

En 2019,
faites fleurir vos
plus belles idées
à l'infini !



NOS CONVICTIONS

BULLETIN MENSUEL - DÉCEMBRE 2018

Les équipes de CPR AM

vous présentent leurs meilleurs vœux.

VOICI VENIR L'AUTOMNE

L'industrialisation et la production de masse devaient permettre à l'Humanité de s'affranchir progressivement de ses besoins les plus élémentaires. En basculant dans des sociétés de consommation, nous avons placé l'acte d'achat de biens ou de services comme le fondement et l'aboutissement mêmes de notre existence. Nos désirs artificiellement créés et surstimulés sont devenus des besoins éphémères de plus en plus nombreux que nous cherchons encore et toujours à satisfaire.

Mais lorsque la croissance ralentit, que l'été cède lentement sa place à l'automne, nos modes de vie s'en trouvent bouleversés, l'incompréhension s'installe et les gilets jaunissent. Pour éviter l'embrasement et assurer un rythme compatible avec la quiétude populaire, le gouvernement chinois a dû piloter de plus en plus finement sa croissance, alternant politiques de relance pour booster l'activité et politiques restrictives pour éviter l'emballement. Ces politiques dites de stop-and-go montrent aujourd'hui leurs limites, acculant progressivement le gouvernement. Si le ralentissement constaté en Chine n'est pas, aujourd'hui, alarmant, la politique va-t-en-guerre du président Trump pourrait bien envenimer dramatiquement la situation.

C'est ce que nous anticipons avec une probabilité de 20% dans notre scénario de « tensions commerciales aggravées ». Dans ce scénario, la guerre commerciale atteindrait son paroxysme et pèserait lourdement sur l'économie mondiale. Parallèlement notre scénario de « vives tensions politiques européennes » anticipe avec lui aussi une probabilité de 20%, de nouveaux rebondissements sur les dossiers italiens et le Brexit. Ces turpitudes seraient cantonnées à l'Europe sans pour autant avoir un rôle de catalyseur pour le reste de l'économie mondiale. Enfin notre scénario central (60%) s'obscurcit à la marge anticipant dorénavant « une stabilisation de la croissance mondiale ». Dans ce scénario, les marchés actions auraient encore un potentiel de progression que nous estimons entre 5 et 7,5% en fonction des marchés.

INFO DU MOIS

Chute de plus de 20%
du prix du **Brent**
en dessous des 60€

NIVEAUX D'EXPOSITION en %

90%

TAUX

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
		M						
		M-1						

100%

ACTIONS

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
				M				
				M-1				

DANS CE NUMÉRO

MARCHÉ DU CRÉDIT

ENVIRONNEMENT CRÉDIT 2019, LA SUITE LOGIQUE DE 2018 ?

Aude Lerivrain

Responsable de l'analyse et de la stratégie crédit

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

2019 : UNE NOUVELLE HISTOIRE

Laetitia Baldeschi

Responsable des études et de la stratégie

ACTUALITÉ - LIVRE BLANC ESG

Pour plus d'information,
contactez :

client.servicing@
cpr-am.com



www.cpr-am.com @CPR_AM
cpr-asset-management
CPR Asset Management

Plus d'information, contactez :
client.servicing@cpr-am.com
gilles.cutaya@cpr-am.com
karine.gauthier@cpr-am.com

Document d'information destiné aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF et aux journalistes et professionnels de la presse et des médias. Les commentaires et analyses expriment la stratégie globale de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Son application est adaptée à chaque portefeuille afin d'optimiser les contraintes de gestion qui lui sont spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations données dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une valeur contractuelle. Ces informations ne constituent ni une offre d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement et sont susceptibles de modifications sans avis préalable. CPR AM décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

INDICATEURS CLÉS

INTÉRÊT RETROUVÉ POUR LES TAUX AMÉRICAINS

L'année 2018 marquée par le resserrement monétaire de la Réserve fédérale - trois remontées du taux directeur et baisse du bilan - a vu la hausse du taux à 10 ans américain. Il est passé de 2,4% en début d'année à 2,95% après un plus haut à 3,2%. Cette hausse a été une des causes de fébrilité des marchés notamment lorsqu'elle a été trop brusque suite au discours de M. Powell annonçant que le taux directeur était encore loin du taux neutre estimé par le Board de la Fed. Le marché anticipe pleinement une dernière hausse pour le mois de décembre qui pourrait être accompagnée d'une révision à la baisse des projections de croissance et également des dots.

