

# Perspectives macroéconomiques 2020 : sur une note qui reste fragile



Par l'équipe Core Investment Research

Avec la contribution de :

Chris Iggo – AXA IM Core Investments CIO

Romain Cabasson – Solution Portfolio Managers, AXA IM Core Multi-Assets

Alessandro Tentori – CIO AXA IM Italy

# Bloqué au feu vert

de Gilles Moec

## Points clés

- Les craintes d'une récession mondiale en 2019 se sont atténuées à mesure que les principaux risques macroéconomiques ont commencé à s'estomper.
- En 2020, nous pensons que la croissance réelle ne dépassera pas le potentiel dans les principales économies. Certains dommages sont irréversibles et de nouvelles sources d'incertitude sont apparues.
- D'ici 2021, la croissance globale devrait continuer à décélérer jusqu'à la quasi-stagnation. La politique budgétaire devrait être un thème récurrent au cours des deux prochaines années.

## Quels sont les autres risques sous-jacents ?

En termes de risque, l'année 2019 a été définie de façon binaire, avec notamment la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine – qui pourrait s'étendre à l'UE – et dans une moindre mesure le Brexit. Comme il fallait s'y attendre, le niveau élevé d'incertitude a considérablement freiné les investissements au niveau mondial. A la fin de l'été, le "rythme naturel" de l'économie se dirigeait vers une contagion de la faiblesse du secteur manufacturier aux services. Une baisse importante de la demande globale dès l'hiver était devenue plausible. Heureusement, quelques signaux "non négatifs" sont finalement apparus à l'automne.

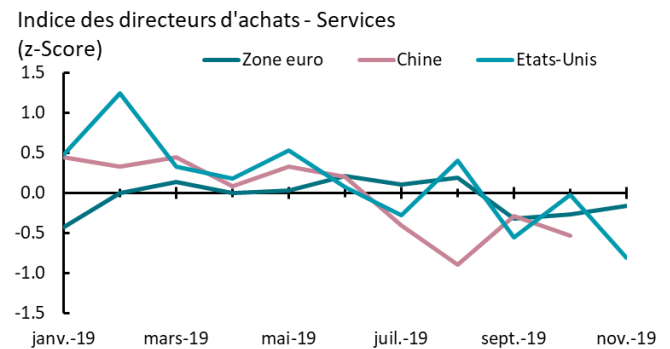
Même s'il s'avère difficile à finaliser, un accord commercial partiel entre les États-Unis et la Chine est en cours d'élaboration, permettant au moins d'éviter une nouvelle escalade. La Maison-Blanche a cessé de menacer l'UE d'une possible augmentation des droits de douane sur les voitures. Enfin, au Royaume-Uni, les risques de "no deal" se sont amoindris, éloignant donc la possibilité d'une chute brutale de la demande britannique vers le reste du monde à la fin de 2019.

Bien sûr, il y a une sorte d'inertie dans la détérioration globale du climat des affaires (Figure 1) et la confiance dans le secteur des services devrait continuer de baisser pendant un certain temps. Toutefois, nous n'anticipons pas de récession mondiale d'ici fin 2019/début 2020. De plus, le marché du travail est resté robuste et les dépenses de consommation ont continué de soutenir l'activité dans les principales économies.

Mais ne soyons pas trop optimistes. Il est vrai que les risques diminuent, mais des dommages notables ont été causés. L'accord de la "phase 1" entre les États-Unis et la Chine

devrait être suffisant pour arrêter l'escalade des tensions, mais nous n'anticipons pas d'annulation sur les droits de douanes déjà implémentés depuis 2018. En outre, en Europe, des surcapacités sont réapparues et il faudra du temps pour les absorber. En effet, au début de 2019, les enquêtes faisaient état d'une forte augmentation des contraintes de production, limitée par un manque de capitaux et des difficultés de recrutement. On commençait alors à voir poindre une vague d'investissement mais malheureusement, ces facteurs contraignants ont maintenant complètement disparu. Nous pensons donc qu'il est peu probable que les investissements des entreprises redémarrent rapidement, et ceci malgré la récente amélioration des enquêtes.

Figure 1: il est encore temps de stopper la contagion



Source : Datastream et Recherche AXA IM, au 25/11/19

En d'autres termes, si la balance des risques à court terme s'améliore, il ne faut pas omettre les risques structurels.

