

# NOTRE SCENARIO

septembre 2019

Philippe Brossard - Clémentine Cazalets

## Stimuli monétaires et pouvoir d'achat soutiennent la croissance

1. **La croissance mondiale reste proche de 3%** en 2019, démentant les craintes de récession qui avaient agité les marchés fin 2018. La guerre commerciale en cours pèse sur l'investissement des principaux exportateurs et l'industrie internationale, surtout en Allemagne. Néanmoins, le ralentissement de l'inflation et la bonne tenue de l'emploi et des salaires, tout particulièrement aux Etats-Unis, soutiennent le pouvoir d'achat. Celui-ci est en partie épargné, mais stimule la consommation et peut la stimuler encore plusieurs trimestres. Les politiques budgétaires vont devenir plus accommodantes (Etats-Unis, Chine, Allemagne) et la nouvelle phase de baisse des taux d'intérêts ajoute un soutien monétaire qui permet d'envisager une croissance mondiale proche de 3% en 2020.

2. **L'inflation se réduit en 2019**, du fait des prix pétroliers : +29% en 2018, -10% en 2019. A l'horizon 2020, le baril de Brent devrait se stabiliser aux alentours de 65\$. De ce fait, l'inflation devrait progresser un peu en moyenne annuelle, dans les pays développés, pour être égale à l'inflation hors énergie. Celle-ci peine à se redresser (1% aujourd'hui en zone euro, 2,2% aux Etats-Unis). Les progrès de l'emploi stimulent peu les salaires, même aux Etats-Unis.

3. Aux Etats-Unis, **la Fed, après avoir monté ses taux jusqu'à 2,5% fin 2018, a rapidement inversé sa politique**, à titre préventif face aux risques internationaux (Brexit, guerre commerciale). Elle pourrait baisser ses taux vers 1,5%. En zone euro, le retour à une inflation normale de 2% s'avère difficile et la BCE annonce des baisses de taux supplémentaires. Les taux monétaires semblent s'installer durablement en dessous de 0.

4. **Les taux à long terme américains ont été dominés par les anticipations de baisse des taux courts** et des craintes de récession. Mais cette dernière paraît peu probable en 2020, et les taux longs devraient remonter progressivement vers 2%. Les taux longs européens largement installés en dessous de zéro, en anticipations d'une nouvelle phase d'assouplissement monétaire de la BCE, devraient se redresser un peu en 2020 suivant les (lents) progrès de l'inflation sous-jacente. Ils resteront néanmoins historiquement très bas.

5. **Les actions ont connu un net rebond début 2019**, qui compense la chute de l'année dernière. Elles apparaissent encore peu chères en Europe, au vu des ratios de résultats et de bilans. La progression des bénéfices des entreprises a ralenti : +20 en 2017 en zone euro, + 9% en 2018 et seulement +2% en 2019. Elle reste néanmoins suffisante pour justifier une remontée des valorisations des entreprises. L'immobilier européen continental devrait aussi rester solide : la hausse des taux longs, modeste, serait compensée par celle des loyers.

### Prévisions AG2R LA MONDIALE

|                                     | réalisé | Prévu  | Prévu  |
|-------------------------------------|---------|--------|--------|
|                                     | 2018    | 2019   | 2020   |
| Pétrole (\$/b.)                     | 53      | 65     | 66     |
| euro-dollar                         | 1,14    | 1,15   | 1,15   |
| <b>PIB (moyenne annuelle)</b>       |         |        |        |
| Monde                               | 3,3%    | 2,8%   | 2,8%   |
| Etats-Unis                          | 2,9%    | 2,3%   | 2,0%   |
| Chine                               | 6,5%    | 6,2%   | 6,0%   |
| zone euro                           | 1,9%    | 1,2%   | 1,5%   |
| France                              | 1,7%    | 1,4%   | 1,5%   |
| <b>Inflation (moyenne annuelle)</b> |         |        |        |
| Monde                               | 2,3%    | 2,0%   | 2,3%   |
| Etats-Unis                          | 2,4%    | 1,7%   | 2,3%   |
| Chine                               | 1,9%    | 1,7%   | 1,7%   |
| zone euro                           | 1,8%    | 1,2%   | 1,3%   |
| France                              | 1,9%    | 1,1%   | 1,4%   |
| (glissement)                        | 1,6%    | 1,2%   | 1,4%   |
| <b>Taux 3 mois (fin d'année)</b>    |         |        |        |
| Etats-Unis                          | 2,79%   | 1,40%  | 1,26%  |
| France                              | -0,31%  | -0,53% | -0,53% |
| <b>Taux 10 ans</b>                  |         |        |        |
| Etats-Unis                          | 2,69%   | 1,70%  | 2,30%  |
| France                              | 0,69%   | -0,40% | -0,20% |
| <b>Indices boursiers</b>            |         |        |        |
| S&P                                 | 2507    | 2891   | 2898   |
| CAC 40                              | 4731    | 5600   | 5800   |

Source : AG2R LA MONDIALE

## Conjoncture économique

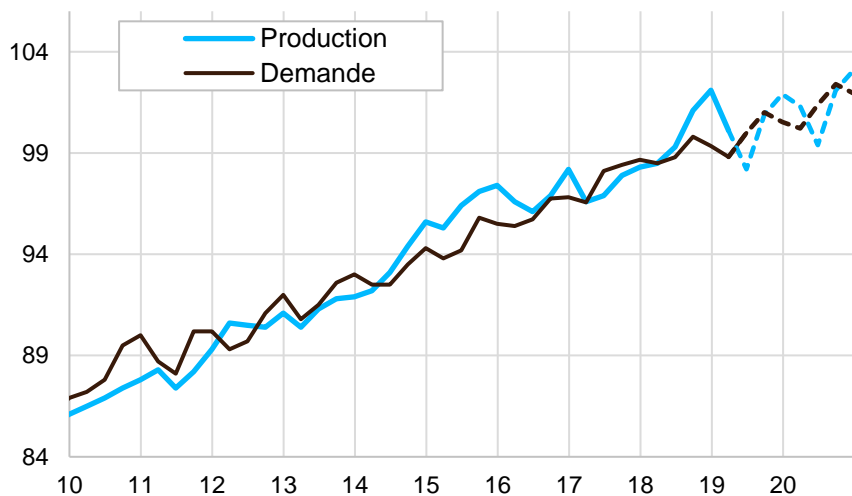
## *Le dénouement du Brexit proche mais incertain*

### Calendrier politique en 2019 et 2020

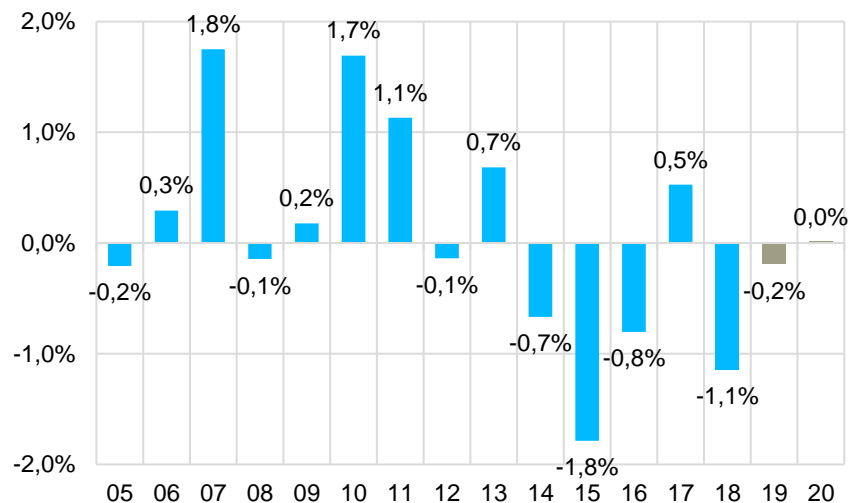
| Date                   | Pays               | Évènement   |
|------------------------|--------------------|---|
| 10 mai 2019            | États-Unis         | Hausse des droits de douane de 10% à 25% sur 200Mds\$ d'importations chinoises                      |
| 23 - 26 mai 2019       | Union Européenne   | Élections législatives  |
| 7 juin 2019            | Royaume-Uni        | Démission de T. May   |
| 24 juillet 2019        | Royaume-Uni        | Boris Johnson devient 1er Ministre  |
| 2 août 2019            | États-Unis         | Annonce de droit de douane de 10% sur le reste des importations chinoises à partir du 1er septembre |
| <b>31 octobre 2019</b> | <b>Royaume-Uni</b> | <b>Sortie de l'Union Européenne</b>   |
| <b>31 octobre 2019</b> | <b>BCE</b>         | <b>Fin du mandat de M. Draghi, remplacé par C. Lagarde</b>  |
| <b>3 novembre 2020</b> | <b>États-Unis</b>  | <b>Élection présidentielle</b>  |

## Le baril de Brent devrait se stabiliser vers 65\$

Offre et demande mondiale de pétrole (Mns de barils/jours)