En 2019, les effets positifs sur la croissance américaine liés à la réforme fiscale vont se dissiper et les effets négatifs provoqués par les hausses de taux vont peser de plus en plus, des signaux négatifs se manifestent déjà sur le marché immobilier. Dans ce nouvel environnement, le souverain américain redevient un actif avec un potentiel de protection et constitue selon nous une brique intéressante au sein d'une allocation obligataire. Ceci est corroboré par les récentes déclarations de M. Powell qui juge désormais que le taux neutre n'est plus si lointain. En revanche, ce qui ne plaide pas pour ce scénario, est l'explosion du déficit américain qui s'accroît très fortement et une inflation salariale toujours dynamique.

ÉVOLUTION DU TAUX A 10 ANS SOUVERAIN AMÉRICAIN



Source : Bloomberg

TAUX ÉTATS-UNIS

POWELL SÈME LE DOUTE

Selon les minutes de la Fed, celle-ci prévoit toujours une hausse des taux en décembre mais apparaît de plus en plus divisée sur la trajectoire des taux à venir. Cette nouvelle incertitude sur l'évolution de la politique monétaire avait été mise en avant par M. Powell, Président de la Fed, qui a déclaré que les taux d'intérêt étaient juste en-dessous d'un niveau qui serait neutre pour l'économie. Les opérateurs ont interprété ces annonces comme un futur ralentissement à venir dans les hausses de taux. Les taux 10 ans sur la période poursuivent leur recul de 16 pbs repassant sous la barre des 3% à 2,98%.

90%

TAUX
US

	M	
SOUS EXPO	85 90 95 100 105 110 115	SUR EXPO
	M-1	

TAUX EURO

DRAGHI RESTE CONFiant

La Banque centrale européenne a confirmé qu'elle arrêterait, à la fin de l'année, ses rachats de dette et a indiqué que les taux directeurs resteraient au plus bas jusqu'à l'été prochain. Mario Draghi s'est, à la surprise générale, montré confiant malgré les tensions actuelles et alors que les indicateurs se retournent et que l'inflation décélère à nouveau à 2%, après 2,2% en octobre.

Sur le mois, le taux 10 ans allemand baisse de 8 pbs à 0,30% alors que le 10 ans italien cède 21 pbs à 3,21% et que le taux 10 ans espagnol finit en baisse de 4 pbs à 1,50%.

90%

TAUX
EURO

	M	
SOUS EXPO	85 90 95 100 105 110 115	SUR EXPO
	M-1	

ANALYSE À SUIVRE

RALLYE DE FIN D'ANNÉE SUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

Tous les investisseurs en actions aimeraient que décembre apporte dans sa hotte Noël et le rally de fin d'année sur les marchés !

Suite à la période trouble que nous venons de traverser, les investisseurs ont besoin de faits concrets pour reprendre espoir. Les avancées certes chaotiques mais réelles entre le Royaume-Uni et la Commission européenne sur le Brexit sont un premier bon point. Les déclarations du gouvernement italien sur sa volonté d'adapter l'exercice de ses budgets (2019 et 2020) aux réalités économiques vont également dans le sens de l'apaisement auprès de la Commission européenne et marquent un deuxième bon point. Il reste donc un seul obstacle à franchir : les négociations commerciales autour du G20.

Et bien, nous faisons le pari que, quel que soit l'échange entre Donald Trump et Xi Jinping, la communication post-G20 entre les deux parties parlera de difficultés à se comprendre, d'après négociations mais du sentiment d'avoir fait chacun un pas en avant pour le meilleur des deux parties ! Et le bonheur des marchés financiers...

Pour mémoire, la rencontre entre D. Trump et J-C. Juncker au mois de juillet avait donné lieu à des commentaires mémorables de l'un et de l'autre : D. Trump avait vendu à l'Europe tout le soja (transgénique) dont les chinois ne voulaient plus et J-C Juncker avait sorti l'Europe des taxes sur le secteur automobile. Comme quoi, il est très important de communiquer au mieux sur ce qui n'a pas été dit et rester évasif sur ce qui peut poser problème.

