée. Tout d'abord, la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que la forte appréciation du dollar ont conduit de nombreuses banques centrales émergentes à mettre un terme à leur politique d'assouplissement monétaire voire à augmenter leurs taux, y compris parmi les banques centrales des pays asiatiques jusque-là relativement épargnées. Ensuite, les marchés émergents ont continué d'être à la peine, affaiblis par l'accroissement des risques géopolitiques/internationaux et des risques idiosyncratiques qui se sont mués en véritables épisodes de crise (Turquie, Argentine etc.). Enfin, la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine a pesé sur les économies émergentes à de nombreux égards : i) elle a limité l'expansion du commerce mondial et donc de la croissance réelle et ii) elle a accru le niveau d'incertitude et l'aversion au risque des marchés financiers durcissant les conditions de financements dans les pays émergents. In fine, la croissance globale des émergents en 2018 devrait être proche de 5% en moyenne annuelle soit légèrement supérieure à celle de l'année 2017 (4,8%). Il s'agit toutefois d'un effet de base lié au rebond de la croissance en Inde, la plupart des économies émergentes et plus particulièrement en Asie, ayant ralenti.

Marchés financiers

Taux

Les marchés de taux ont été marqués par la baisse des taux longs des obligations souveraines. Le taux 10 ans américain a fini l'année à 2,6% après avoir atteint un pic à 3,26% début novembre. Le taux 10 ans allemand est passé fin décembre sous la barre des 0,2% soit un niveau inférieur à celui observé au début de 2018. De plus, le marché a révisé très largement à la baisse les anticipations de hausse de taux pour la Fed et la BCE. Le marché anticipe même maintenant une baisse des taux US en 2020. Cet appétit pour les actifs sans-risque s'explique par la crainte des investisseurs quant à la solidité de l'économie mondiale dans un environnement où les grandes banques centrales retirent peu à peu leurs mesures de soutien. En effet, les grandes banques centrales normalisent (à des rythmes différents) leur politique monétaire. La Fed a déjà entamé la réduction de la taille de son bilan et la BCE a arrêté son programme de rachat d'actif en décembre.

Actions

Le MSCI AC a perdu -11,2% en devises locales et -6,7% en euros. Il s'agit globalement d'une année de forte baisse généralisée sur les marchés d'actions. En devises locales, les Etats-Unis ont baissé de -6,3%, la zone euro -14,7%, l'Europe de -13,1%, les marchés émergents de -12,3% et le Japon de 16,8%. L'année se divise en 4 périodes. Le mois de janvier a été positif dans la foulée de 2017, puis la baisse l'a emporté jusqu'à fin mars, la hausse des taux longs américains provoquant un premier décrochage, d'autant que fin mars la volonté de la maison blanche de corriger les déséquilibres bilatéraux de balance commerciale ont commencé à peser. S'en est suivie une période de divergence entre les Etats-Unis, soutenus par les effets positifs de sa réforme fiscale et le reste du monde jusqu'en octobre. Pour la seconde fois de l'année, la hausse des taux longs provoqua une chute généralisée des marchés d'actions, y compris du marché américain, et notamment des valeurs de technologie les plus en vue. La baisse s'est même accélérée en décembre, fait historiquement très rare.



Perspectives 2019

L'économie mondiale devrait ralentir en 2019, les principales causes étant la dissipation des effets du stimulus budgétaire américain et le ralentissement chinois. La zone euro devra compter, pour sa part, avec la persistance des risques politiques. Un tel environnement plaide pour une grande prudence de la part des banques centrales. Cependant, nous estimons que le ralentissement restera modéré et n'anticipons pas de récession.

Scénario économique 2019

Zone euro

La prudence s'impose concernant les perspectives de la zone euro après une année 2018 très décevante. Certains des facteurs qui ont pesé sur la croissance l'année dernière sont, certes, temporaires (dans le cas de la forte baisse de la production automobile allemande suite à un changement dans les normes anti-pollution) ou liés à des événements spécifiques (dans le cas de la crise des « gilets jaunes » en France). Cependant, l'économie de la zone euro (notamment l'Allemagne et l'Italie) est très exposée, via les chaînes de valeur industrielles, aux tensions commerciales internationales. De plus, les risques politiques internes ne doivent pas être négligés : après avoir alimenté l'actualité en 2018 (surtout en Italie et en France), les mouvements politiques dits « anti-système » pourraient réaliser de nouvelles avancées en 2019, notamment à la faveur des élections européennes prévues en mai. A contrario, certains grands moteurs de l'activité devraient rester bien orientés, à commencer par le marché du travail dont l'amélioration ne s'est pas démentie au cours des derniers trimestres, facteur auquel s'ajoutent la forte baisse du prix du carburant au 4^{ème} trimestre 2018 et des budgets publics permettant une légère relance (pour des raisons différentes) de l'activité en Allemagne, en France et en Italie. En tenant compte de l'ensemble de ces facteurs, nous prévoyons une croissance du PIB de 1,5% en 2019. En ce qui concerne l'inflation, si l'indice général ralentira en raison des effets de base des prix de l'énergie, l'indice sous-jacent (hors énergie et alimentation) devrait, pour sa part, progresser (notamment en raison de la baisse du taux de chômage qui permet une hausse des salaires), mais seulement de façon très modérée car d'importants facteurs désinflationnistes structurels restent présents. Au vu de cet environnement de croissance positive mais modeste, d'inflation limitée et de risques politiques conséquents, la capacité de la BCE à relever ses taux directeurs en 2019 (après l'arrêt de son programme d'achats d'actifs fin 2018) est très incertaine.