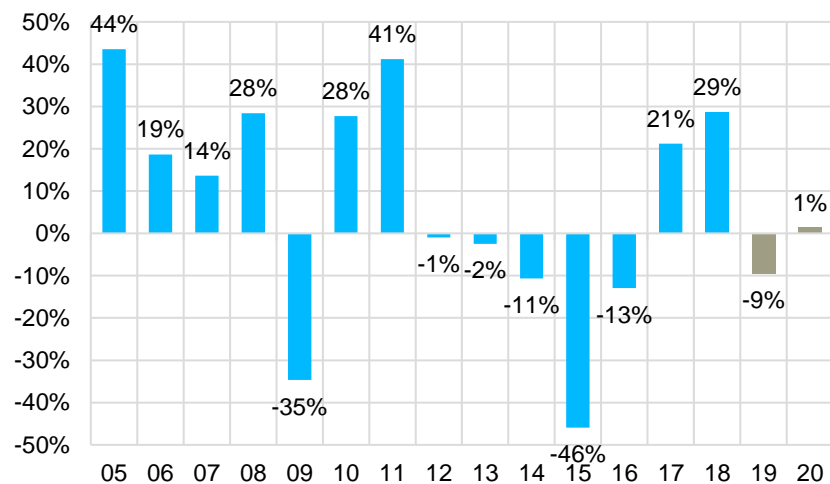
Écart demande-offre, moyenne annuelle



Prix pétroliers : Brent, \$/baril



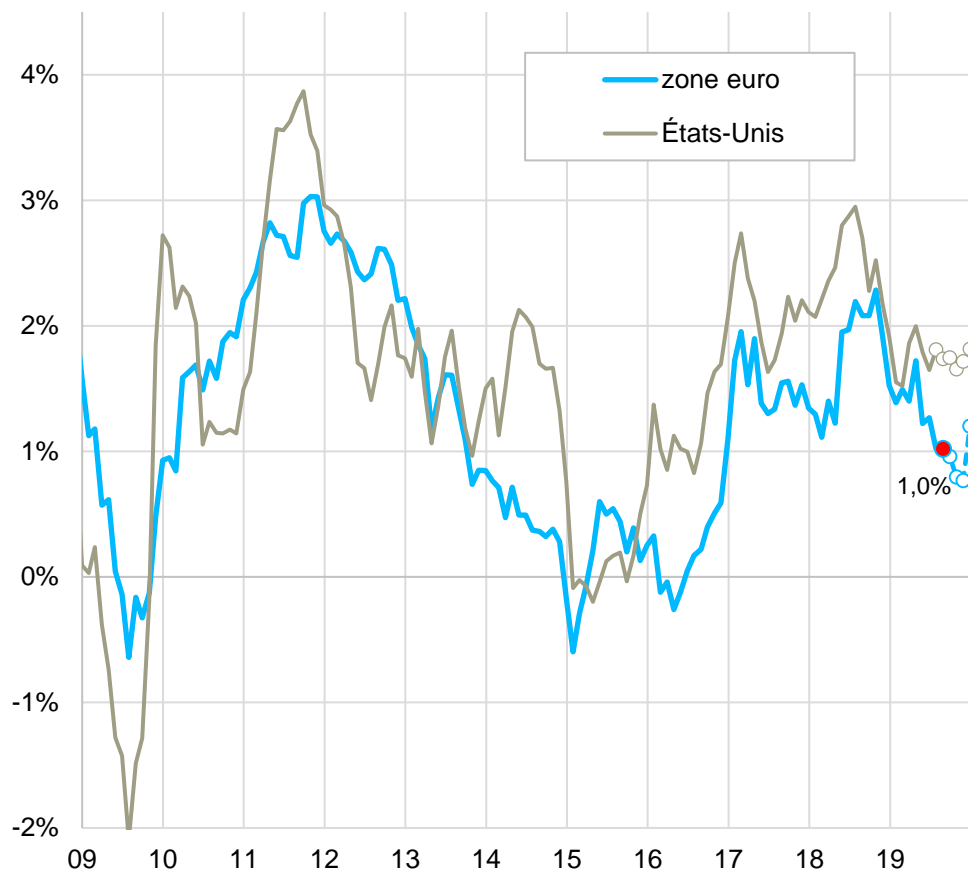
Évolution du Brent, moyenne annuelle



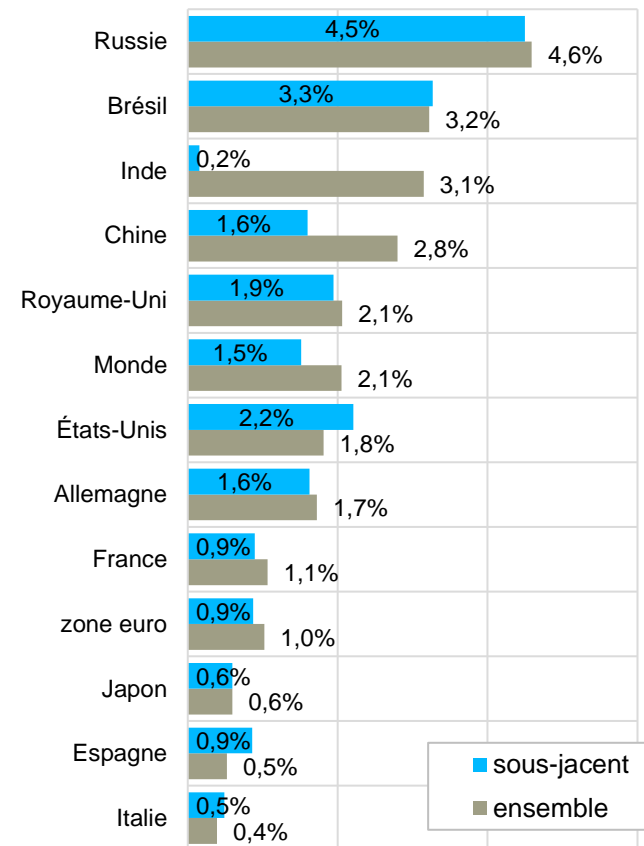
Sources : Bloomberg, Agence Internationale de l'Énergie, AG2R LA MONDIALE

## L'inflation sous-jacente ne progresse pas en zone euro

Inflation, glissement annuel



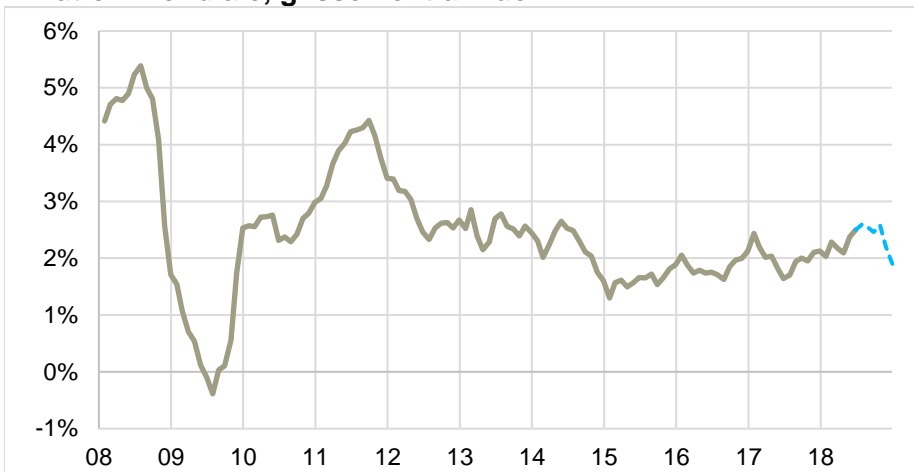
Inflation par pays, glissement annuel juil.-19



Sources : Datastream, AG2R LA MONDIALE

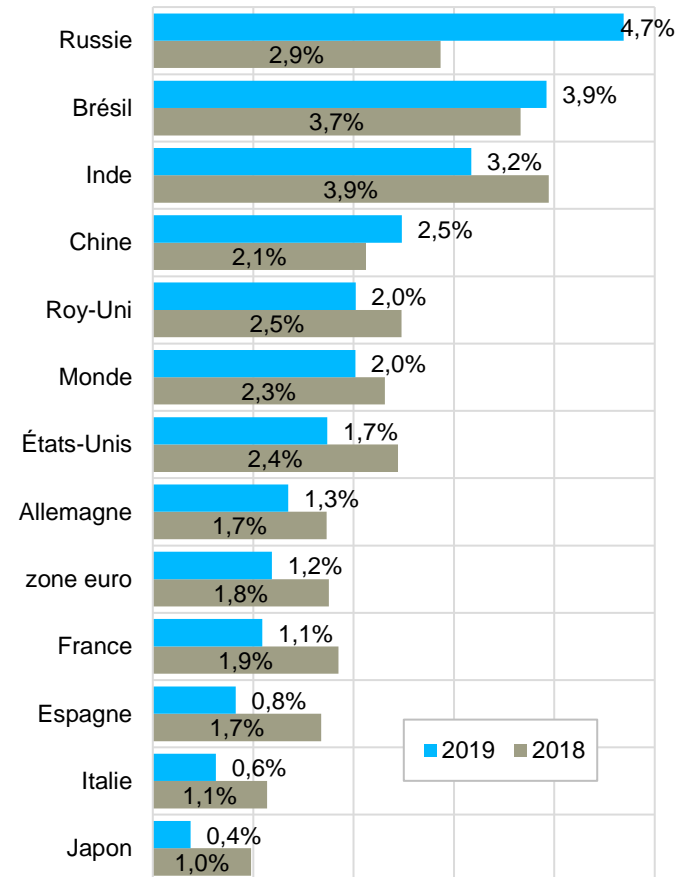
## L'inflation, en hausse en 2018, ralentit en 2019

Inflation mondiale, glissement annuel



| Inflation  | moy 2007-2017 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|---------------|------|------|------|------|
| États-Unis | 1,7%          | 2,1% | 2,4% | 1,7% | 2,3% |
| Bésil      | 6,1%          | 3,4% | 3,7% | 3,9% | 3,9% |
| Japon      | 0,3%          | 0,5% | 1,0% | 0,4% | 0,7% |
| Chine      | 2,6%          | 1,6% | 2,1% | 2,5% | 2,9% |
| Inde       | 8,0%          | 3,3% | 3,9% | 3,2% | 3,8% |
| zone euro  | 1,4%          | 1,5% | 1,8% | 1,2% | 1,3% |
| Allemagne  | 1,3%          | 1,5% | 1,7% | 1,3% | 1,5% |
| France     | 1,1%          | 1,0% | 1,9% | 1,1% | 1,4% |
| Italie     | 1,4%          | 1,2% | 1,1% | 0,6% | 0,9% |
| Espagne    | 1,4%          | 2,0% | 1,7% | 0,8% | 1,2% |
| Roy-Uni    | 2,4%          | 2,7% | 2,5% | 2,0% | 2,2% |
| Russie     | 8,6%          | 3,7% | 2,9% | 4,7% | 3,5% |
| Monde      | 2,4%          | 2,0% | 2,3% | 2,0% | 2,3% |