ACTIONS ÉTATS-UNIS

DANS L'ATTENTE DE LA RENCONTRE TRUMP - XI

L'économie américaine affiche un ralentissement moindre au troisième trimestre à 3,5% en rythme annuel contre 4,2% au trimestre précédent. Les éléments de fragilité se multiplient avec des signes marqués de ralentissement du marché immobilier. La confiance des consommateurs ralentit également mais la dynamique de la consommation des ménages reste intacte avec une poursuite de la hausse des revenus. Sur le mois, le S&P 500 progresse de 2,02% en euros, le dollar restant stable en raison de l'issue incertaine de la rencontre des présidents chinois et américain en marge du sommet du G20.

95%

ACTIONS
US

ACTIONS EUROPE

RECU DU CLIMAT DES AFFAIRES

L'estimation flash de l'indice PMI de la zone euro indique un repli à 52,4 qui concerne à la fois l'industrie et les services. Ce mouvement est à mettre au compte d'un ralentissement du commerce international qui a notamment fortement impacté l'Allemagne dont le PIB recule de 0,2% au troisième trimestre. Comme attendu, la Commission européenne a confirmé son évaluation de non-respect particulièrement grave des recommandations du conseil Ecofin par le gouvernement italien, ce qui devrait ouvrir la voie à une procédure pour déficit excessif [Italie ?]. Sur le mois, le MSCI EMU baisse de 0,86%.

95%

ACTIONS
EUROPE

ACTIONS ASIE

RALENTISSEMENT GÉNÉRALISÉ

La baisse des taux longs américains, la stabilisation du dollar et les espoirs d'accord entre la Chine et les États-Unis ont permis un rebond des devises émergentes et des bourses asiatiques. Le marché chinois des actions, quant à lui, fait du surplace, affecté par la décélération de l'économie domestique. Au Japon, la croissance au 3ème trimestre chute également de 0,3%, ce qui est dû en partie aux mauvaises conditions climatiques qui auraient affecté la consommation des ménages et les exportations. Sur le mois, le Topix progresse de 0,78% et le MSCI AC Asie Pacifique ex Japon bondit de 4,53%.

105%

ACTIONS
ASIE

LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN NOVEMBRE 2018

RAPPEL À FIN OCT. 2018 1 > 55% 2 > 20% 3 > 25%

SCÉNARIO CENTRAL : STABILISATION DE LA CROISSANCE MONDIALE

L'activité reste très soutenue aux États-Unis, mais il y a un ralentissement par rapport aux anticipations pour le reste du monde. Taux directeurs : Remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : Remontée aux États-Unis (3,30%) et en zone euro (0,60%), stabilité au Japon (0,10%). Actions : + 5% aux États-Unis et au Japon, + 7,5% en zone euro et dans les pays émergents. La parité EUR-USD remonte au niveau de 1.16.

20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS COMMERCIALES AGGRAVÉES (USA, CHINE....) SUR LES SECTEURS CLÉS

La guerre commerciale se concentre sur la Chine. Elle atteint désormais des secteurs clés de l'économie mondiale : la technologie et l'automobile. Des mesures de restriction de quantité à l'exportation par la Chine sont évoquées. Taux directeurs : Remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : Baisse aux États-Unis (2,80%) et en zone euro (0,25%). Stabilité au Japon (0,10%). Actions : -10% au Japon et dans les pays émergents, -7,50% aux États-Unis et en Europe. La parité EUR-USD baisse à 1,13.

30% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES AU HARD BREXIT

Le risque politique italien reste au premier plan en Europe avec la préparation du budget 2019 et le risque d'écroulement de la coalition au pouvoir. Malgré les discussions entre le Royaume-Uni et l'Union Européenne, l'inquiétude grandit face au risque d'un hard Brexit. Taux directeurs : Remontée aux États-Unis (2,50%), stabilité au Japon (0%) et en zone euro (0%). Taux longs : Stabilité aux États-Unis (3,10%) et au Japon (0,10%). Baisse en zone euro (0,20%). Actions : 2.5% aux États-Unis, au Japon et dans les pays émergents, -7.5% en zone euro. L'EUR-USD baisse à 1.10.