Premièrement, rappelons que le ralentissement de la demande chinoise a commencé avant la guerre commerciale et qu'il pourrait donc se poursuivre après qu'elle soit finie. Le PIB potentiel est de plus en plus affecté par les défis démographiques, tandis que la transition vers un modèle de croissance moins capital-intensif pèse également sur la croissance tendancielle. Jusqu'ici, les autorités chinoises ont montré une certaine retenue dans leurs mesures de relance, reflétant probablement une volonté de ne pas aggraver les déséquilibres financiers intérieurs. Si l'impact de la guerre commerciale s'estompe en 2020, nous pensons qu'ils seront prêts à faire preuve d'encore plus de retenue et tolérer une nouvelle baisse de la croissance du PIB l'année prochaine.

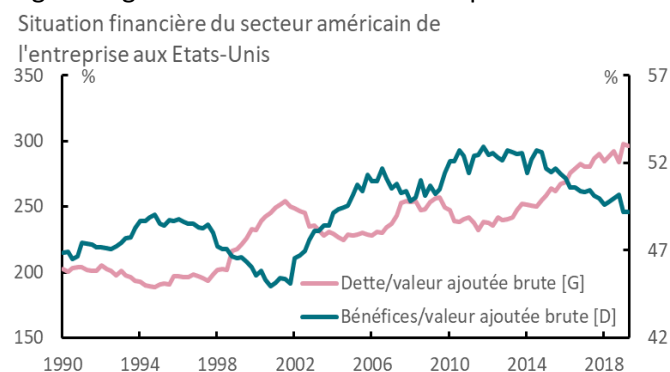
Deuxièmement, en moyenne, les marges des sociétés de la zone euro ont tendance à diminuer. C'est particulièrement frappant dans le cas de l'Allemagne, d'où la prudence à adopter face à un éventuel rebond de l'investissement des entreprises l'an prochain.

Troisièmement, les ménages américains sont devenus moins dépensiers, tandis que les entreprises ont augmenté leur

levier financier. Le taux d'épargne des particuliers américains n'a pas commencé à converger vers le niveau abyssal qu'il avait atteint avant la Grande Récession (3,7% en 2007), malgré le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt et du chômage. Au contraire, il a continué à s'améliorer dernièrement (8,1 % au 3T19, contre 7,5 % au 3T18). Cela pourrait refléter une envie de constituer une épargne de précaution alors que le souvenir de 2008 est encore présent, mais nous pensons qu'il est plus probable qu'il reflète des facteurs démographiques. Cela crée une « limitation de vitesse » pour les dépenses de consommation.

La dette des entreprises a grimpé en flèche et la rentabilité des entreprises s'est détériorée (Figure 2). Ce n'est pas un problème majeur dans la conjoncture actuelle, étant donné le faible niveau des taux d'intérêt – le service de la dette n'entrave pas les dépenses courantes – mais les dirigeants des entreprises américaines pourraient être moins enclins à continuer à s'endetter tout en réduisant un peu leurs dépenses de main-d'œuvre pour préserver leurs marges.

**Figure 2: garder les résultats des entreprises à l'oeil**



Enfin, de nouvelles sources d'incertitude sont apparues. Aux Etats-Unis, la procédure de destitution lancée à l'encontre de Donald Trump a encouragé des candidats démocrates les plus radicaux dans les primaires. En raison de leurs projets de hausse de la taxation sur les hauts revenus et les entreprises, cela pourrait accentuer le report d'investissement. En Europe, un Brexit sans accord n'est plus d'actualité. Néanmoins, si les conservateurs remportent les élections générales, un douloureux processus de négociation autour d'un accord de libre-échange avec l'UE sera alors amorcé, potentiellement générateur d'incertitudes. En zone euro, alors que les développements politiques en Italie ont permis de désamorcer les tensions avec les institutions européennes, l'instabilité pourrait revenir à la suite d'élections régionales décourageantes et de référendums potentiels. En Espagne, la nouvelle alliance centre-gauche/radical-gauche ne pourra pas compter sur une majorité stable tout en testant les limites de la marge de manœuvre budgétaire du pays.

Tout compte fait, nous pensons que pour la plupart des régions la croissance du PIB sera à son potentiel ou légèrement en dessous, à l'exception des pays émergents les plus importants, hors Chine. En effet, 2019 a été une année très difficile pour la Turquie, le Brésil et le Mexique. Sur cette base, un rebond mécanique est probable, en particulier parce que les politiques monétaires plus accommodantes du monde développé soulagent ces économies des pressions financières externes.