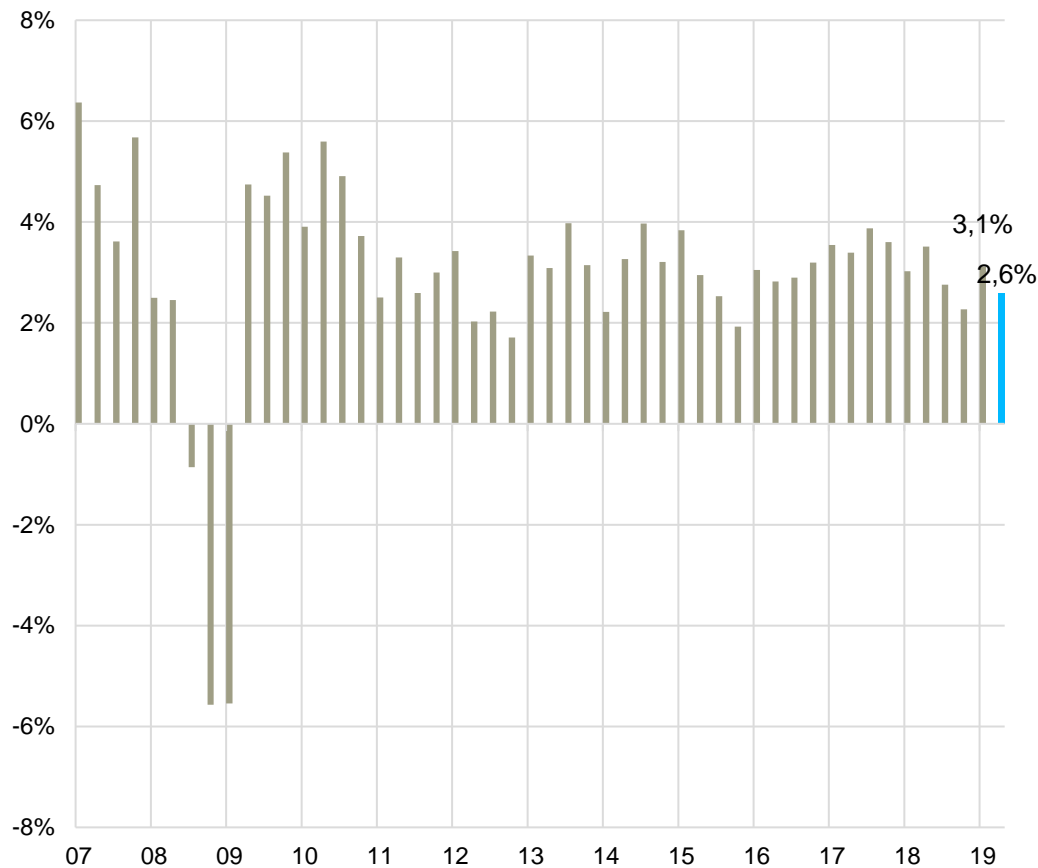
Inflation, moyenne annuelle



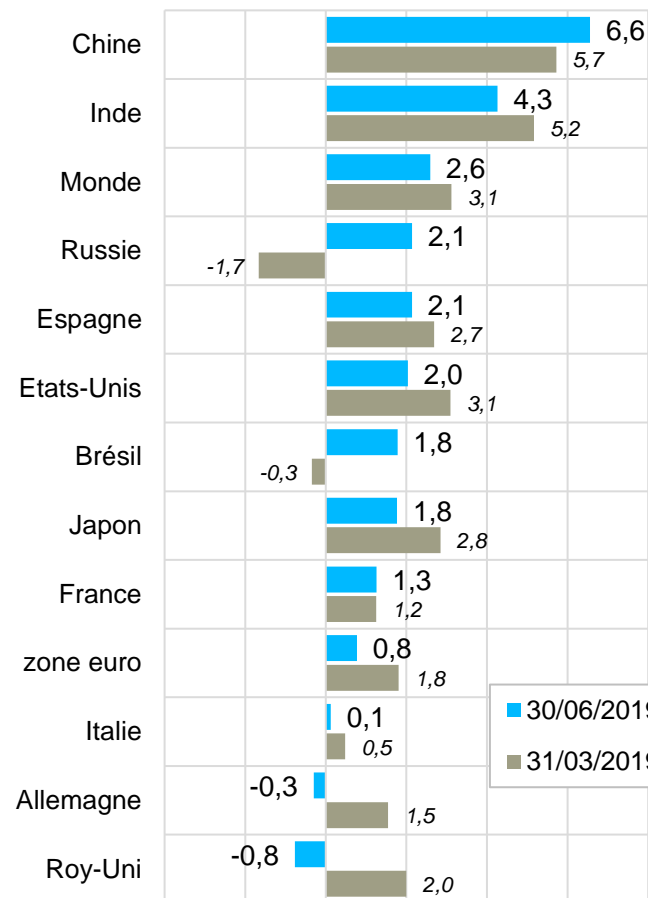
Sources : Datastream, AG2R LA MONDIALE

## Ralentissement de la croissance en zone euro

Croissance mondiale, trimestrielle, annualisée (\*)



Croissance par pays



Sources : Datastream, AG2R LA MONDIALE

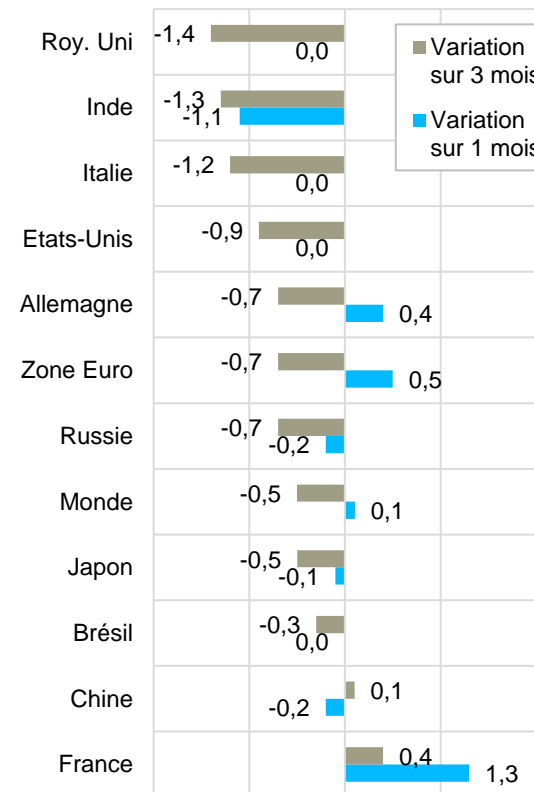
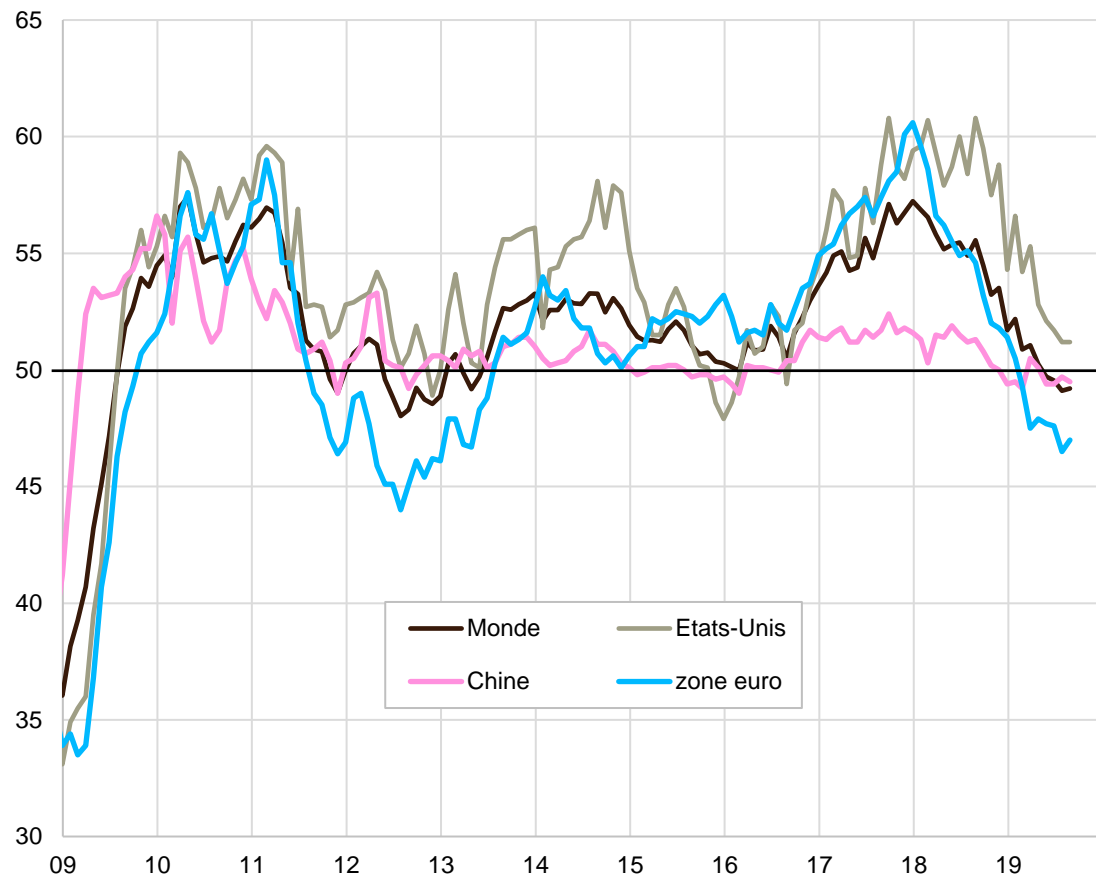
(\*) PIB agrégé : États-Unis, zone euro, Japon, Roy.-Uni & BRIC au taux de change 2017



## Dégradation de la confiance industrielle

Indices avancés PMI-ISM manufacturiers : le niveau 50 indique le seuil de croissance dans l'industrie