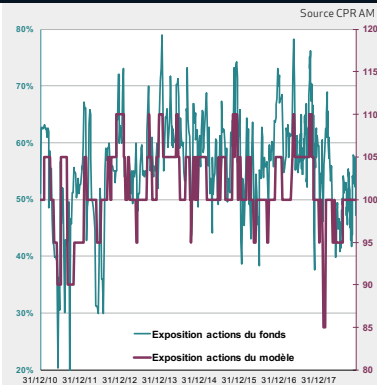
PERFORMANCES AU 21.11.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

	Depuis le 31.12.17	sur 1 an	sur 5 ans	Niveau au 21.11.18		CENTRAL 50 % de proba.	ALTERNATIF 1 20 % de proba.	ALTERNATIF 2 30 % de proba.	
États-Unis	1,70 %	1,84 %	3,92 %	2,25 %	Taux directeur	2,50 %	▲	2,50 %	▲
	-4,01 %	-4,13 %	9,04 %	3,07 %	Taux 10 ans	3,30 %	▲	2,80 %	▼
	-0,50 %	-0,10 %	23,97 %	361	High Yield US	340	▼	430	▲
	-5,11 %	-2,83 %	-15,36 %	1,14	Euro/dollar	1,16	▲	1,13	▲
	-0,89 %	1,96 %	47,56 %	2 650	S&P 500	5,00 %	▲	-7,50 %	▼
Europe	0,00 %	0,00 %	0,26 %	0,00 %	Taux directeur	0,00 %	►	0,00 %	►
	1,99 %	1,33 %	23,19 %	0,37 %	Taux 10 ans	0,60 %	▼	0,25 %	▼
	-2,30 %	-2,24 %	23,07 %	440	High Yield Europe	400	▼	475	▲
	-9,99 %	-11,89 %	3,60 %	3 154	DJ EuroStoxx 50	7,50 %	▲	-7,50 %	▼
Japon	-5,52 %	-4,05 %	39,97 %	21 508	Nikkei 225	5,00 %	▲	-10,00 %	▼

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

Malgré un ralentissement américain moins prononcé au 3ème trimestre (3,5% T3 contre 4,2% T2), les tensions commerciales commencent à produire leurs effets. La croissance chinoise montre aussi des signes de faiblesse et les indicateurs européens continuent de fléchir sous l'influence des craintes du Brexit et du rejet du budget italien par la Commission européenne. Les marchés ont commencé le mois sur une nouvelle baisse qui a ramené le S&P 500 proche des points bas d'octobre, avant de se reprendre lorsque des signes de retour aux négociations entre la Chine et les Etats-Unis ont émergé. Le rebond des marchés américains a été rendu possible par le discours plus hésitant de la banque centrale concernant la trajectoire à venir des taux courts américains. Sur la période, le MSCI World finit en hausse grâce à la progression des marchés américains et japonais. La chute des prix du pétrole (+20% sur le mois) laisse envisager une baisse des anticipations d'inflation. Les taux américains face aux incertitudes grandissantes sur la croissance économique mondiale repassent sous la barre des 3%, alors que le spread Italie / Allemagne franchit à la baisse les 300 pbs à la faveur d'une possible revue par le gouvernement italien de l'objectif de déficit pour 2019. Dans l'attente des conclusions du G20, nous avons réduit l'exposition actions et remonté la sensibilité des portefeuilles tout en maintenant notre préférence pour les actions américaines et en renforçant notre exposition aux actions émergentes au détriment des actions de la zone euro.





Aude Lerivain
Responsable de l'analyse
et de la stratégie crédit

MARCHÉ DU CRÉDIT

ENVIRONNEMENT CRÉDIT 2019, LA SUITE LOGIQUE DE 2018 ?

QUEL BILAN POUVEZ-VOUS DRESSER DE CETTE ANNÉE 2018 SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT ?

Après une année 2017 affichant des performances exceptionnelles, le marché du crédit a vu ses facteurs de soutien se renverser les uns après les autres en 2018 et a été marqué par une forte volatilité ainsi que des performances globalement négatives. Dans ce contexte, le High Yield US s'est démarqué avec une performance de -0,5% depuis le début de l'année portée par l'amélioration des fondamentaux du secteur de l'énergie et la vigueur de la croissance économique américaine. L'IG US, quant à lui, a été plus pénalisé en relatif par la hausse des taux et affiche une performance de -3,6% depuis le début de l'année. Du côté de l'Europe, les segments BBB/BB, qui sont les plus importants du marché en taille, ont souffert, affichant des performances négatives entre -2% et -3% alors que le haut IG (notations AA/single-A) a été plus résilient avec des performances proches de 0.

