



## Economie / Stratégie

# *Un chemin vers la sortie*

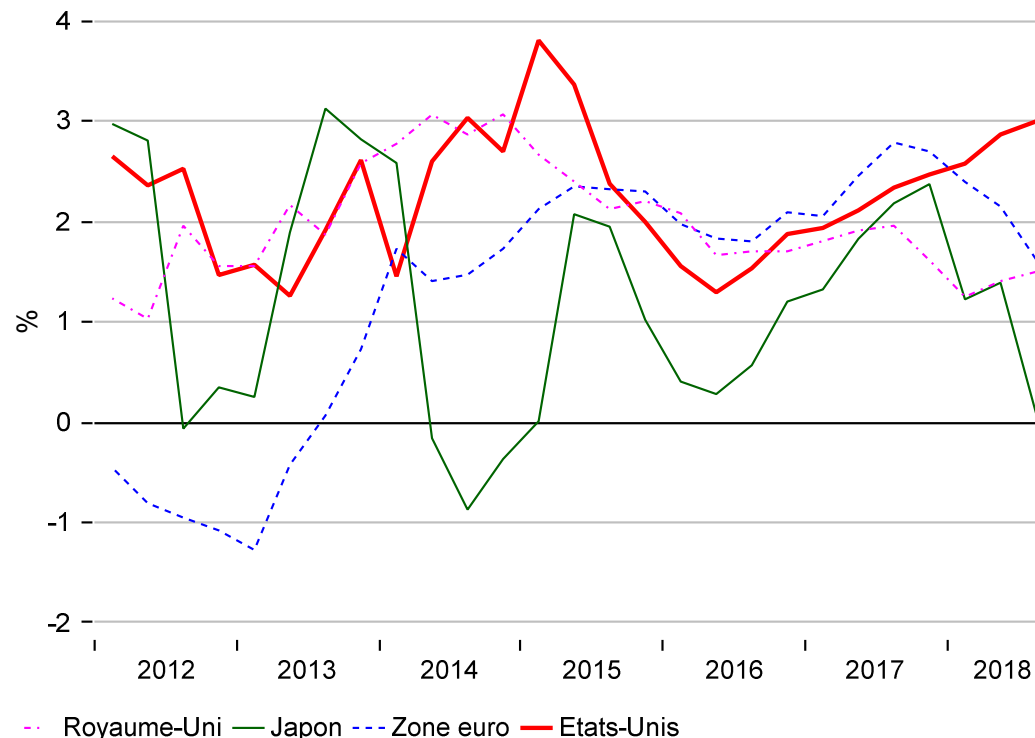
**François Duhén**  
***Chef Economiste & Stratégiste***  
(+33 1 53 48 81 02)  
francois.duhén@cmcic.fr



# Cycle de croissance mondiale

## *Fin de la synchronisation mais la croissance reste solide*

Pays développés : taux de croissance (glissement annuel)



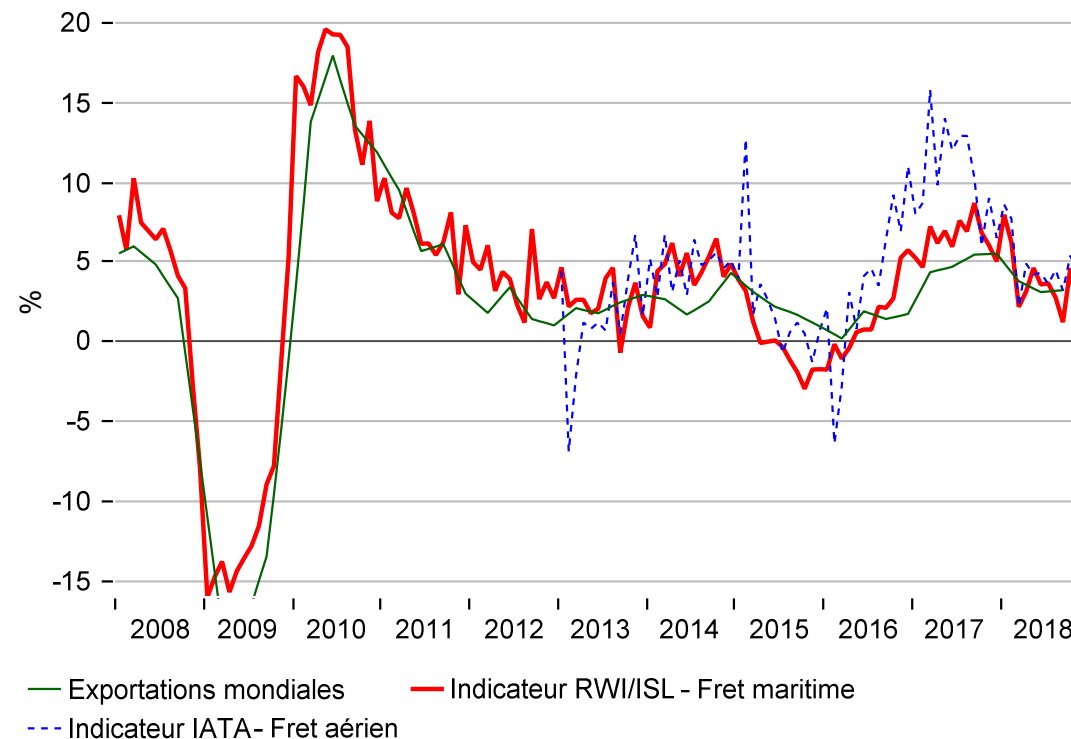
Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

- Les Etats-Unis devraient connaître une phase de ralentissement de leur croissance. Heureusement, cette dernière devrait pouvoir se stabiliser en zone euro
- ⇒ **La croissance restera dynamique, mais continuera de s'essouffler du fait du protectionnisme**

# Moteurs de la croissance mondiale

## *Le commerce mondial poursuit son ralentissement*

Monde : évolution des indicateurs du commerce mondial



Source : Macrobond

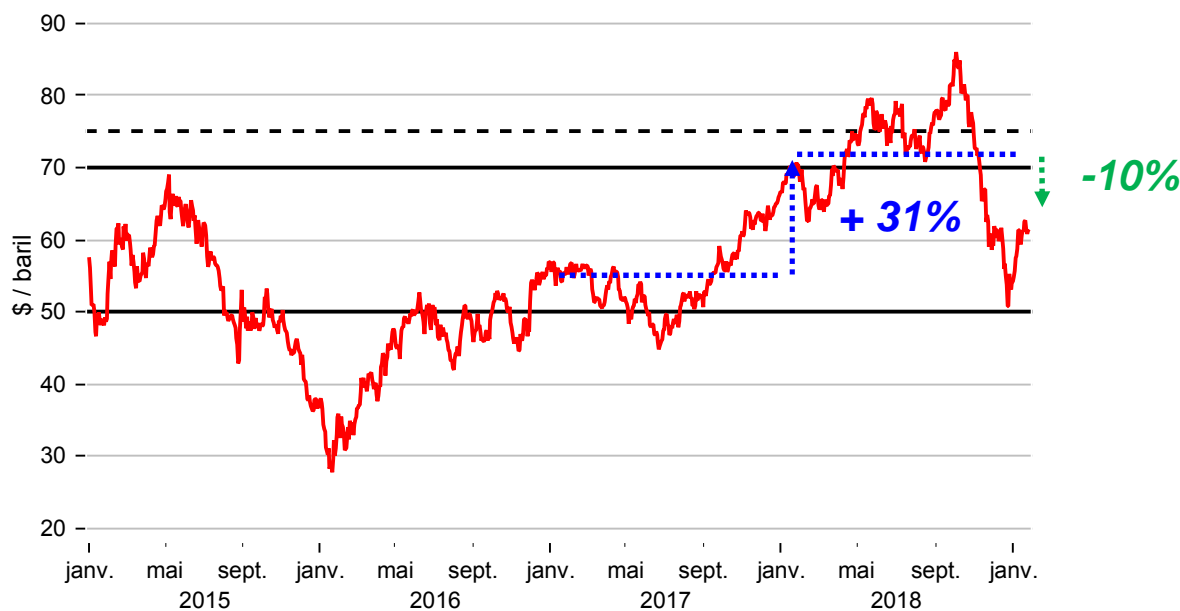
■ La guerre commerciale impacte les échanges internationaux