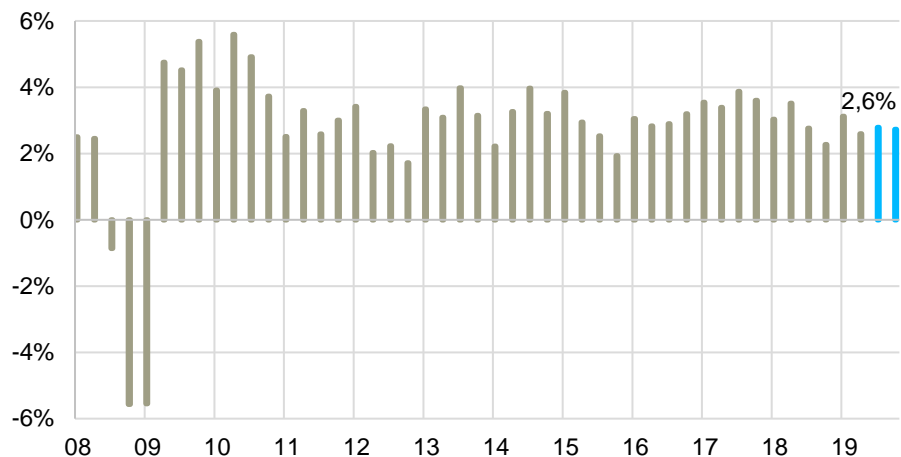
août-19



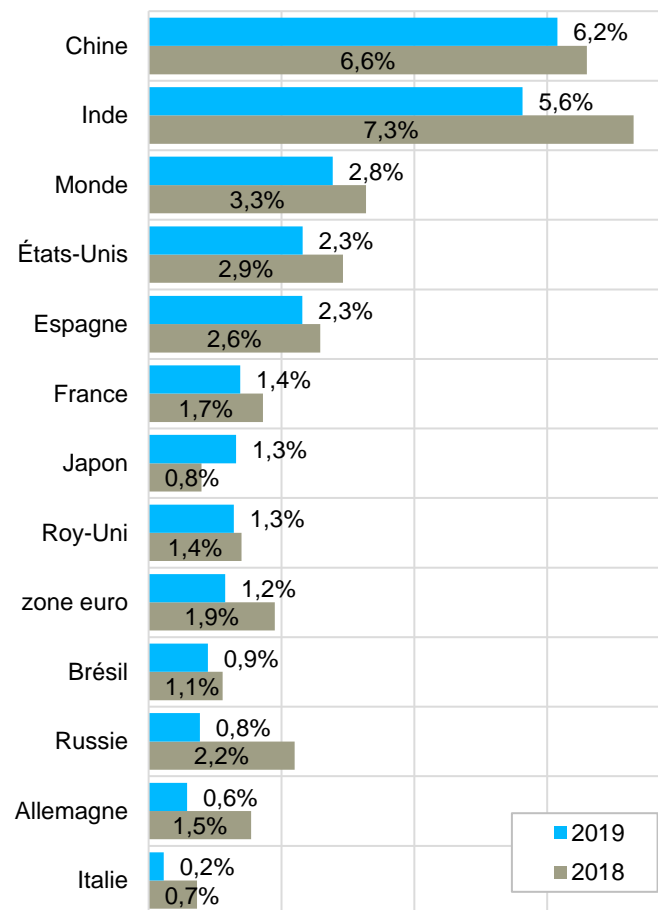
Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## La croissance mondiale resterait de l'ordre de 3% en 2019 et 2020

Croissance mondiale, trimestrielle, annualisée



Croissance du PIB

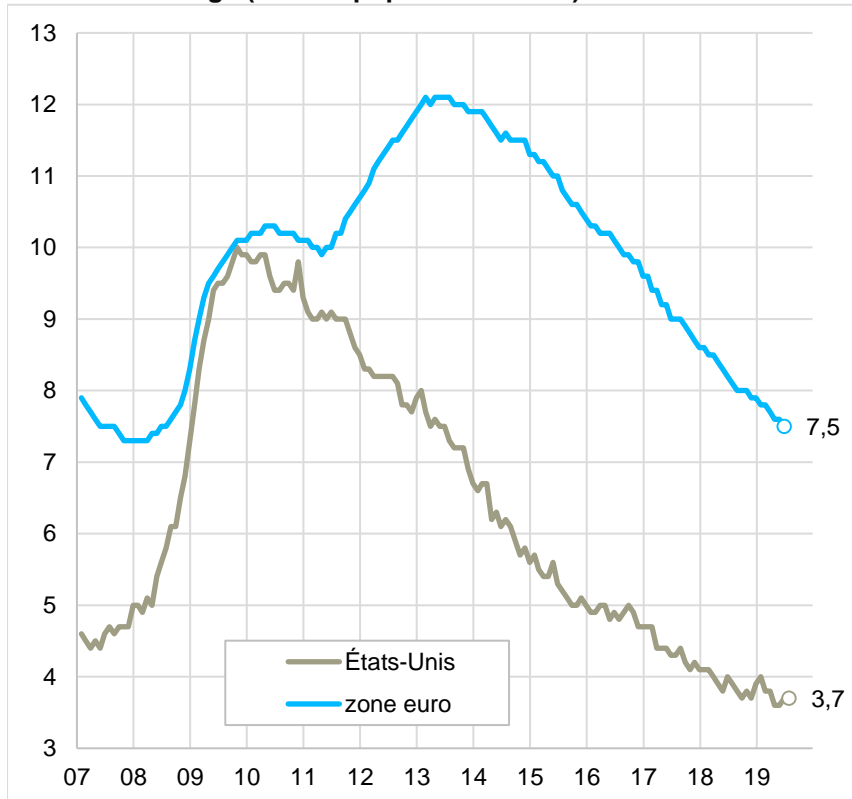


| PIB        | Poids | moyenne 2007-2017 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|-------|-------------------|------|------|------|------|
| Etats-Unis | 26%   | 1,5%              | 2,4% | 2,9% | 2,3% | 2,0% |
| Brésil     | 3%    | 1,4%              | 1,1% | 1,1% | 0,9% | 1,7% |
| Japon      | 7%    | 0,5%              | 1,9% | 0,8% | 1,3% | 1,1% |
| Chine      | 16%   | 8,1%              | 6,8% | 6,6% | 6,2% | 6,0% |
| Inde       | 3%    | 7,0%              | 7,0% | 7,3% | 5,6% | 6,7% |
| zone euro  | 17%   | 0,6%              | 2,6% | 1,9% | 1,2% | 1,5% |
| Allemagne  | 5%    | 1,3%              | 2,8% | 1,5% | 0,6% | 1,2% |
| France     | 3%    | 0,8%              | 2,4% | 1,7% | 1,4% | 1,5% |
| Italie     | 3%    | -0,4%             | 1,8% | 0,7% | 0,2% | 1,1% |
| Espagne    | 2%    | 0,3%              | 3,0% | 2,6% | 2,3% | 2,1% |
| Roy. Uni   | 4%    | 1,0%              | 1,8% | 1,4% | 1,3% | 1,6% |
| Russie     | 2%    | 0,7%              | 1,6% | 2,2% | 0,8% | 2,1% |
| Monde      | 100%  | 2,7%              | 3,4% | 3,3% | 2,8% | 2,8% |

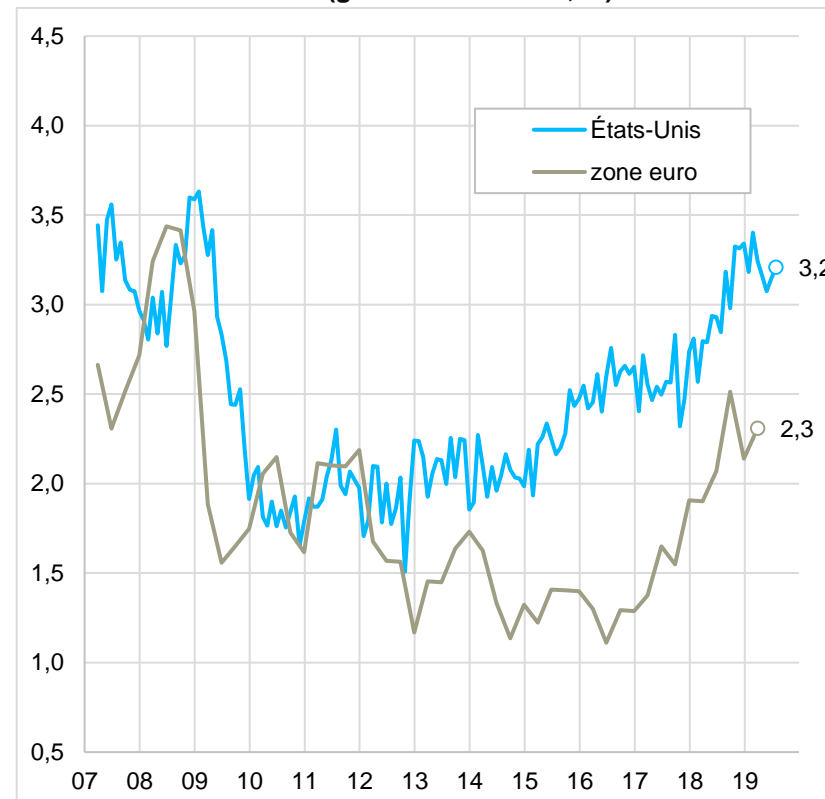
Sources : Datastream, AG2R LA MONDIALE

## Les salaires peinent à accélérer aux États-Unis et en zone euro

Taux de chômage (% de la population active)



Croissance des salaires (glissement annuel, %)



Sources : Datastream, AG2R LA MONDIALE

## Conjoncture financière

## Forte hausse des marchés boursiers depuis le début de l'année

04/09/2019

### Performances en euro

|                             | Depuis un mois | Depuis le début de l'année |
|-----------------------------|----------------|----------------------------|
| <b>Actions globales,</b>    | <b>3,2%</b>    | <b>19,6%</b>               |
| Actions Europe              | 2,8%           | 15,3%                      |
| Actions USA                 | 3,3%           | 22,7%                      |
| Actions Japon               | 2,2%           | 12,7%                      |
| Actions Emergents           | 2,6%           | 7,3%                       |
| <b>Obligations globales</b> | <b>2,39%</b>   | <b>11,72%</b>              |
| Obligations États zone euro | 1,30%          | 10,73%                     |
| Crédit euro                 | 0,38%          | 7,58%                      |
| Obligations USA             | 3,17%          | 13,61%                     |
| Obligations Émergentes      | 2,09%          | 15,35%                     |
| Obligations HY              | 1,12%          | 12,38%                     |
| <b>Cash</b>                 | <b>-0,03%</b>  | <b>-0,25%</b>              |
| <b>Dollar</b>               | <b>1,93%</b>   | <b>3,94%</b>               |
| <b>Yen</b>                  | <b>1,48%</b>   | <b>7,30%</b>               |

Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## Baisse du yuan avec l'intensification de la guerre commerciale

Dollars pour 1 euro



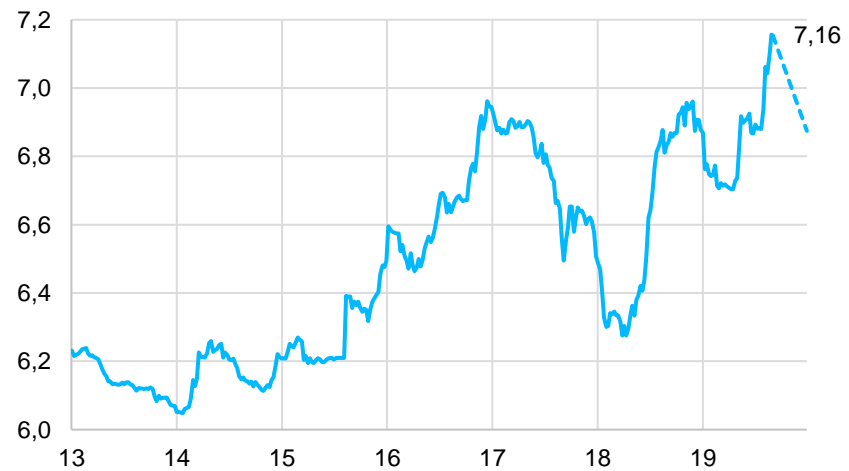
Euros pour 1 livre britannique



Yens pour 1 dollar



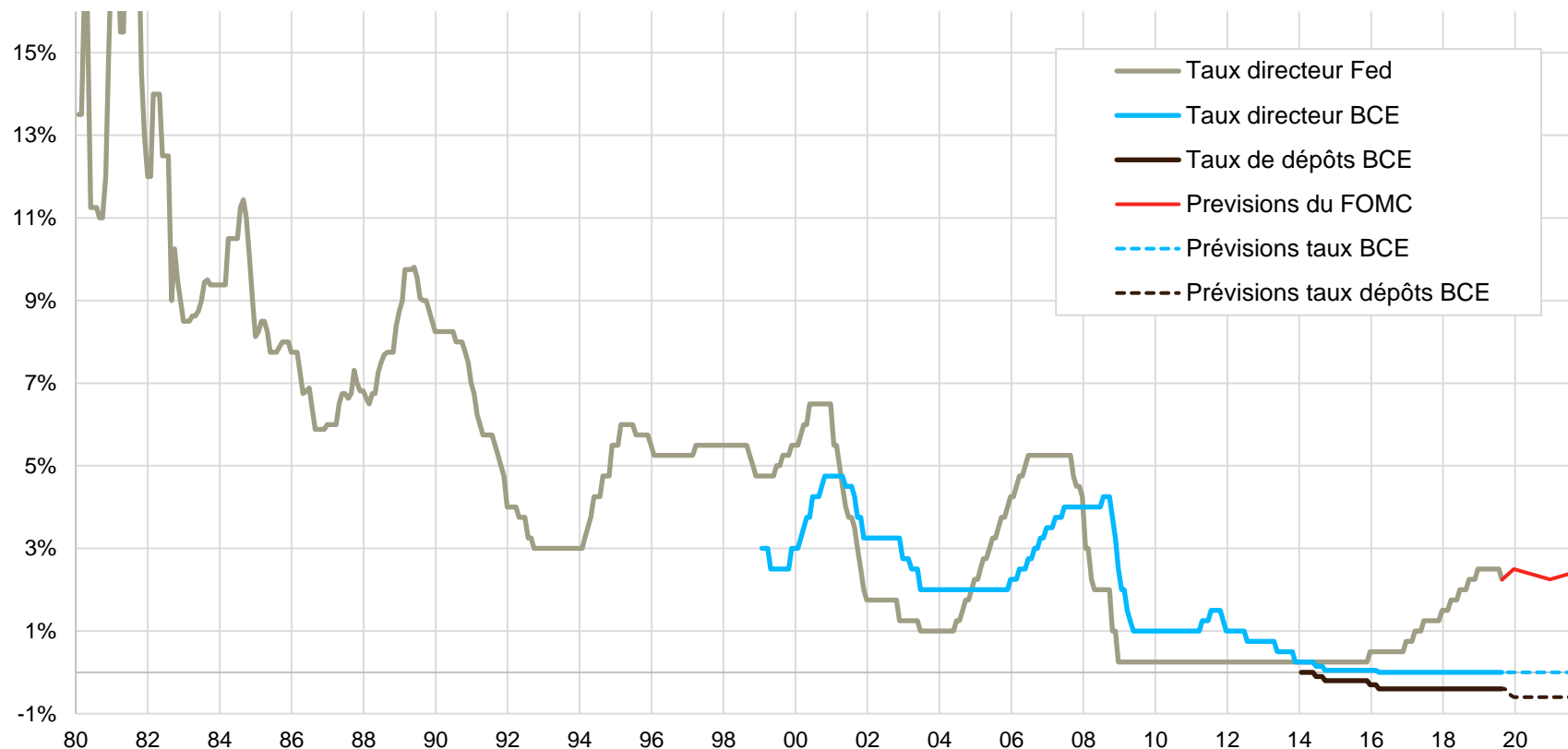
Renminbis pour 1 dollar



Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## La Fed baisse ses taux pour la 1ère fois en 10 ans

Taux directeurs des Banques Centrales

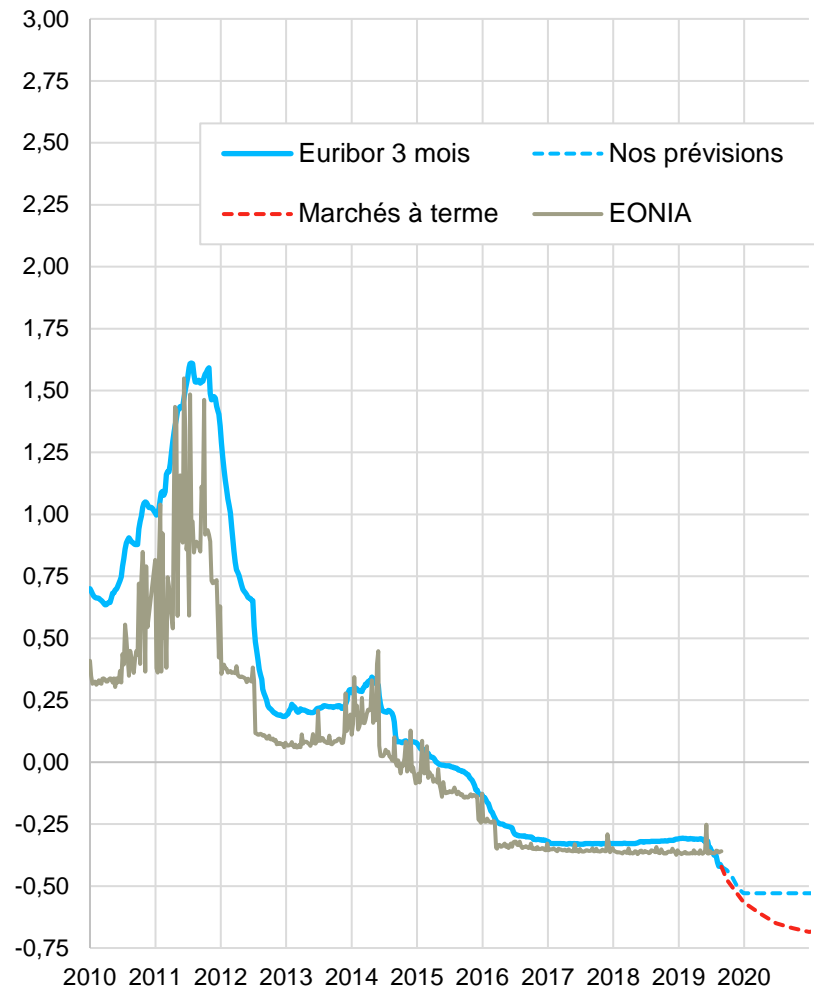


Sources : Datastream, Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

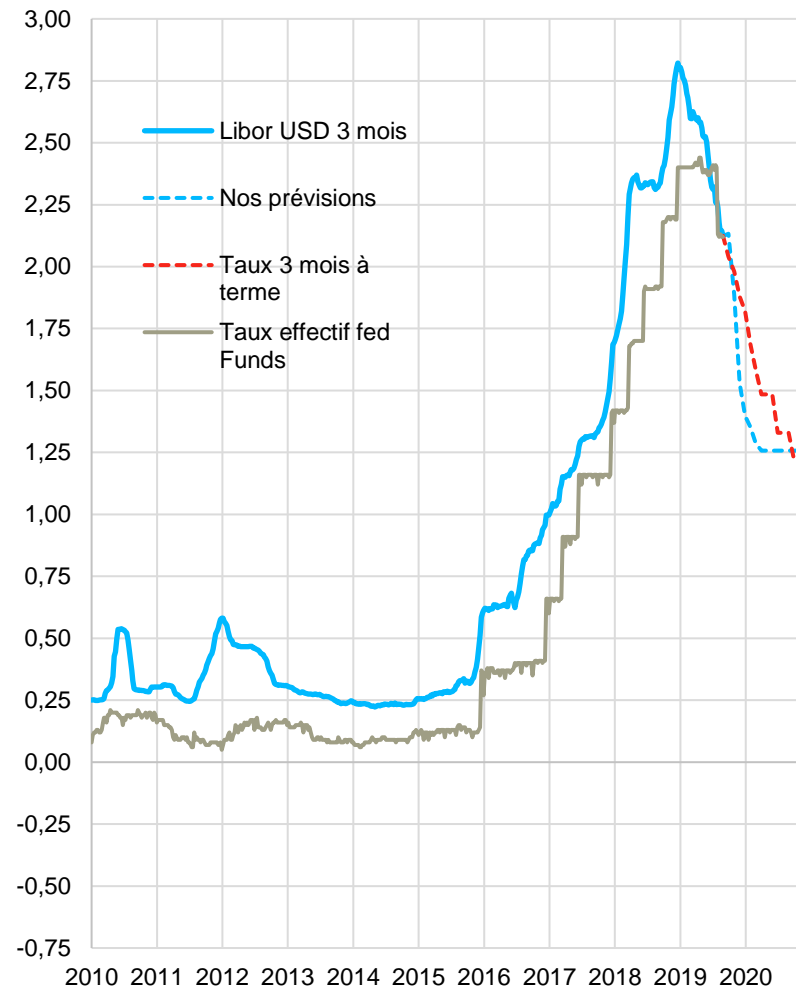
| Prévisions      | 04/09/2019 | 31/12/2019 | 31/12/2020 | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2023 | 31/12/2024 |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Taux Fed Funds  | 2,25       | 1,50       | 1,50       | 1,50       | 2,00       | 2,00       | 2,00       |
| Taux REPO BCE   | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,25       | 0,50       | 0,75       |
| Taux dépôts BCE | -0,40      | -0,40      | -0,40      | -0,40      | -0,40      | -0,40      | -0,40      |