CES PERFORMANCES S'EXPLIQUENT-ELLES PAR DES INQUIÉTUDES SUR L'ÉVOLUTION DES FONDAMENTAUX DE CRÉDIT DES ÉMETTEURS ?

Il est vrai que le risque idiosyncratique a été très présent cette année, laissant craindre une détérioration généralisée des fondamentaux de crédit des émetteurs. Ces craintes semblent exagérées selon nous, en particulier en Europe où le cycle du crédit est moins avancé qu'aux États-Unis et les entreprises moins endettées. Néanmoins, la tendance qui émerge cette année, et va s'accroître selon nous l'année prochaine, est une pression sur les marges des corporates. Les nombreux avertissements sur résultats du secteur automobile illustrent cet état de fait, ce secteur étant impliqué dans un certain nombre de problématiques politiques (guerre commerciale, Brexit,

normes environnementales) et économiques (marchés en baisse aux États-Unis et en Chine, volatilité des changes et du prix des matières premières). Mais loin d'être isolés au secteur automobile, les avertissements sur résultats ont touché des secteurs très variés et, fait nouveau cette année, ont provoqué des réactions de marché très violentes avec des sous-performances parfois aussi fortes que sur le marché actions, alors que la problématique de rentabilité impacte en premier lieu les actionnaires. Certains noms ont été sous une telle pression que les scénarios les plus noirs ont été évoqués dans le marché, comme le défaut pour Casino ou le passage en HY pour General Electric. Ainsi, au-delà de General Electric, c'est le segment BBB qui inquiète au regard de sa taille actuelle et du risque de dégradation en HY pour de gros émetteurs. En Europe, le segment BBB représente près de 3 fois la taille du marché HY et près de deux fois et demi celui du marché HY US. Quid ainsi de la capacité d'absorption du marché HY dans une phase de retournement du cycle et d'augmentation du nombre de fallen angels ?

AINSI LES FACTEURS TECHNIQUES POURRAIENT ÊTRE DÉTERMINANTS EN 2019 ?

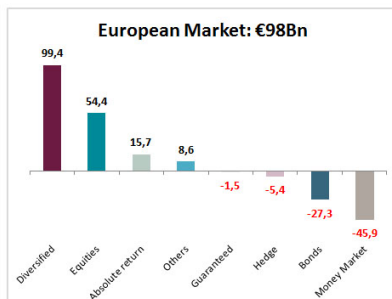
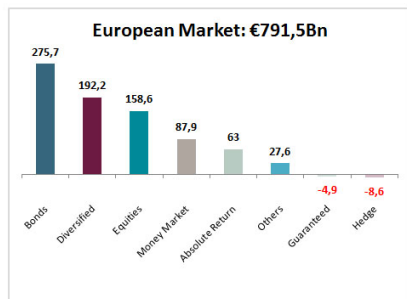
Tout à fait. L'année 2019 sera dans une configuration très particulière avec la normalisation de la politique monétaire de la BCE. Le marché doit s'adapter au fait qu'il n'y aura plus un gros acheteur systématique pour les émissions primaires (rappelons que la BCE absorbait plus des 3/4 des émissions primaires corporates en 2017) et les investisseurs ont déjà commencé à redéfinir la « juste valeur » des spreads dans ce contexte. Ainsi dans l'anticipation de cette phase de normalisation des spreads et d'une remontée des taux européens, les investisseurs devraient continuer à sortir des fonds crédit tant sur l'IG que sur le HY et de manière

plus marquée sur les fonds long-terme. La demande pour le crédit sera par conséquent plus faible en 2019 alors que l'offre est attendue en hausse. En effet, les banques doivent émettre des montants importants de dette non preferred senior (dettes pouvant participer aux pertes) afin d'être en conformité avec les ratios réglementaires et afin de remplacer les TLTROs dont les premières maturités arrivent en juin 2020. Du côté des corporates, le volume d'émissions primaires est également attendu en hausse, surtout des secteurs à forte intensité capitalistique et en mutation, tels que l'automobile et les utilities.