⇒ **Le commerce mondial marque le pas mais les moteurs domestiques sont suffisamment puissants**

# Consommation mondiale

## Un cours du pétrole moins défavorable

Evolution du cours du Brent depuis janvier 2015



— Cours du Brent, \$ par baril

— Fourchette d'équilibre entre producteurs américains et OPEP+

- - Borne haute temporaire (jusqu'au T3-19) avec les contraintes de pipeline

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

- Soutenu par la stratégie de l'OPEP+, le cours du Brent pourra temporairement remonter, avant de rechuter d'ici fin 2019, autour de 65 \$/baril

⇒ **La baisse du prix du pétrole offrira un support à la consommation**

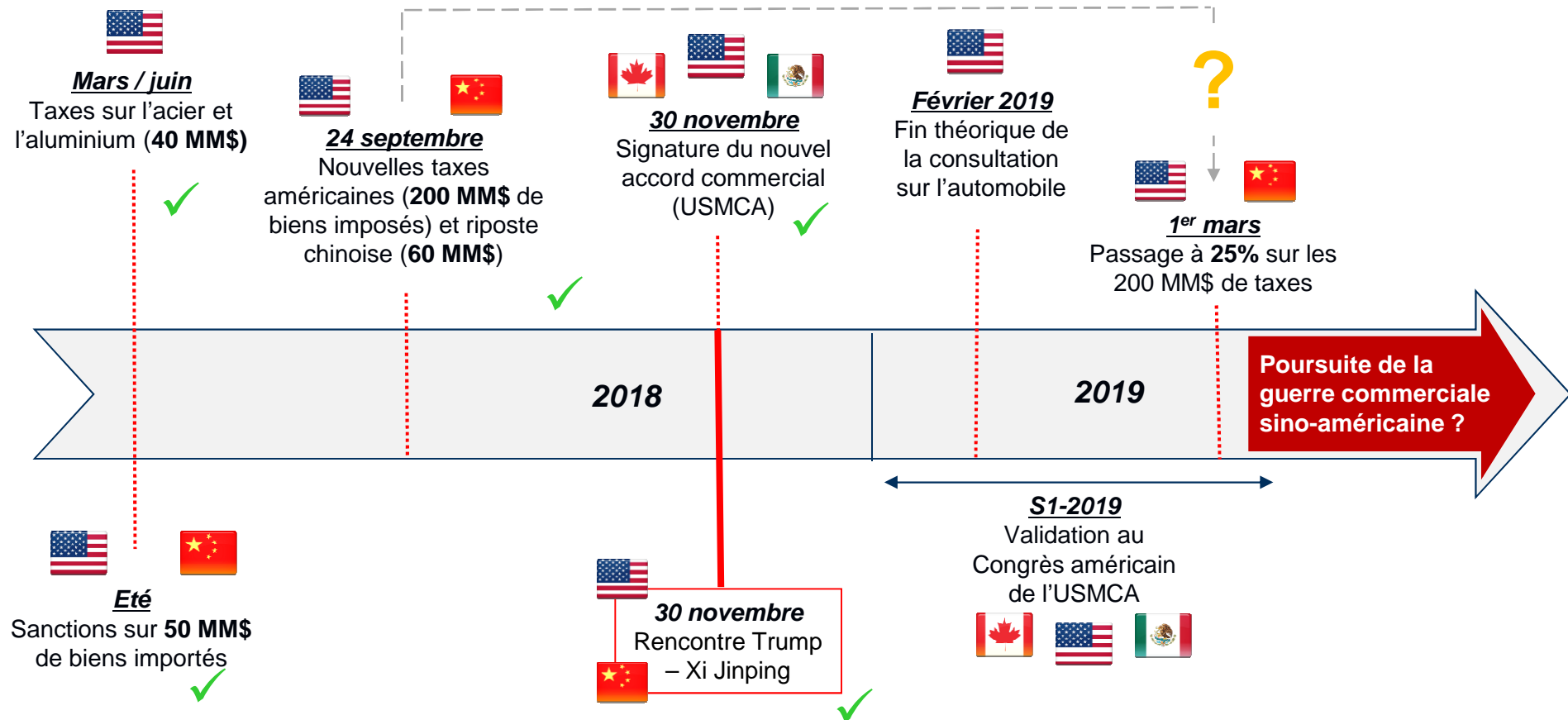


# Protectionnisme

*Un long fleuve pas tranquille*

# Échéancier du protectionnisme

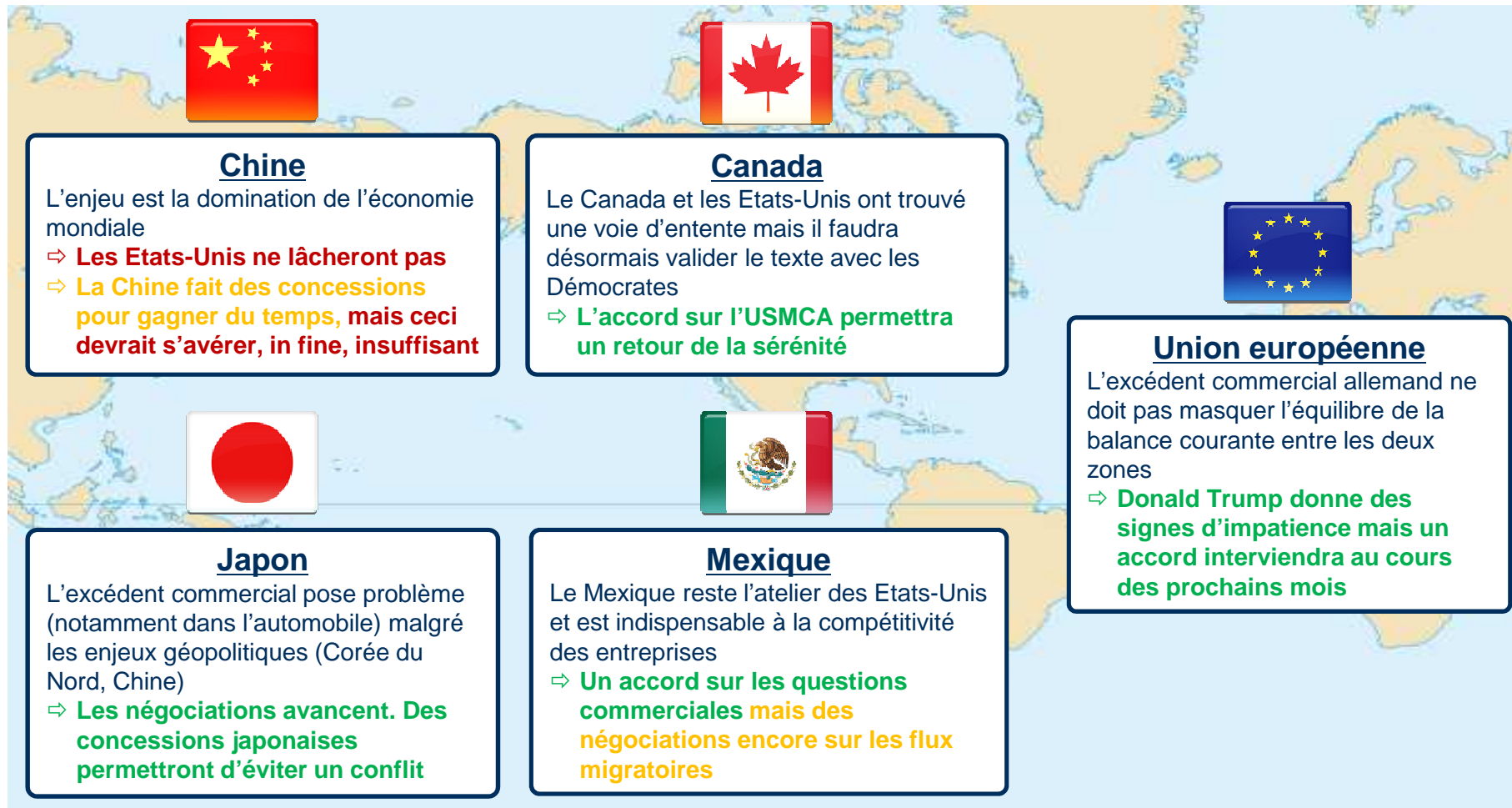
*Un calendrier toujours très dense, malgré la « pause »*