## Des taux négatifs en zone euro jusqu'en 2021 (au moins)

Marchés monétaires Z€



Marchés monétaires US

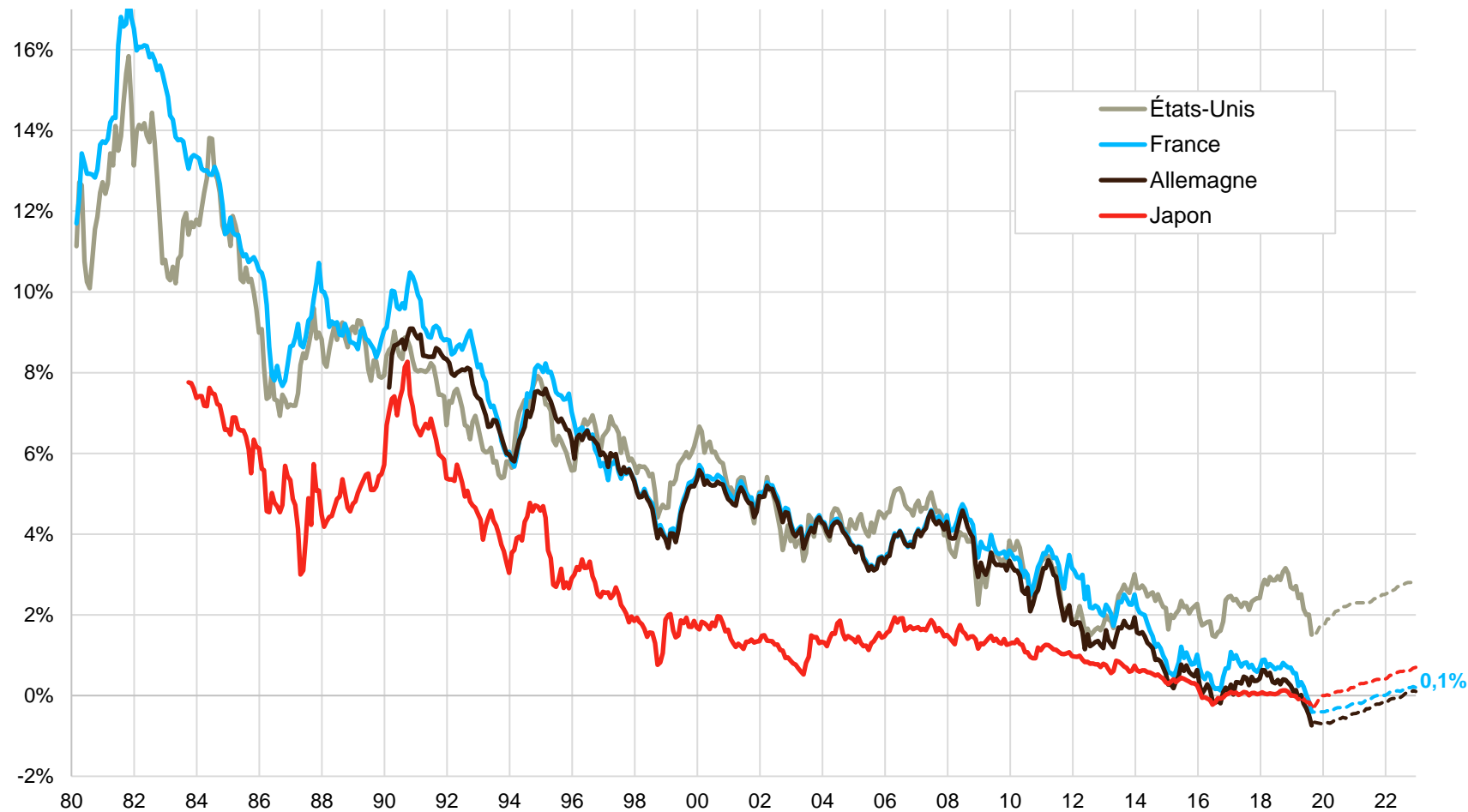


Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE



## Une remontée lente des taux longs

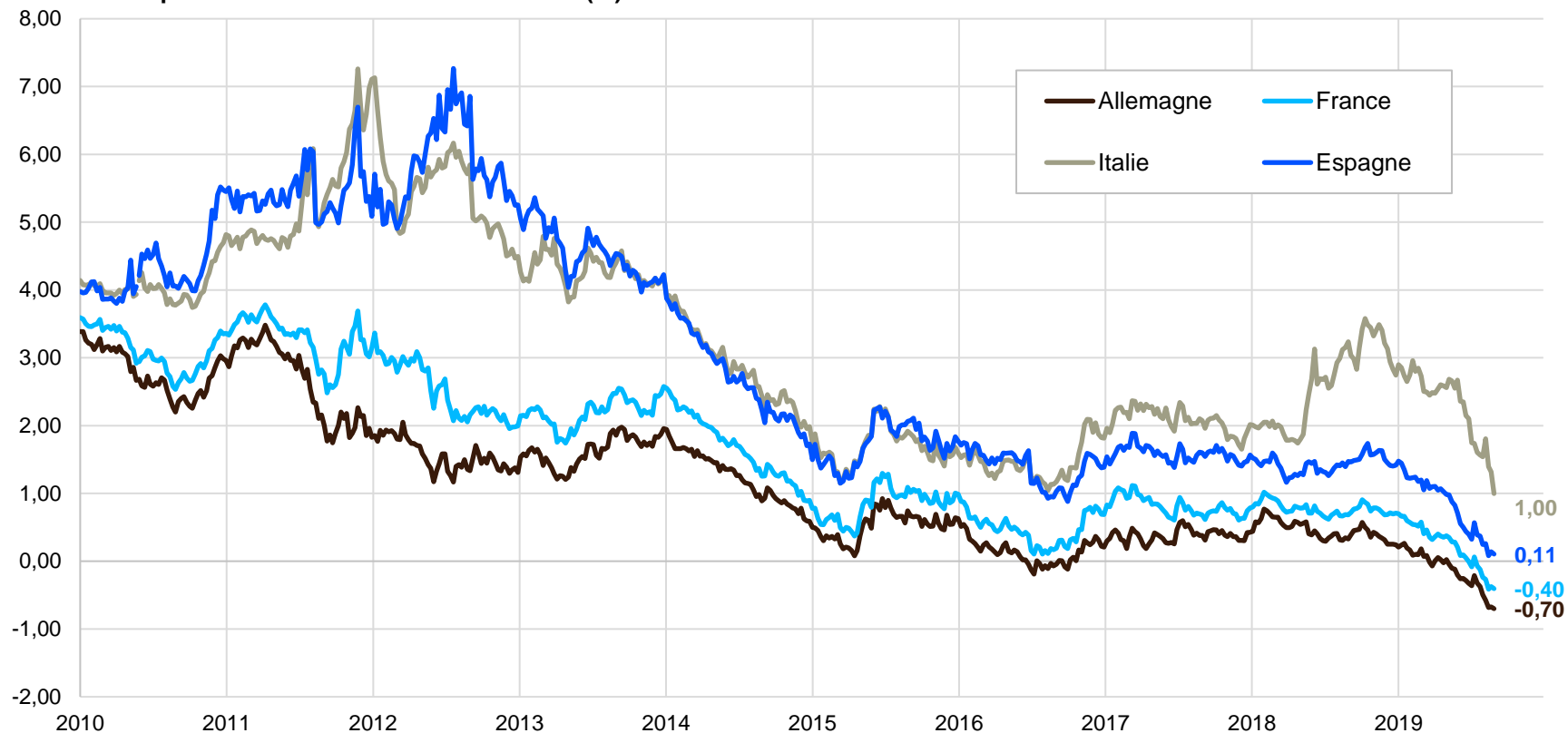
Taux des emprunts d'État à 10 ans



Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## Baisse généralisée des taux longs en zone euro

Taux des emprunts d'États à 10 ans en zone euro (%)