Etats-Unis

Après un 3^{ème} trimestre plutôt robuste, l'activité semble avoir ralenti au 4^{ème} trimestre. Si la croissance reste supérieure au taux tendanciel, elle devrait s'élever à 2,5 %-3 % en glissement trimestriel annualisé selon les indicateurs coïncidents. Les données indicatives et réelles deviennent plus mitigées et les signaux pourraient rester contrastés dans les mois à venir à mesure que l'économie américaine prolonge son cycle et ralentit progressivement. Au cours des prochains trimestres, la demande intérieure devrait rester le principal moteur de croissance, mais avec une évolution de sa composition : si les investissements continueront de ralentir et de contribuer dans une moindre mesure à l'économie globale, les dépenses de consommation des ménages devraient se révéler plus solides lors du premier semestre 2019. Ce changement de structure s'explique par la décélération des investissements résidentiels et non résidentiels. Les conditions financières ont en effet été durcies, tandis que les dépenses de consommation personnelle devraient rester bien orientées car le marché du travail demeure tendu et la croissance des salaires est soutenue. Par conséquent, les prix devraient poursuivre leur tendance à la hausse, mais nous ne tablons pas sur une forte accélération dans la mesure où l'inflation sous-jacente devrait se stabiliser légèrement au-delà de l'objectif et l'inflation officielle fluctuer dans une fourchette étroite mais supérieure à l'objectif. Dans ce contexte, nos anticipations de croissance et d'inflation, ainsi que nos perspectives d'évolution de la politique monétaire, sont globalement conformes à celles de la Réserve fédérale américaine.



Scénario économique 2019

Economies émergentes

Le ralentissement de la croissance observé au troisième trimestre 2018 devrait se stabiliser au quatrième trimestre. Cependant, nous ne prévoyons pas d'amélioration des conditions économiques dans les pays émergents à court terme. Malgré la trêve de trois mois conclue entre les Etats-Unis et la Chine, les incertitudes pesant sur le commerce mondial persistent et pèsent sur les décisions d'investissement et de consommation. Par ailleurs, les questionnements sur la croissance américaine augmentent et l'aversion au risque des marchés aussi. Un tel contexte n'est pas favorable aux actifs émergents et les flux de portefeuille ou d'investissement directs vers ces pays pourraient être très limités. En revanche, la Réserve fédérale américaine pourrait mettre un terme à son cycle de hausse de taux plus tôt que prévu. Cela devrait se traduire par une plus grande stabilité des devises émergentes et limiter les risques inflationnistes liés aux variations des taux de change. Ainsi, avec un prix du pétrole plus bas, l'inflation devrait rester maîtrisée permettant aux banques centrales de ces économies d'adopter progressivement une politique plus neutre si ce n'est plus accommodante. En l'absence de scénario de récession en Chine et aux Etats-Unis, nous prévoyons donc une légère ré-accelération de la croissance des économies émergentes au second semestre 2019.

Stratégies d'investissement 2019

Marchés de taux

Les marchés de taux ont été marqués par le repli des rendements obligataires à long terme au cours du dernier trimestre et par une révision en baisse des anticipations de hausses des taux directeurs. Les marchés s'attendent même à présent à une baisse des taux américains en 2020. Un rebond des taux d'intérêt à long terme nécessitera à présent une amélioration de la confiance des investisseurs dans les perspectives de croissance mondiale. Les préoccupations liées à la croissance mondiale s'expliquent par trois facteurs : 1/ le durcissement des conditions financières globales 2/ l'incertitude liée à la guerre commerciale 3/ le ralentissement de l'économie chinoise. Les craintes des investisseurs pourraient s'apaiser grâce à 1/ une attitude plus accommodante de la Réserve fédérale américaine et de la BCE permettant une amélioration des conditions financières mondiales 2/ une stabilisation du commerce mondial grâce à une issue positive des négociations sino-américaines et à une meilleure tenue de l'activité économique chinoise.

Marchés d'actions

2019 s'inscrit dans la foulée d'une année 2018 compliquée, les marchés d'actions butant par 2 fois sur la hausse des taux américains alors que l'économie mondiale avait atteint son pic.. La croissance des profits des sociétés va désormais se normaliser partout dans le monde. Ibes fait ressortir une croissance mondiale des profits de +7.6% contre +15.3% l'an dernier. Il est possible que ce chiffre soit à nouveau révisé à la baisse, tout en restant légèrement positif quand même. Dans ce contexte de cycle mûr mais dont le ralentissement est progressif, un rebond des marchés d'actions est possible. Il passe par plusieurs conditions : une pause dans le durcissement monétaire américain, un accord sino-américain en matière commerciale, un soutien de l'économie chinoise et un arrêt de la chute des prix du pétrole. Tous ces facteurs étant en partie liés les uns aux autres, les mouvements pourront rester brutaux ; la volatilité faisant partie intégrante de la maturité d'un cycle. Un dénouement heureux de ces facteurs pourrait stopper la hausse du dollar et être plus favorable aux actifs émergents, sachant que le différentiel de croissance devrait progressivement jouer en leur faveur dans la seconde partie de l'année. La maturité du cycle, elle, suggère de limiter les paris et de s'intéresser aux valeurs présentant un rendement élevé et pérenne à la fois.

Achevé de rédiger le 10 janvier 2019

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.