⇒ **L'aversion au risque ne baissera d'un cran significatif que lorsque les Etats-Unis auront renoncé définitivement aux menaces contre l'UE et le Japon. Un accord Chine-US, bien qu'hypothétique, ne peut être qu'une bonne nouvelle**

# Guerre et paix commerciales

## Les Etats-Unis concentreront leurs efforts sur la Chine

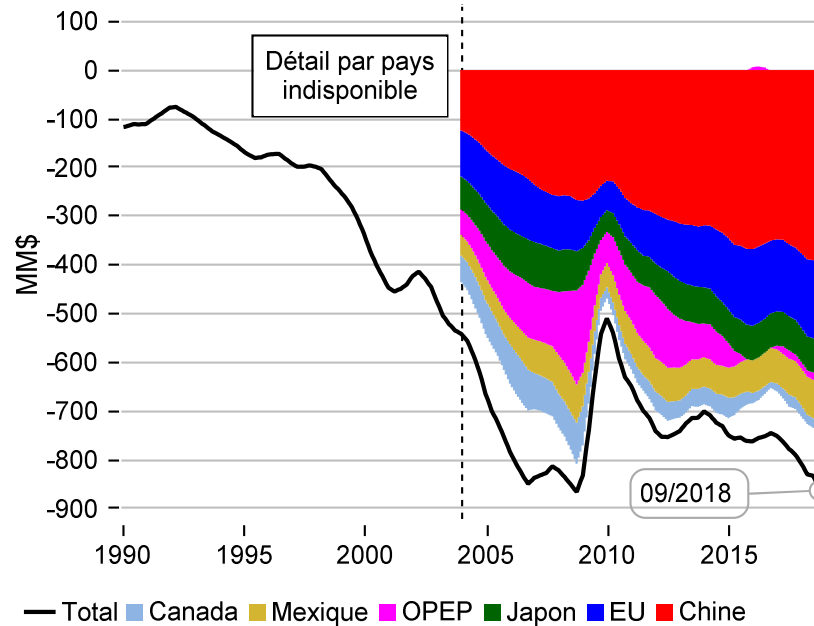


⇒ **D. Trump obtient des résultats : des accords plus favorables avec ses alliés et la Chine est contrainte de ralentir son expansionnisme économique**

# Echanges avec les Etats-Unis

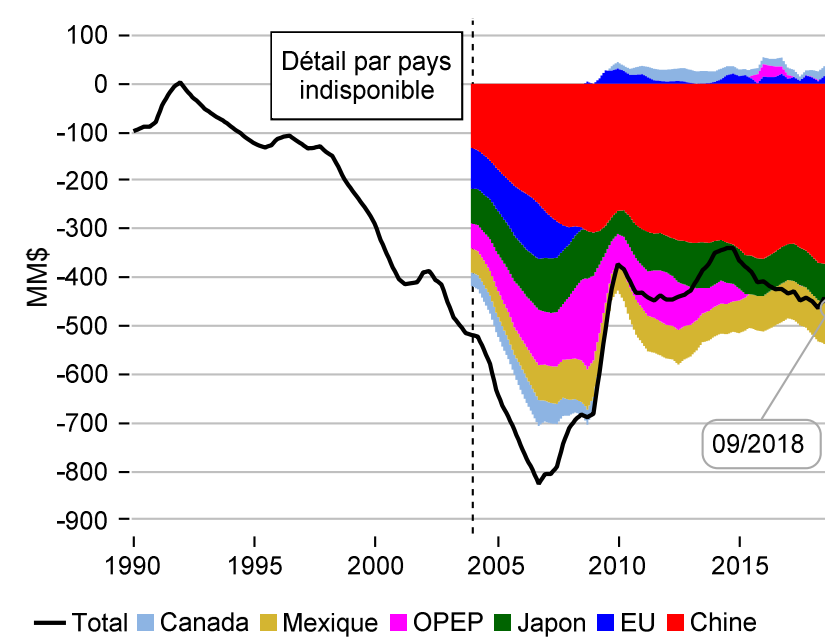
## Le déficit commercial masque la réalité des échanges

Etats-Unis : évolution et décomposition du déficit commercial  
(balance des biens, agrégée sur 12 mois en MM\$)



Source : Macrobond

Etats-Unis : évolution et décomposition du déficit courant  
(balance courante, agrégée sur 12 mois en MM\$)



■ En intégrant les services et les revenus, les Etats-Unis ont stabilisé leur déficit avec le reste du monde

⇒ **La capacité de riposte des Européens est bien meilleure en observant la balance courante, ce qui offre une marge de négociation face aux Etats-Unis**





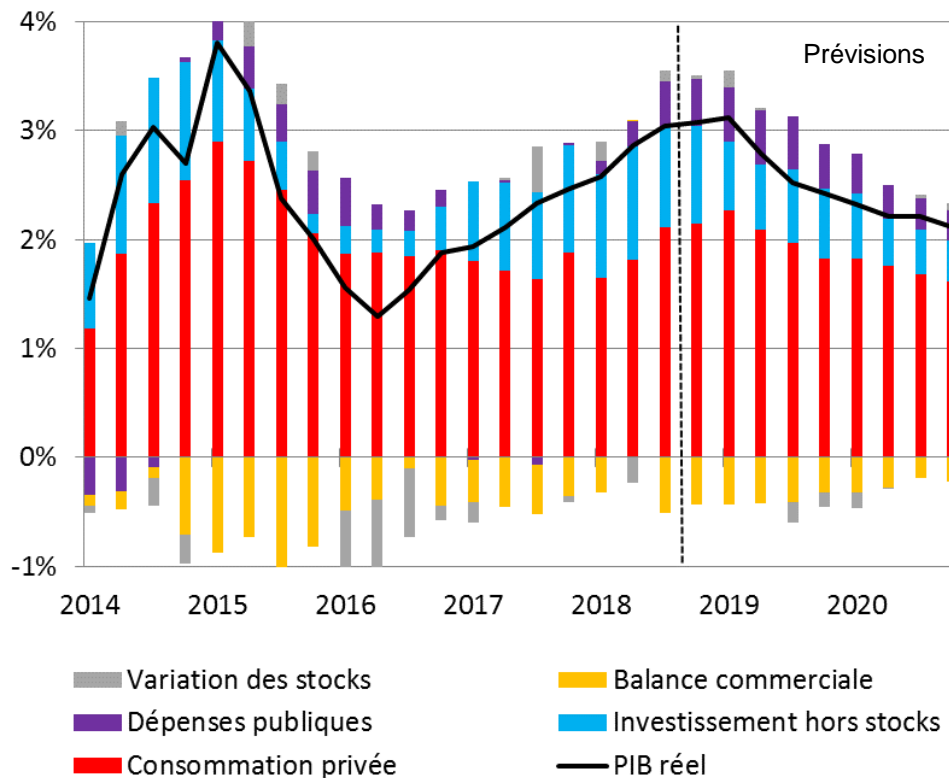
# Etats-Unis

*La croissance a atteint son pic*

# Les moteurs de la croissance américaine

## Le pic est atteint

Etats-Unis : taux de croissance avec ses composantes (en glissement annuel)



Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

\* Shutdown : fermeture partielle de l'administration américaine

La hausse des dépenses publiques sera un facteur de support supplémentaire à l'activité jusqu'à fin 2019

L'investissement a gagné en puissance, les entreprises profitant de la baisse de la fiscalité

Confiants dans l'avenir, les ménages réduisent leur épargne et consomment. L'accélération future sera alimentée par les hausses de salaire et par la baisse de la fiscalité

Le commerce extérieur restera un frein malgré les mesures protectionnistes



Dissipation graduelle des effets du coup de pouce budgétaire et impact limité du *shutdown*\* au T1

⇒ **Le taux de croissance atteint le seuil de 3% et la phase de ralentissement débutera au deuxième trimestre de l'année 2019**