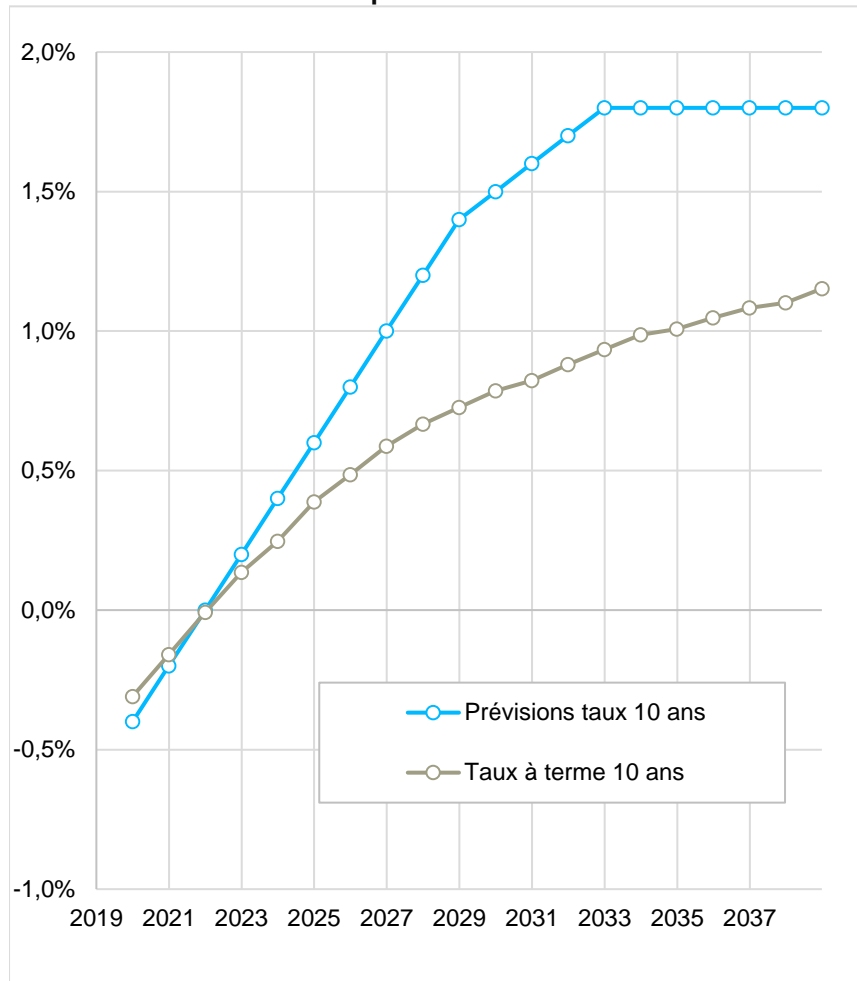
Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

**Prévisions**

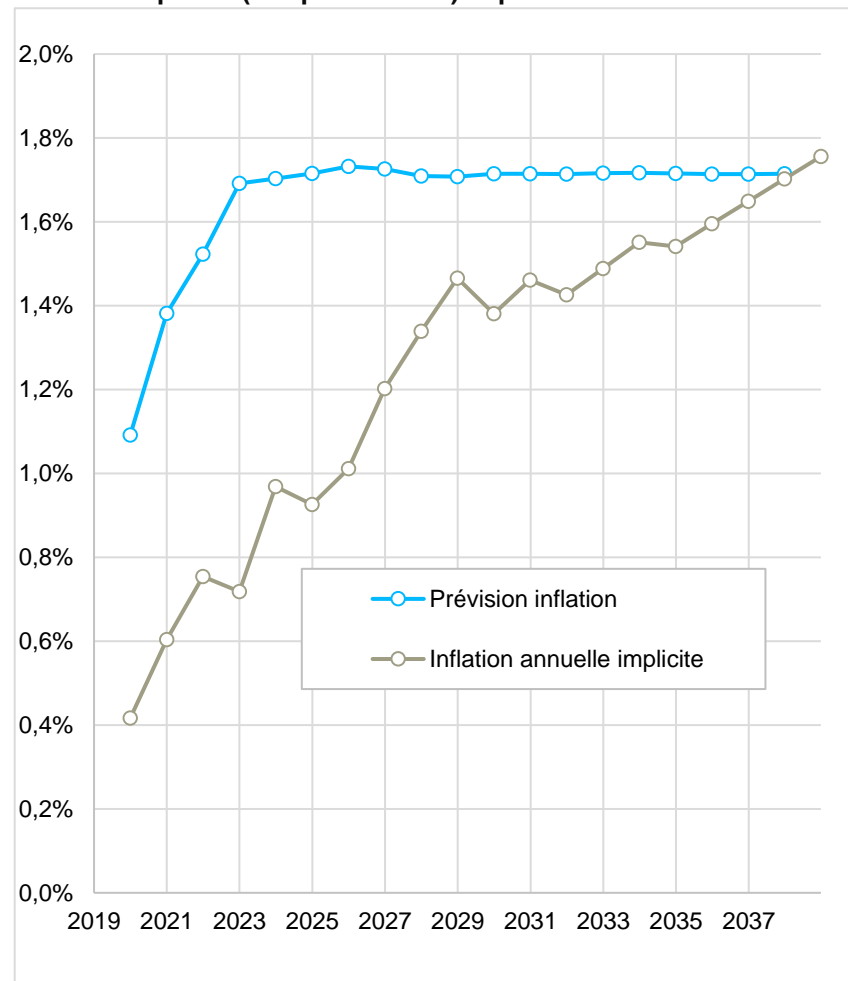
|           | 31/12/2019 | 31/12/2020 | 31/12/2021 | 31/12/2022 | 31/12/2023 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Allemagne | -0,70%     | -0,45%     | -0,20%     | 0,10%      | 0,35%      |
| France    | -0,40%     | -0,20%     | 0,00%      | 0,20%      | 0,40%      |
| Italie    | 0,80%      | 0,60%      | 0,50%      | 0,60%      | 0,70%      |
| Espagne   | 0,05%      | 0,20%      | 0,40%      | 0,50%      | 0,60%      |

## Les marchés anticipent une remontée des taux français moins rapide

Taux 10 ans OAT à terme et prévisions du scénario central



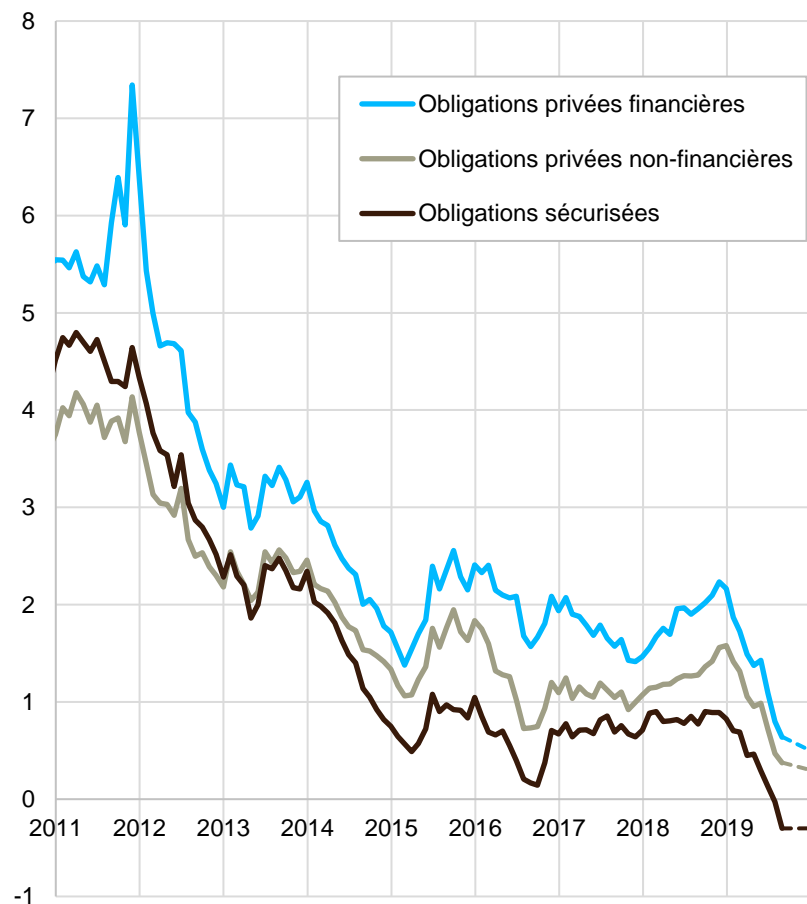
Inflation implicite (swap d'inflation) et prévisions du scénario central



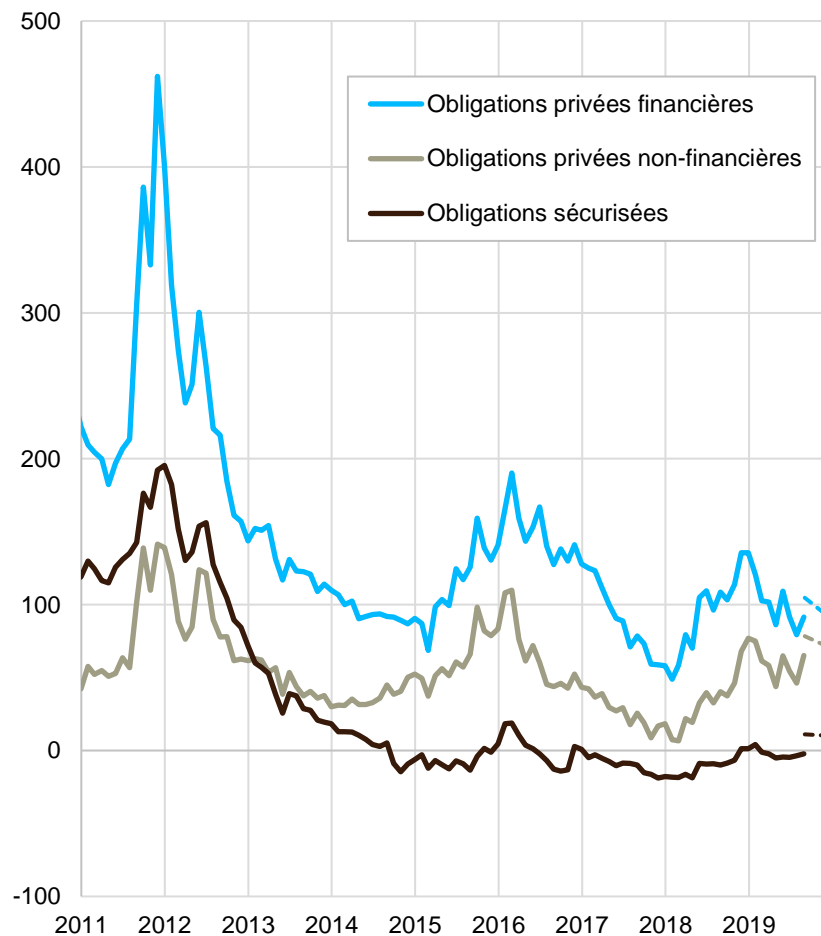
Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## La prime de risque-crédit des émetteurs privés se réduit

Rendement des obligations privées (valeurs d'investissement) de maturité 7 à 10 ans en zone euro (indices Iboxx)