### Qu'est-ce qui empêchera l'économie mondiale de dérapage ?

Il est très rare que la croissance du PIB reste longtemps en ligne avec son potentiel. A partir de là, même un choc de faible ampleur peut suffire pour que le marché du travail se dégrade et que les accélérateurs habituels se mettent en œuvre. A l'inverse, une généreuse politique de soutien peut tirer la croissance vers des sommets plus ensoleillés. Nous ne pensons pas que cela se produira. Ainsi, nous attendons une poursuite de la baisse de la croissance globale fin 2020, comme en 2021, pour atteindre une quasi-stagnation.

La Fed a agi de façon préventive cette année. En utilisant le propre modèle de la Fed, la baisse de 75pd best équivalente à une relance de 0,3% à 0,4% du PIB, insuffisante pour compenser les resserrements monétaires précédents. Nous pensons que le FOMC devra reprendre son assouplissement lorsqu'il réalisera que les surcapacités sont à nouveau en hausse. Mais ce sera sur un mode plus réactif que préemptif, et même si la Fed se montrait volontaire, l'impact de son soutien monétaire ne doit pas être surestimé (amener les Fed Funds à 0% devrait relever la croissance de 0,8%... sur deux ans). Nous devons aussi prendre en compte la composante budgétaire de l'équation. En 2019, l'économie a bénéficié des derniers effets de la relance budgétaire de 2018. Il n'y a désormais plus de marges de manœuvre budgétaires aux Etats-Unis, avec un déficit proche des 5% du PIB, d'autant que le Congrès est divisé sur la question et que nous entrons dans une année électorale.

En Europe, la politique monétaire a atteint ses limites et même les membres les plus modérés du Conseil des Gouverneurs de la BCE ont souligné les effets potentiellement pervers de la politique non conventionnelle mise en œuvre. Sur le front budgétaire, seule l'Allemagne a de réelles capacités. Nous estimons qu'en 2020 les facteurs de stabilisation automatiques devraient intervenir mais nous pensons qu'il n'y aura pas de soutien adapté actionné avant 2021, lorsque des signes suffisants de tension sur le marché du travail seront apparus. Les obstacles politiques et institutionnels à une relance budgétaire sont élevés et nous pensons que la politique budgétaire ne pourra être que réactive, pas proactive.

## **Comment appréhender les marchés dans ce scénario ?**

Les politiques monétaires ont encore amplifié la chasse au rendement, avec pour conséquence des performances solides sur l'obligataire. L'attention des investisseurs s'éloigne désormais des outils non conventionnels de politique monétaire, alors que les Banques Centrales sont entrées dans une révision stratégique de leurs modalités opératoires. A l'avenir, certains risques pourraient peser sur

la performance du marché des taux (faible volatilité, primes de terme négatives et risque de liquidité).

Profitant d'un léger regain d'optimisme depuis quelques semaines et alors que les taux d'intérêt restent très bas, nous restons positifs sur les marchés d'actions à l'entrée de 2020, avec un biais vers des titres cycliques sous valorisés aux Etats-Unis, ainsi que vers certains titres dont le fort rendement est soutenu par une génération de cash suffisante au sein de la zone euro.

**[Télécharger la présentation détaillée de  
Nos Perspectives macroéconomiques 2020 \(en anglais\)](#)**

## Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2018*	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Monde</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>		<b>3.2</b>		<b>3.0</b>	
<b>Economies avancées</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>		<b>1.3</b>		<b>1.0</b>	
Etats-Unis	2.9	2.3	2.3	1.6	1.8	0.8	1.9
Zone euro	1.9	1.2	1.1	0.7	1.0	0.5	1.3
Allemagne	1.4	0.6	0.5	0.4	0.7	0.5	1.2
France	1.7	1.3	1.3	1.1	1.2	1.0	1.4
Italie	0.7	0.2	0.1	0.4	0.5	0.4	0.6
Espagne	2.6	2.0	2.0	1.5	1.7	1.2	1.7
Japon	0.7	0.8	0.9	0.1	0.3	0.7	0.8
Royaume-Uni	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.5
Suisse	2.5	1.0	0.8	1.1	1.2	0.9	1.4
<b>Economies émergentes</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>		<b>4.3</b>		<b>4.2</b>	
<b>Asie</b>	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>		<b>5.2</b>		<b>5.1</b>	
Chine	6.6	6.1	6.1	5.8	5.9	5.6	5.7
Corée du Sud	2.7	2.0		1.7	2.2	1.5	2.4
Reste de l'Asie émergente	5.5	4.7		4.7		4.8	
<b>LatAm</b>	<b>1.1</b>	<b>0.1</b>		<b>1.7</b>		<b>1.3</b>	
Brésil	1.1	0.8	1.0	1.8	2.0	1.2	2.5
Mexique	2.2	0.0	0.2	0.9	1.2	0.5	1.9
<b>Europe émergente</b>	<b>3.8</b>	<b>2.9</b>		<b>3.7</b>		<b>3.4</b>	
Russie	2.3	1.1	1.1	1.5	1.6	1.7	1.9
Pologne	5.2	4.3	4.3	3.5	3.4	3.0	2.8
Turquie	2.9	-0.3	-0.3	2.3	2.3	1.2	3.1
<b>Autre EMs</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>		<b>2.3</b>		<b>2.0</b>	