2018 REPRÉSENTE UN « WAKE-UP CALL » POUR LE SECTEUR AUTO



L'ANNÉE 2018 MARQUE LA FIN DE LA CROISSANCE DE LA COLLECTE SUR LES FONDS MONÉTAIRES ET OBLIGATAIRES EUROPÉENS

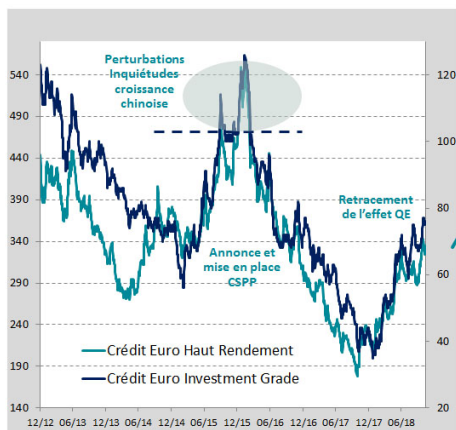


Source: Amundi

QUELS CHOIX D'INVESTISSEMENT ALLEZ-VOUS ADOPTER POUR 2019 ?

Au vu de tous les éléments évoqués précédemment, il semble naturel d'adopter une stratégie plutôt défensive pour débiter l'année 2019. Le segment IG Euro concentre de nombreux facteurs de risque comme une forte sensibilité à la hausse des taux et au risque politique (le risque italien devrait rester lancinant tout au long de l'année) ainsi qu'à la sortie de la BCE du marché primaire. Nous préférons, pour l'année prochaine, le segment HY Euro qui propose selon nous un portage attractif au regard de ses fondamentaux et sera moins impacté par les volumes de primaire. Le portage élevé aurait également pu être un argument à mettre en avant pour investir sur le marché du crédit américain mais il perd tout intérêt quand on impute le coût de la couverture et cela nous incite à rester à l'écart du segment HY US en particulier.

LES NIVEAUX DE SPREADS SE RAPPROCHENT DES NIVEAUX PRÉ-CSPP



Sources: Bloomberg / CPRAM

2019



Laetitia Baldeschi
Responsable des
études et de la
stratégie

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE 2019 : UNE NOUVELLE HISTOIRE

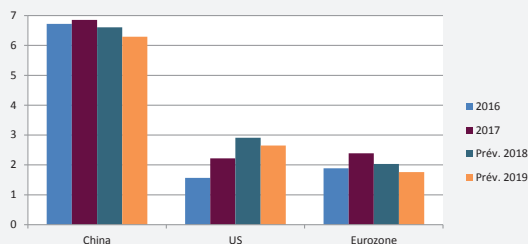
LA CROISSANCE MONDIALE EN 2018 S'EST MAINTENUE AUTOUR DE 3,7%. QU'EN SERA-T-IL POUR 2019 ?

Forte de la dynamique américaine soutenue par une politique fiscale pro-cyclique, la croissance mondiale en 2018 s'est maintenue alors même que l'heure était au ralentissement tant en zone euro mais aussi, et plus nettement qu'anticipé, au Japon, en Chine, et dans la plupart des pays émergents. L'année 2019 sera plus compliquée, mais dans notre scénario central, probabilisé à 55%, une stabilisation de la croissance mondiale autour de 3,5% devrait être observée. Certes, nous anticipons un affaiblissement de la croissance aux Etats-Unis, alors que les effets de la réforme fiscale s'estompent, que l'immobilier montre de vrais signes de ralentissement, traduisant les effets de la normalisation monétaire.

En zone euro, la croissance s'est sensiblement essoufflée depuis le début de l'année 2018, dans un premier temps par simple correction d'un rythme exceptionnel sur l'année 2017, puis par une accumulation de facteurs temporaires spécifiques affectant tour à tour les grandes économies de la zone, dans un contexte de tensions commerciales exacerbées. L'année 2019 devrait rester sur une tendance de croissance un peu plus modeste, restant toutefois largement supérieure au potentiel. Le Japon, affecté à plusieurs reprises par des catastrophes naturelles, a également ralenti, mais après, là aussi, une année 2017 hors norme. L'année 2019 sera marquée par le relèvement de la TVA prévu pour octobre qui pourrait se traduire, malgré les mesures d'accompagnement, par un profil de croissance très heurté, mais au total encore supérieur à la croissance potentielle. Reste la Chine. L'accumulation d'annonces des autorités politiques souligne la réalité du ralentissement à l'œuvre dans l'économie, conséquence d'une politique de désendettement mise en place depuis plusieurs trimestres.