Écart de rendement avec les swap zone euro 10 ans



Sources : Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

## Les actions françaises ont repris leur progression

### Évolution de l'indice CAC 40

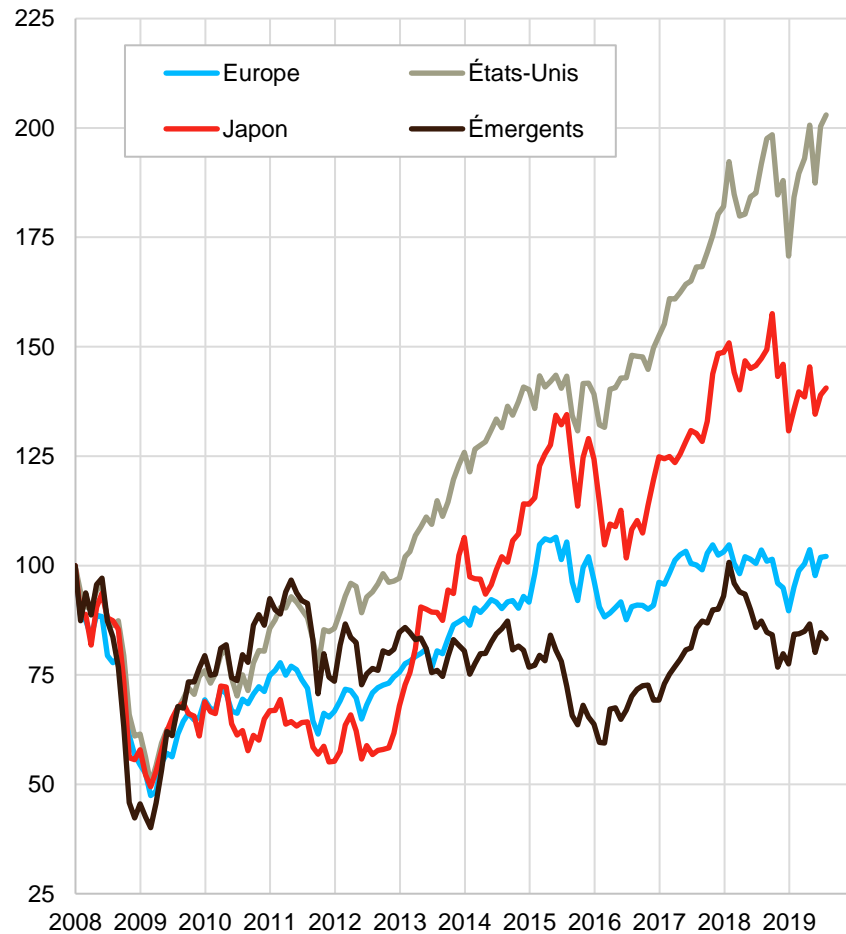


Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

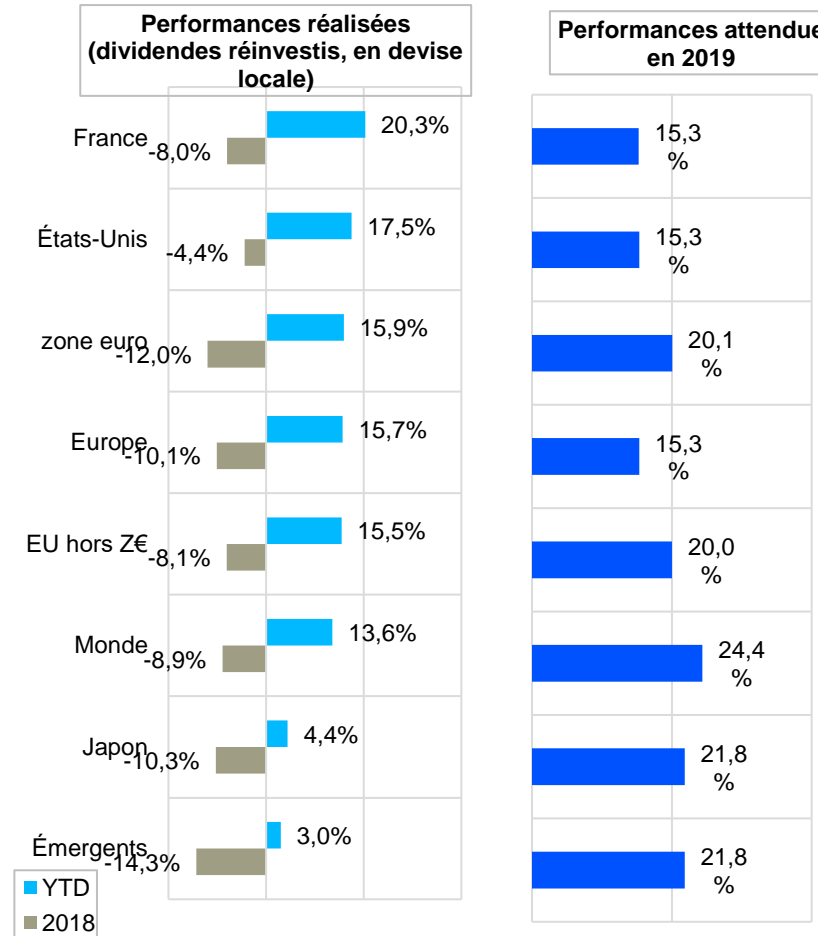
| Prévisions      | 04 09 19 | déc-19 | déc-20 | déc-21 | déc-22 | déc-23 | déc-24 |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>CAC40</b>    | 5530     | 5 600  | 5 800  | 6 000  | 6 300  | 6 500  | 6 800  |
| depuis 31/12/18 | 16,9%    | 18%    | 23%    | 27%    | 33%    | 37%    | 44%    |

## Forte progression des actions depuis le début de l'année

Évolution des principaux indices boursiers depuis 10 ans (base 100 au 31/12/2007)



Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE



## Des taux courts et longs durablement bas

|            |                |       | prévisions en fin de période |       |       |       |       |       |       | moyennes annuelles |       |       |       |       |       |       |
|------------|----------------|-------|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 04/09/2019 |                |       | 12-18                        | 12-19 | 12-20 | 12-21 | 12-22 | 12-23 | 12-24 | 2018               | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
| Changes    | Euro/dollar    | 1,10  | 1,14                         | 1,15  | 1,15  | 1,15  | 1,16  | 1,18  | 1,19  | 1,18               | 1,13  | 1,15  | 1,15  | 1,16  | 1,17  | 1,19  |
|            | Livre/euro     | 1,10  | 1,11                         | 1,15  | 1,21  | 1,22  | 1,22  | 1,21  | 1,20  | 1,13               | 1,13  | 1,18  | 1,22  | 1,22  | 1,22  | 1,21  |
|            | Dollar/yen     | 106   | 110                          | 108   | 108   | 108   | 105   | 102   | 99    | 110                | 109   | 108   | 108   | 106   | 103   | 100   |
| USA        | taux Fed Funds | 2,25  | 2,50                         | 1,50  | 1,50  | 1,50  | 2,00  | 2,00  | 2,00  | 1,96               | 2,26  | 1,50  | 1,50  | 1,91  | 2,00  | 2,00  |
|            | Tx 3 mois USD  | 2,13  | 2,79                         | 1,40  | 1,26  | 1,26  | 1,76  | 1,76  | 1,76  | 2,31               | 2,26  | 1,27  | 1,26  | 1,66  | 1,76  | 1,76  |
|            | US TB 10 ans   | 1,49  | 2,69                         | 1,70  | 2,30  | 2,50  | 2,80  | 2,80  | 2,80  | 2,89               | 2,03  | 2,09  | 2,37  | 2,71  | 2,80  | 2,80  |
|            | US TIPS 10 ans | -0,02 | 0,97                         | 0,10  | 0,50  | 0,50  | 0,80  | 0,80  | 0,80  | 0,83               | 0,31  | 0,33  | 0,50  | 0,71  | 0,80  | 0,80  |
| Japon      | TJJ BOJ        | -0,10 | -0,10                        | -0,05 | 0,20  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | 0,50  | -0,10              | -0,09 | 0,06  | 0,41  | 0,50  | 0,50  | 0,50  |
|            | Tx 3 mois Yen  | -0,09 | -0,10                        | -0,02 | 0,23  | 0,53  | 0,53  | 0,53  | 0,53  | -0,05              | -0,07 | 0,09  | 0,44  | 0,53  | 0,53  | 0,53  |
|            | JGB 10 ans     | -0,28 | 0,00                         | 0,00  | 0,20  | 0,40  | 0,70  | 0,90  | 1,10  | 0,07               | -0,11 | 0,09  | 0,34  | 0,58  | 0,82  | 1,04  |
| Zone Euro  | Tx REPO BCE    | 0,00  | 0,00                         | 0,00  | 0,00  | 0,25  | 0,50  | 0,75  | 0,75  | 0,00               | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,05  | 0,36  | 0,62  |
|            | Tx 3 mois Euro | -0,44 | -0,31                        | -0,53 | -0,53 | -0,28 | -0,03 | 0,47  | 0,97  | -0,32              | -0,38 | -0,53 | -0,35 | -0,04 | 0,32  | 0,81  |
|            | OAT 10 ans     | -0,41 | 0,69                         | -0,40 | -0,20 | 0,00  | 0,20  | 0,40  | 0,60  | 0,75               | -0,02 | -0,31 | -0,08 | 0,14  | 0,34  | 0,54  |
|            | OATi 10 ans    | -1,26 | -0,34                        | -1,30 | -1,20 | -1,10 | -1,00 | -0,90 | -0,80 | -0,64              | -1,00 | -1,24 | -1,14 | -1,04 | -0,94 | -0,84 |
|            | CAC 40         | 5 530 | 4 731                        | 5 600 | 5 800 | 6 000 | 6 300 | 6 500 | 6 800 | 5 288              | 5 435 | 5 739 | 5 957 | 6 203 | 6 446 | 6 672 |

Sources : Bloomberg, AG2R LA MONDIALE

Ce document original est la propriété de AG2R LA MONDIALE. Toute reproduction ou cession sans l'accord de son auteur est interdite. Non contractuel, ce document n'est ni un conseil fourni, ni une consultation et ne peut engager la responsabilité de l'auteur en cas d'exploitation. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Les performances citées ont trait aux années passées et ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les prévisions ont un caractère purement heuristique.