Source : Bloomberg, FMI et Recherche Macro AXA IM - Au 2 décembre 2019

Inflation IPC (%)	2018*	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Economies avancées</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>		<b>1.5</b>		<b>1.7</b>	
Etats-Unis	2.4	1.7	1.8	2.0	2.0	2.3	2.0
Zone euro	1.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5
Japon	1.0	0.4	0.6	0.5	0.9	0.5	0.8
Royaume-Uni	1.8	1.9	1.9	2.3	1.9	1.9	2.0
Suisse	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7
Autres économies avancées	1.7	1.4		1.5		1.8	

Source : Bloomberg, FMI et Recherche Macro AXA IM - Au 2 décembre 2019

### Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en pdb / QE en Mds)

		Actuel	4T - 19	1T - 20	2T - 20	3T - 20
<b>Etats-Unis - Fed</b>	Dates		10-11 déc	28-29 Janv 17-18 Mars	28-29 avril 9-10 juin	28-29 juil 15-16 sept
	Taux	1,50-1,75	inch (1,50-1,75)	inch (1,50-1,75)	inch (1,50-1,75)	inch (1,50-1,75)
<b>Zone euro - BCE</b>	Dates		12 déc	23 janv 12 mars	30 avril 4 juin	16 juil 10 sept
	Taux	-0,50	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)
<b>Japon - BoJ</b>	Dates		18-19 déc	20-21 janv 18-19 mars	27-28 avril 15-16 juin	21-22 juil 16-17 sept
	Taux	-0,1	QQE net 10tn¥	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
<b>Royaume-Uni - BoE</b>	Dates		19 déc	30 janv 26 Mars	7 mai 18 juiun	6 août 17 sept
	Taux	0,75	inch (0,75)	inch (0,75)	inch (0,75)	inch (0,75)

Source : Datastream, Recherche Macro AXA IM - Au 2 décembre 2019

# Calendrier des événements 2020

2020	Date	Événement	Commentaires
Décembre 2019	6-8 déc.	Allemagne	Congrès du parti SPD, élection du représentant du parti
	11-déc.	Réunion FOMC	Inchangé (1,50-1,75)
	12-déc.	Réunion BCE	Première réunion de Christine Lagarde, inch, (-0,50)
	12-déc.	Royaume-Uni	Elections générales au Royaume-Uni, victoire des conservateurs attendue
	15-déc.	Etats-Unis/Chine	Entrée en vigueur de la seconde tranche des 300m\$ des taxations douanières, vraisemblablement non mise en oeuvre
	16-déc.	Etats-Unis	Vote de la Chambre des Représentants sur la procédure de destitution lancée à l'encontre de D.Trump. Passage au Sénat en cas de vote positif
	19-déc.	Réunion BoJ	Inchangé - QQE 10000 mds¥
	19-déc.	Réunion BoE	Inchangé (0,75)
	Janvier	21-janv.	Réunion BoJ
23-janv.		Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
29-janv.		Réunion FOMC	Inchangé (1,50-1,75)
30-janv.		Réunion BoE	Rapport sur la politique monétaire, inchangé (0,75)
31-janv.		Royaume-Uni	Expiration du report des termes de l'Article 50, expiration du mandat de Mark Carney, Gouverneur de la BoE
Février		Etats-Unis	Possible verdict du Sénat quant à la destitution ; 67 votes "pour" sont requis
	3-févr.	Etats-Unis	Début des caucus électoraux (pré-Primaires)
Mars	3-mars	Etats-Unis	Super jeudi : près de 16 juridictions différentes doivent tenir une élection primaire ou un caucus
	12-mars	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
	18-mars	Réunion FOMC	Rapport sur la politique monétaire? Inchangé (1,50-1,75)
	26-mars	Réunion BoE	Inchangé (0,75)
Avril	4-avr.	Etats-Unis	Potentiels droits de douanes sur les importations de voitures mexicaines et seconde phase des négociations avec le Japon et l'UE
	29-avr.	Réunion FOMC	Inchangé (1,50-1,75)
	30-avr.	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
Mai	7-mai	Réunion BoE	Rapport sur la politique monétaire, inchangé (0,75)
Juin	4-juin	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
	10-juin	Réunion FOMC	Résumé des projections économiques (1,50-1,75)
	12-juin	G7	Sommet du G7
	18-juin	Réunion BoE	Inchangé (0,75)
Juillet	1-juil.	Royaume-Uni	Date limite de report de la transition si l'accord de retrait de l'UE devient loi avant le 31 janvier
	13-16 juil.	Etats-Unis	Convention nationale démocrate : sélection du candidat à la présidence par les délégués du parti
	16-juil.	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
	29-juil.	Réunion FOMC	Inchangé (1,50-1,75)
Août	6-août	Réunion BoE	Rapport sur la politique monétaire inclu, inchangé (0,75)
	24-27 août	Etats-Unis	Convention nationale républicaine : sélection du candidat à la présidence par les délégués du parti
	27-30 août	Etats-Unis	Symposium de Jackson Hole
Septembre	10-sept.	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
	16-sept.	Réunion FOMC	Inchangé (1,50-1,75)
	17-sept.	Réunion BoE	Inchangé (0,75)
	29-sept.	Etats-Unis	Premier débat pour les présidentielles
Octobre	29-oct.	Réunion BCE	Inchangé (-0,50)
Novembre	3-nov.	Etats-Unis	Elections présidentielles et législatives
	4-nov.	Réunion FOMC	Baisse de taux probable au T4 - (1,25-1,50)
	5-nov.	Réunion BoE	Rapport sur la politique monétaire
	21-22 nov	G20	Sommet 2020, Riyadh