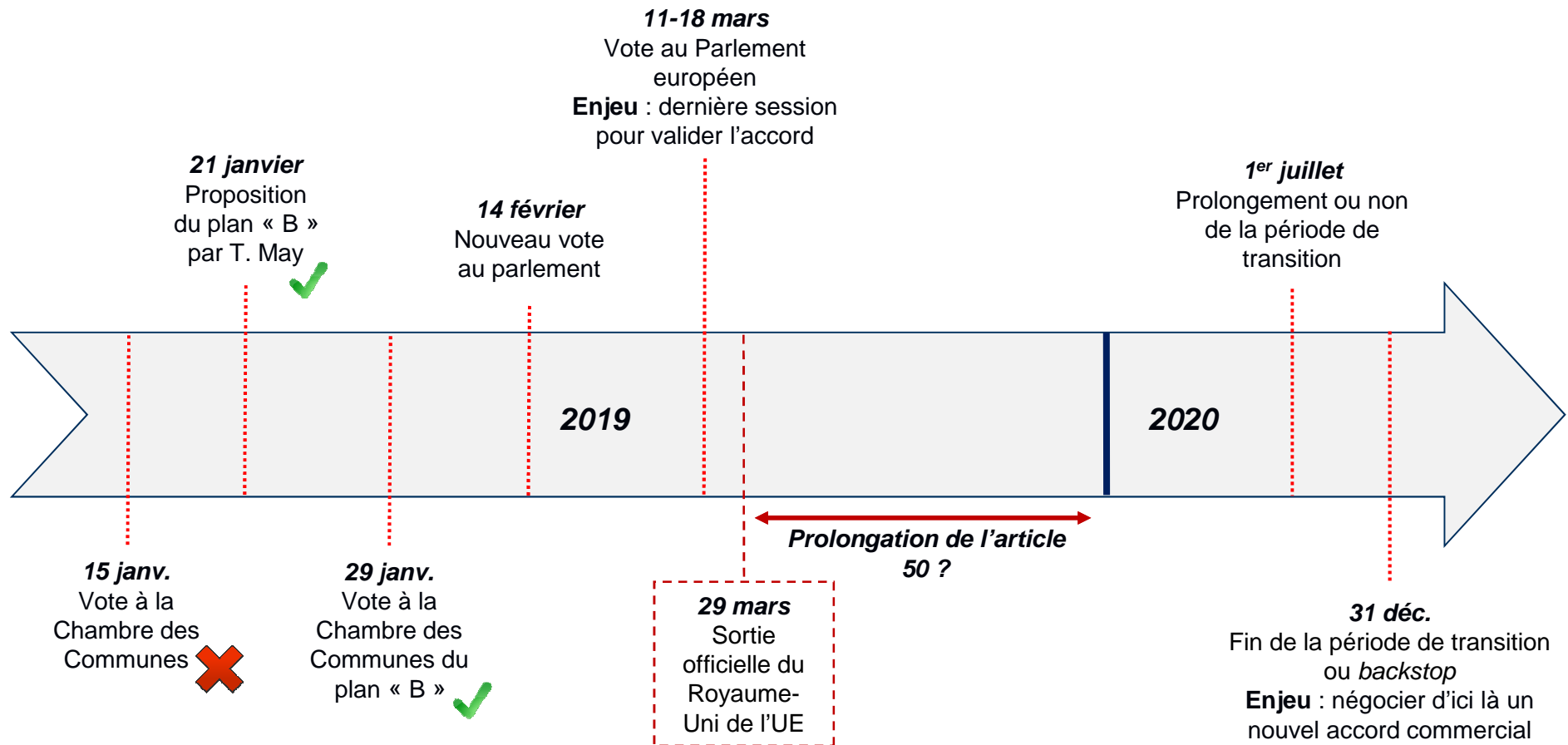


# Europe

*La croissance résistera aux incertitudes*

# Echéancier du Brexit

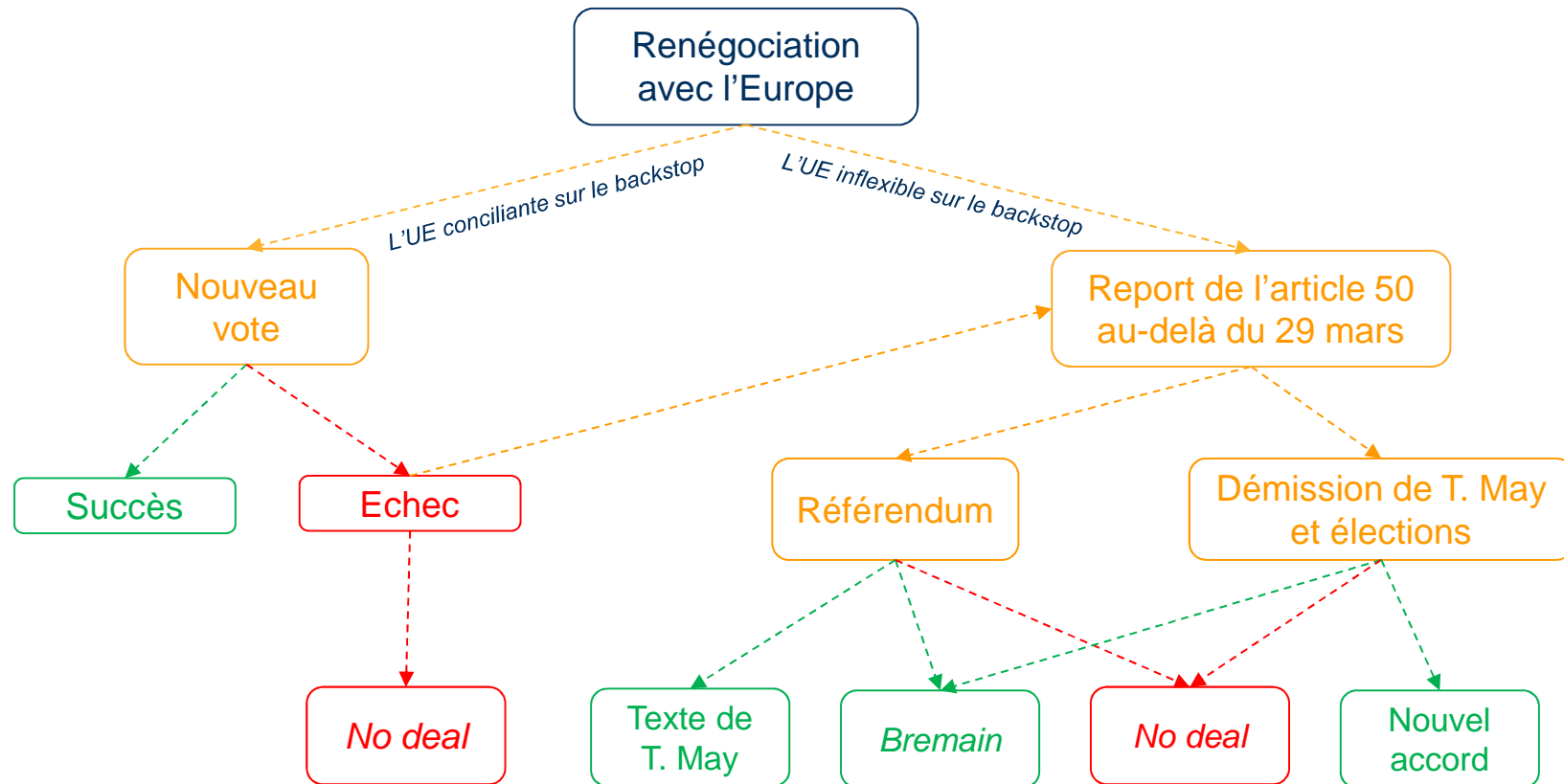
## Le temps est à l'action



⇒ **Une majorité de députés ne souhaite pas une sortie désordonnée. S'ils compromettent sur cette base, celle-ci sera évitée, réduisant enfin l'aversion au risque**

# Comment sortir de l'impasse?

## Le parcours du combattant de Theresa May



Note de lecture : la couleur reflète le niveau d'inquiétude et l'aversion au risque