L'année 2019 devrait poursuivre cette tendance, avec tout de même un arrêt de la dégradation ; la croissance chinoise resterait alors comprise entre 6% et 6,5%. Cette stabilisation devrait être bénéfique aux pays émergents dans leur globalité, même si des situations spécifiques devront être surveillées.

Croissance du PIB



Source: CPR AM, Datastream.

QUE FERONT LES GRANDES BANQUES CENTRALES DANS CET ENVIRONNEMENT DE STABILISATION DE LA CROISSANCE MONDIALE ?

La Réserve fédérale est attendue encore pour une hausse de 25 pbs du taux des Fed funds en décembre 2018. Ce rythme de resserrement monétaire, à savoir 25 pbs par trimestre pourrait ralentir, voir s'interrompre courant 2019 ; c'est en tous cas la vision des marchés, et la lecture que nous faisons des dernières communications de la Fed, dans un environnement d'inflation plutôt contenue, en partie grâce au recul du pétrole, mais surtout en raison de tensions salariales encore modérées.

La Réserve fédérale aura effectivement à cœur de ne pas trop peser sur l'activité. La Banque centrale européenne n'est pas dans la même position. Elle devrait commencer à relever son taux directeur dans le courant du 2ème semestre, même si l'inflation n'atteint pas l'objectif. La BCE aura également pour tâche d'accompagner la fin prochaine des TLTRO, et de limiter ses impacts négatifs sur les ratios prudentiels des banques, en proposant très vraisemblablement des mesures alternatives de refinancement. L'année 2019 sera aussi celle du renouvellement de la moitié du directoire de la BCE, ce qui se traduira très vraisemblablement par un changement de ton de cette dernière à partir de novembre 2019. Quant à la Banque du Japon, il nous semble que son discours mettant en avant la patience plaide pour le maintien d'une politique accommodante sur l'ensemble de l'année 2019, afin de mesurer les effets de la hausse de la TVA sur la conjoncture. La Banque centrale chinoise devrait elle aussi maintenir une politique monétaire plutôt accommodante, avec des mesures attendues en matière d'abaissement des taux d'intérêt.

à n'en pas douter les marchés dans les prochaines semaines. La question de la taxation des importations d'automobiles n'est d'ailleurs toujours pas réglée et pourrait avoir de lourdes conséquences pour l'Europe, et en particulier pour l'Allemagne, mais aussi pour le Japon. Un dernier risque doit être évoqué ici. On a longuement disserté sur les effets bénéfiques de la réforme fiscale sur l'économie américaine, mais celle-ci a un coût ! Il faut en effet compter sur un accroissement conséquent du besoin de financement de l'Etat américain, alors même que les dépenses sociales ne vont faire qu'augmenter compte tenu du vieillissement de la population. Cette problématique sera d'autant plus prégnante que la Réserve fédérale est de moins en moins présente sur le marché obligataire. Il ne faut donc pas exclure un scénario dans lequel une forte tension sur les taux d'intérêt se matérialiserait courant 2019. On le voit : les sujets de préoccupation ne manqueront malheureusement pas, mais nous maintenons une probabilité supérieure à 50% que la croissance mondiale résiste sur l'année 2019.

LES SUJETS DE PRÉOCCUPATION DE L'ANNÉE 2018 VONT-ILS PERDURER EN 2019 ?

Selon toute vraisemblance, les questions politiques en Europe et commerciales sur le plan international vont continuer de peser sur les économies et les marchés en 2019. En effet, même si l'Italie a tout récemment adopté un ton plus conciliant, elle devrait conserver une politique budgétaire non conforme aux engagements européens, et les dernières statistiques publiées renforcent les inquiétudes quant à la capacité du gouvernement à respecter ses propres objectifs très ambitieux. Le financement de l'Etat italien pourrait être délicat dans un environnement de fin des achats de titres de la BCE, avec une situation difficile du secteur bancaire italien. Mais l'Europe devra également gérer le Brexit, avec ou sans accord, ce qui aura nécessairement un impact sur l'économie britannique mais aussi à moyen terme sur l'Europe continentale. La situation est d'autant plus complexe que 2019 est une année électorale, et donc de changement à la tête de la plupart des institutions européennes. Pour finir, et sans qu'il soit encore possible d'en évaluer les conséquences macroéconomiques, la poursuite des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, que nous anticipons comme durables compte tenu de l'enjeu d'hégémonie dans les domaines clés, agitera