## Glossaire des abréviations

1T19	premier trimestre 2019	HK\$	dollar de Hong Kong
1S19	first half of 2018	HY	crédit High Yield
(A)	glissement annuel	JGB	obligations souveraine japonaise
(M)	variation mensuelle	JPY/¥	yen japonais
(T)	variation trimestrielle	LatAm	Amérique latine
[D]	échelle droite (graphique)	LTRO	opérations de refinancement à long terme
[G]	échelle gauche (graphique)	MES	Mécanisme Européen de Stabilité
AUD	dollar australien	NAIRU	non-accelerating rate of unemployment
BCE	Banque Centrale Européenne	ncvs	non corrigé des variations saisonnières
BEA	Bureau of Economic Analysis	NFIB	National Federation of Independent Business
BoC	Bank of Canada	NOK	Couronne norvégienne
BoE	Banque d'Angleterre	NZD	dollar néozélandais
BoJ	Banque du Japon	OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
BRL	réal brésilien	OMT	opérations monétaires sur titres
BPA	bénéfices par action	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
BPC	Banque Populaire de Chine	P/E	ratio cours/bénéfices
BTP	Bueno del Tesoro Pelionnale	PCE	Déflateur de la consommation privée
CAD	dollar canadien	PECO	Pays de l'Europe centrale et orientale
CBI	Confederation of British Industry	PIB	Produit intérieur brut
CHF	franc suisse	PMI	Indice auprès des directeurs d'achats
CPM	comité de politique monétaire	pdb	point de base
CSPP	programme d'achats de titres émis par des sociétés	pp	point de pourcentage
cvs	corrigé des variations saisonnières	QE3	troisième assouplissement quantitatif
EBITDA	Excédent brut d'exploitation	QQE	assouplissement qualitatif et quantitatif
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	r.a.	en rythme annualisé
ETF	Exchange-Traded Fund (fonds indiciel coté)	RMB	renminbi chinois (yuan)
EUR/€	euro	RUB	rouble russe
Fed	Réserve fédérale américaine	SEK	couronne suédoise
FMI	Fonds Monétaire International	TLTRO	opérations ciblées de refinancement à plus long terme
FESF	Fonds Européen de Stabilité Financière	UE	Union européenne
FOMC	Comité de politique monétaire américain	US\$	dollar américain
GBP/£	livre sterling	ytd	depuis le début de l'année
IIF	Institute of International Finance	ZIRP	politique de taux zéro
IG	crédit Investment Grade	ZIRP	politique de taux zéro a.r. annualised rate
INR	roupie indienne		
IPC	Indice des prix à la consommation		
ISM	Institute of Supply Management		

**Notre recherche est disponible sur internet: <http://www.axa-im.com/en/insights>**



## Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

### AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces dommages leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

© AXA Investment Managers 2019

### AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France

Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826