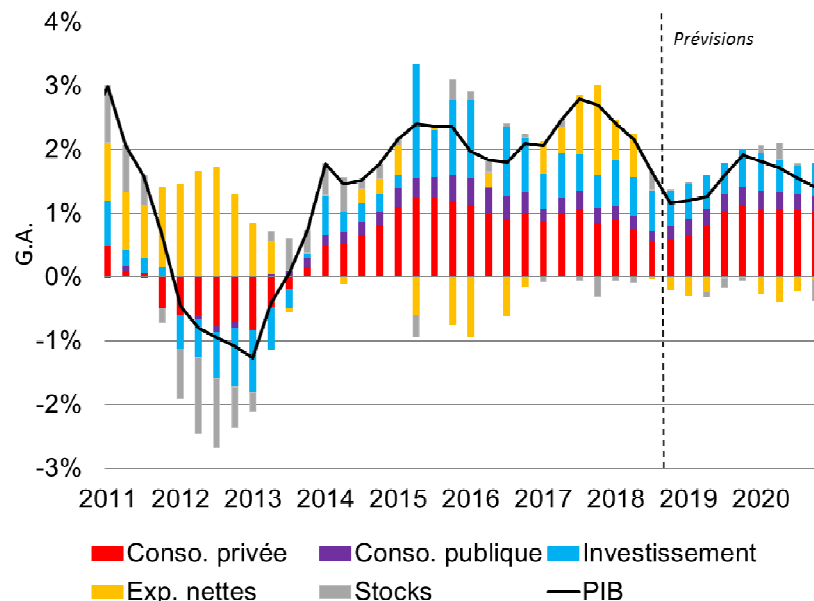
Source : CM-CIC Market Solutions

⇒ **Un no deal devrait être évité, passant dans une phase intermédiaire par un report de la date de sortie, avec à la clé un regain d'aversion au risque**

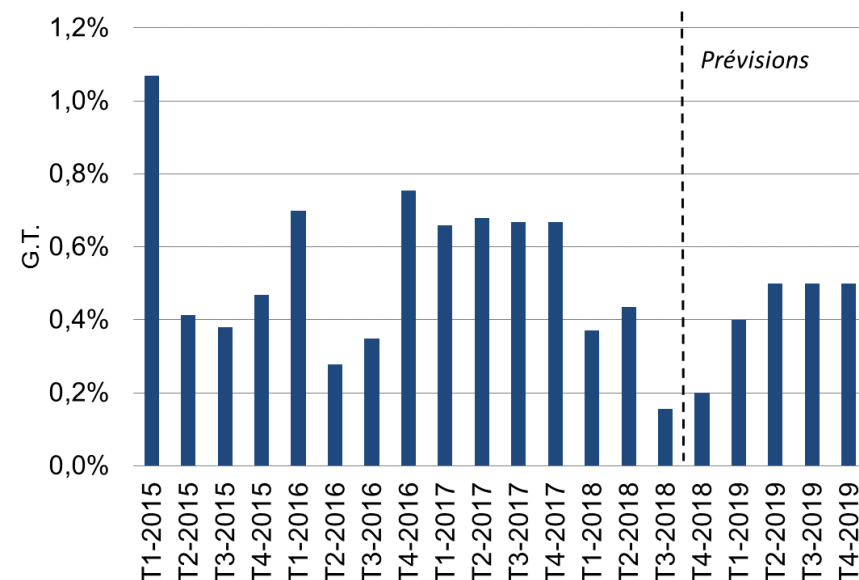
# Zone euro : scénario de croissance

## Vers une stabilisation au niveau du potentiel de croissance

Zone euro : PIB et composante (glissement annuel en %)



Zone euro : PIB (glissement trimestriel, en %)

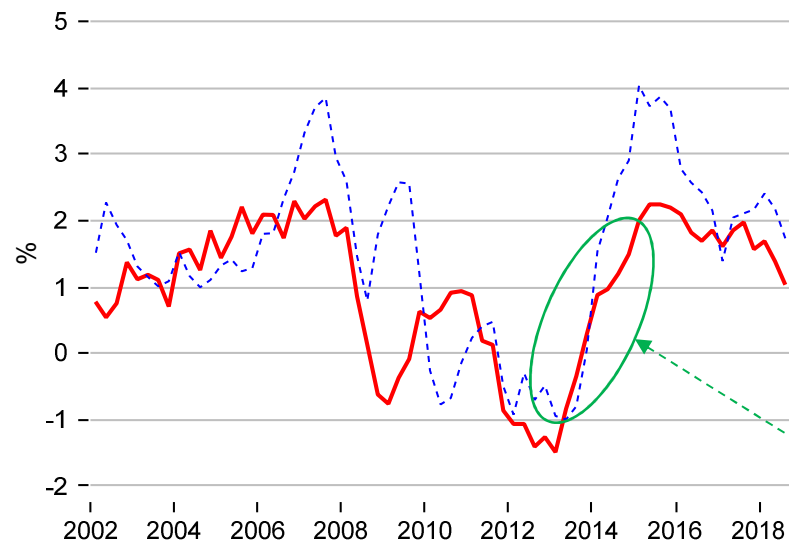


- En 2018, la croissance a souffert de la disparition de vents favorables. Le ralentissement a été amplifié par les incertitudes politiques et les impacts temporaires de l'automobile et des « gilets jaunes » en France qui ont pesé en fin d'année
  - En 2019, la baisse du prix du pétrole et des risques politiques soutiendront l'activité
- ⇒ **La croissance a perdu un palier mais restera au-dessus de son potentiel du fait des moteurs domestiques (dont la baisse du pétrole)**

# Consommation en Europe

## Coup de pouce au pouvoir d'achat via le pétrole

Zone euro : revenu réel (salaire + nombre d'emplois - inflation) et consommation (glissement annuel)



-- Salaire réel + nombre d'emplois — Consommation des ménages

Source : Macrobond

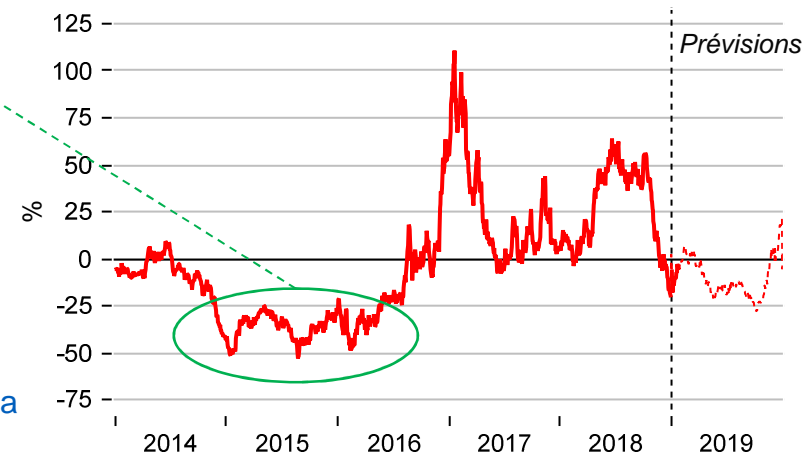
**Revenu réel :**  
**+1,7% au T3-2018**

↗ Nombre d'emplois :  
 +1,3%

↗ Salaire horaire :  
 +2,5%

↘ Inflation :  
 +2,1%

**Pétrole : évolution de l'impact du Brent en euro**  
 (glissement annuel, en intégrant nos prévisions)



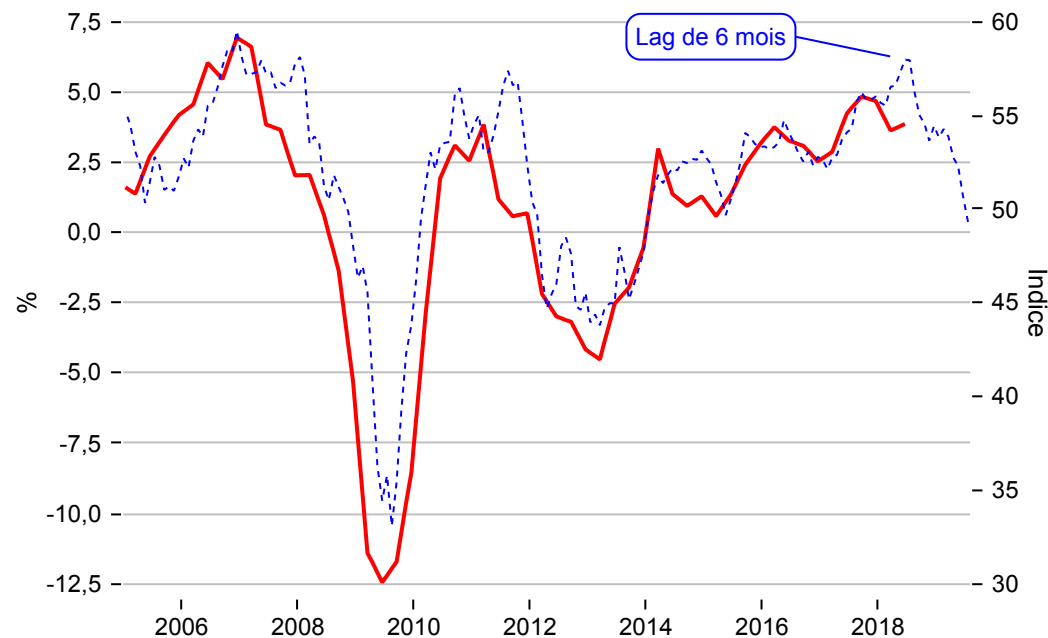
- En plus des hausses de revenus à venir, la dissipation de l'effet pétrole sur l'inflation offrira un support durable au pouvoir d'achat
  - > En 2015-16, la consommation avait été portée par un pétrole peu cher. Si la rechute actuelle est moins forte qu'à l'époque, la dynamique des salaires est bien plus soutenue aujourd'hui

⇒ **La tendance récente de la consommation va s'inverser en 2019. Ce moteur majeur accélèrera ces prochains trimestres, en parallèle à celui de la dépense publique**

# L'enjeu de l'investissement

## Un rebond passe par une réduction de l'aversion au risque

Zone euro : investissement des grands pays (Allemagne, France, Italie et Espagne)  
et PMI carnets de commandes



-- PMI Composite - composante nouvelles commandes (éch. D)

— Investissement zone euro (FRA+ALL+ESP+ITA) (éch. G)

Source : CM-CIC Market Solutions, Macrobond

- Le niveau des carnets de commandes justifie la poursuite de l'accélération progressive de l'investissement compte tenu du taux élevé d'utilisation des capacités de production
- ⇒ **L'investissement restera relativement important avec l'amélioration du contexte économique et politique, ce qui favorisera les créations d'emplois**



# Croissance économique en zone euro

## La demande domestique tient le choc, pas le commerce

Zone euro : scénario de croissance (en glissement annuel)

	Poids	2016		2017		2018		2019		2020	
		Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°	Var°	Contrib°
<b>PIB</b>		<b>1,9%</b>		<b>2,5%</b>		<b>1,8%</b>		<b>1,5%</b>		<b>1,6%</b>	
<i>dont :</i>											
<b>Allemagne</b>	29%	<b>2,2%</b>	0,6%	<b>2,5%</b>	0,7%	<b>1,5%</b>	0,4%	<b>1,4%</b>	0,4%	<b>1,7%</b>	0,5%
<b>France</b>	21%	<b>1,1%</b>	0,2%	<b>2,3%</b>	0,5%	<b>1,5%</b>	0,3%	<b>1,5%</b>	0,3%	<b>1,5%</b>	0,3%
<b>Italie</b>	16%	<b>1,3%</b>	0,2%	<b>1,6%</b>	0,3%	<b>1,0%</b>	0,1%	<b>0,9%</b>	0,1%	<b>1,2%</b>	0,2%
<b>Espagne</b>	10%	<b>3,2%</b>	0,3%	<b>3,0%</b>	0,3%	<b>2,5%</b>	0,3%	<b>2,1%</b>	0,2%	<b>2,0%</b>	0,2%
<b>Pays-Bas</b>	7%	<b>2,1%</b>	0,1%	<b>3,0%</b>	0,2%	<b>2,6%</b>	0,2%	<b>2,2%</b>	0,1%	<b>2,2%</b>	0,1%

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

### Facteurs clés en 2019-2020

+

-

#### Consommation

- Rechute du pétrole
- Relâche fiscale
- Hausse de l'emploi
- Rebond des salaires
- Poursuite du désendettement

#### Investissement

- Conditions de financement
- Capacités de production limitées
- Effets induits du risque protectionniste
- Incertitudes politiques

#### Commerce extérieur

- Regain de compétitivité suivant les pays
- Euro faible
- Net ralentissement du commerce mondial
- Risque protectionniste

# Scénario

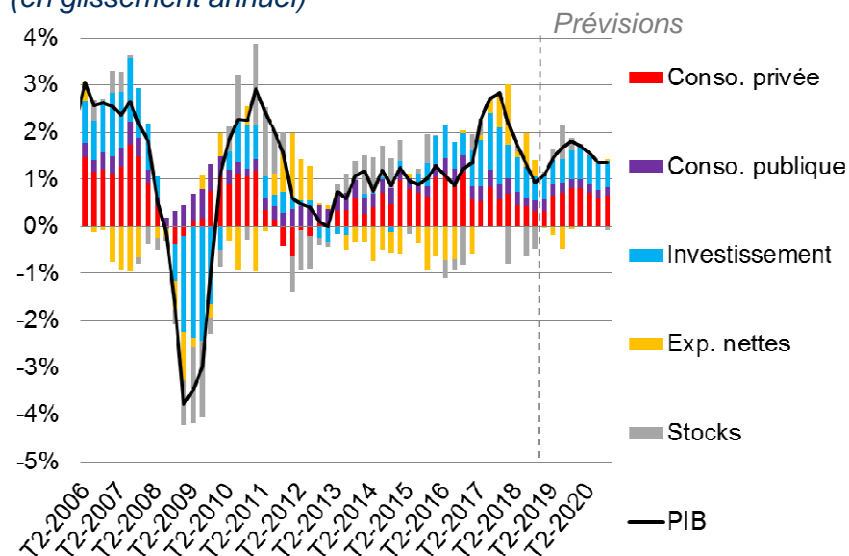
## La croissance restera proche de son potentiel

### Notre scénario de croissance

Croissance du PIB (en comparaison annuelle) et détail des composantes

	PIB	Conso. privée	Conso. Publique	Investissement	dont ménages	dont entreprises	dont gouv.	Exportations	Importations
2016	1,1%	1,9%	1,4%	2,7%	2,8%	3,2%	0,2%	1,5%	3,1%
2017	2,3%	1,1%	1,4%	4,7%	5,4%	4,4%	1,6%	4,7%	4,1%
2018	1,5%	0,9%	1,0%	3,0%	2,1%	3,9%	0,7%	3,1%	1,1%
2019	1,5%	1,2%	0,9%	2,4%	0,1%	3,5%	1,9%	2,3%	2,9%
2020	1,5%	1,3%	0,8%	2,6%	0,9%	3,5%	2,0%	2,8%	2,7%

Taux de croissance du PIB  
(en glissement annuel)



Source : Macrobond, Crédit Mutuel Alliance fédérale

Perspectives pour 2019

#### ■ La croissance se stabilisera grâce à...

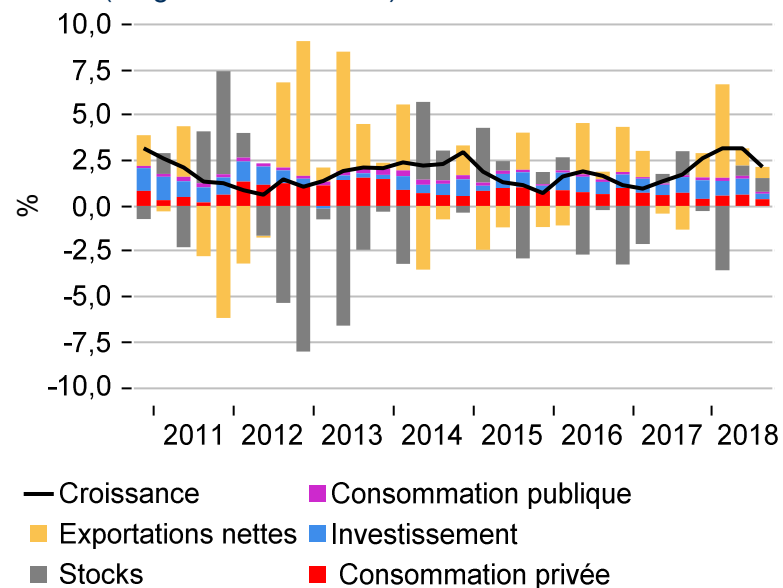
- > une contribution de la **consommation privée** qui se reprendra peu à peu, grâce à la baisse des cotisations salariales et du taux de chômage, ainsi que de la rechute du cours du pétrole
- > un **investissement des entreprises** encore dynamique, porté par la volonté de réforme du gouvernement et les baisses de charge

#### ■ ... et ce malgré :

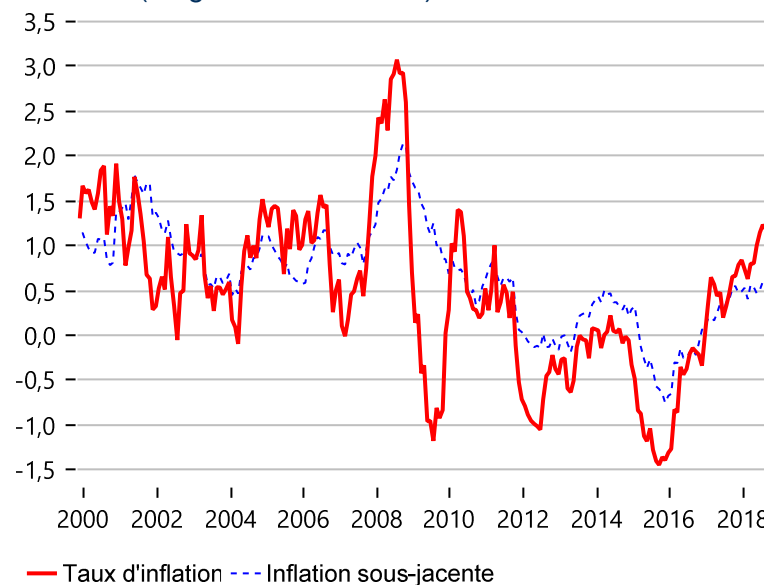
- > une confiance des ménages diminuée (cf gilets jaunes)
- > les **craintes protectionnistes persistantes** qui pénaliseront encore le commerce mondial et la confiance des entreprises
- > Le ralentissement de l'**investissement des ménages**, même s'il reste soutenu par l'environnement de taux bas

## Principaux indicateurs économiques

Suisse : taux de croissance du PIB et ses composantes  
(en glissement annuel)



Suisse : taux d'inflation  
(en glissement annuel)



Source : Macrobond

- La Suisse est très dépendante du commerce extérieur, le ralentissement du commerce mondial réduit les perspectives de croissance
  - Le taux d'inflation sous-jacente ne parvient pas à dépasser le seuil de 0,5%
- ⇒ **La BNS reste contrainte dans sa volonté de remonter les taux directeurs par une dynamique atone des prix sous-jacents et des perspectives amoindries de croissance**



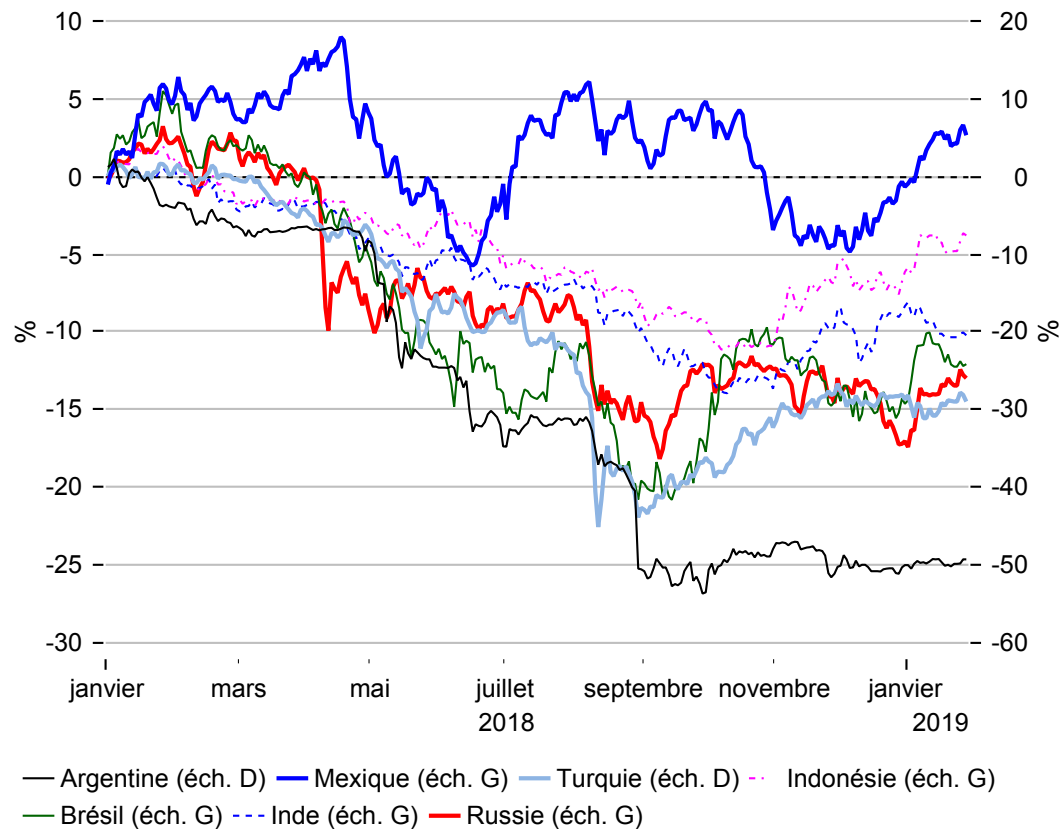
# Croissance mondiale

*Les pays émergents perturbés par les décisions de Donald Trump*

# Pays émergents : devises

## Les capitaux étrangers commencent à revenir

Pays émergents : évolution des devises face au dollar depuis le début 2018 (%)



Source : Macrobond, CMCIC Market Solutions

### Les enjeux à suivre en 2019

Fin des pressions haussières sur le dollar

Stabilisation des taux

Protectionnisme

Indépendance des banques centrales

Ralentissement chinois

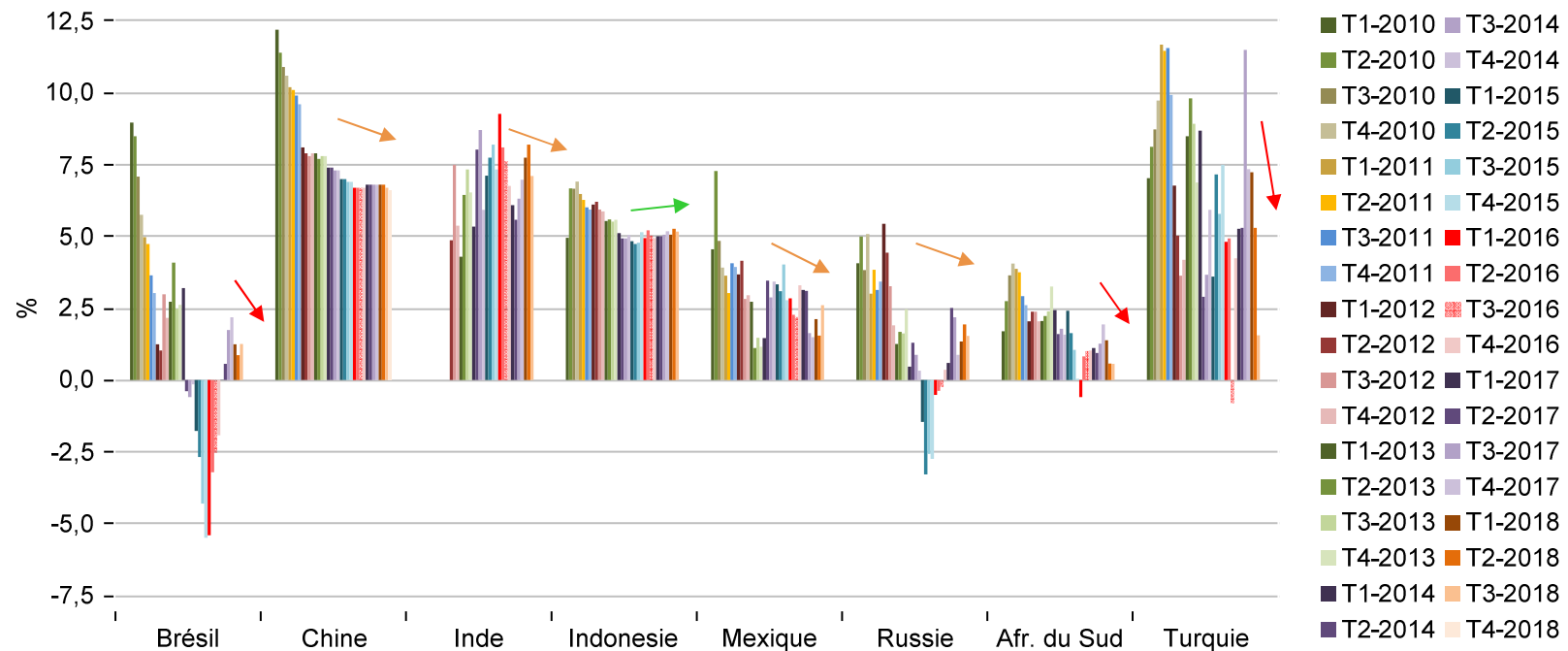
Tensions politiques localisées

⇒ **Les mesures prises par les autorités portent leurs fruits et limitent la volatilité, ce qui est favorable à la poursuite du retour des investisseurs financiers internationaux**

# Contexte économique des pays émergents

## Des perspectives qui se dégradent

Pays émergents : taux de croissance (glissement annuel en %)

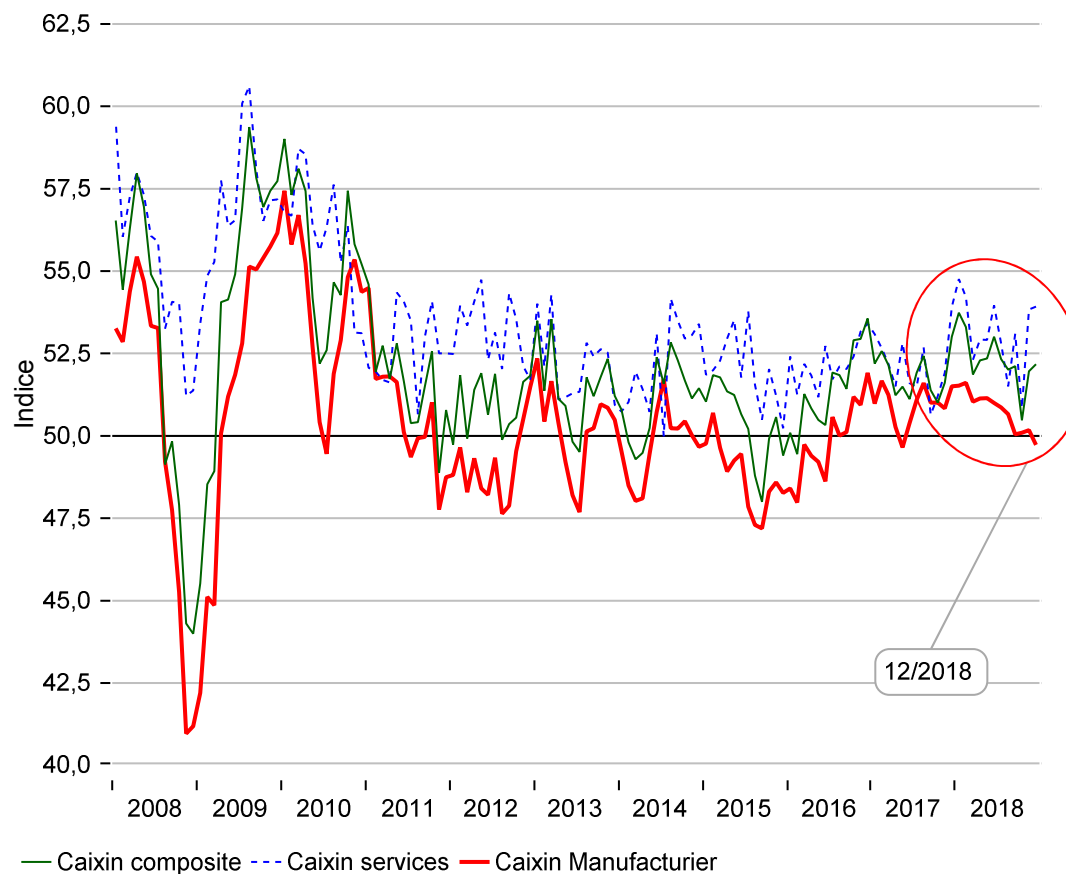


- Le durcissement des politiques monétaires par plusieurs banques centrales s'est faite au détriment d'une partie de la croissance, à laquelle s'ajoute la dégradation de l'environnement extérieur, des cours des matières premières et une moindre croissance en Chine malgré un probable plan de relance additionnel
- ⇒ **La crise financière a été évitée mais les perspectives de croissance s'établissent un cran plus bas**

# Croissance chinoise vs protectionnisme

## L'activité marque le pas

Chine : indices d'activité PMI Caixin



Source : Macrobond

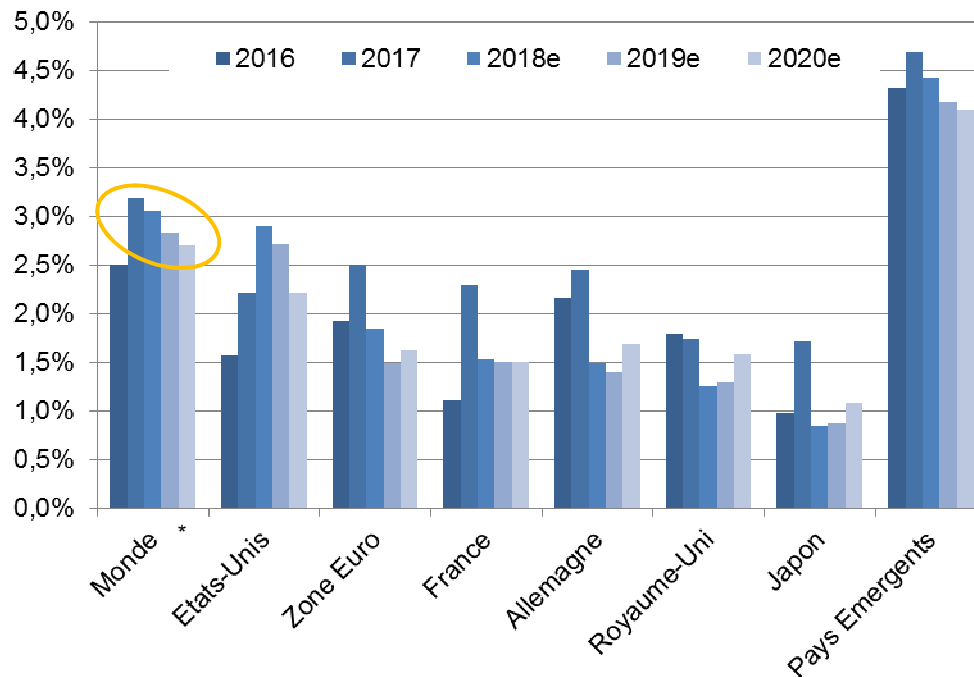
⇒ **Le protectionnisme vient perturber la stratégie à long terme de Pékin, qui doit prendre des mesures pour soutenir l'activité**

# Croissance mondiale

## Un impact croissant du protectionnisme



Monde : prévisions de croissance\* (en glissement annuel)



\* taux de croissance à taux de change courant  
Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

### Facteurs de soutien

#### 2019

- > Accalmie sur le front des tensions commerciales et politiques, qui contribuera à redynamiser le cycle d'investissement
- > Accélération de la consommation grâce à la hausse des salaires et à la dissipation de l'effet pétrole
- > Politique budgétaire expansionniste aux Etats-Unis et en Chine
- > Environnement de taux bas toujours favorable, avec des politiques monétaires (moins mais encore) accommodantes

#### 2020

- > Poursuite du cycle d'investissement
- > Accélération de la consommation grâce à la hausse des salaires
- > Effet résiduel de la réforme fiscale aux Etats-Unis
- > Environnement de taux bas dans les pays développés, à l'exception des Etats-Unis

⇒ **Le net ralentissement du commerce mondial pénalisera la croissance mais ses effets seront partiellement contrebalancés dans les pays où des politiques budgétaires expansionnistes sont adoptées**





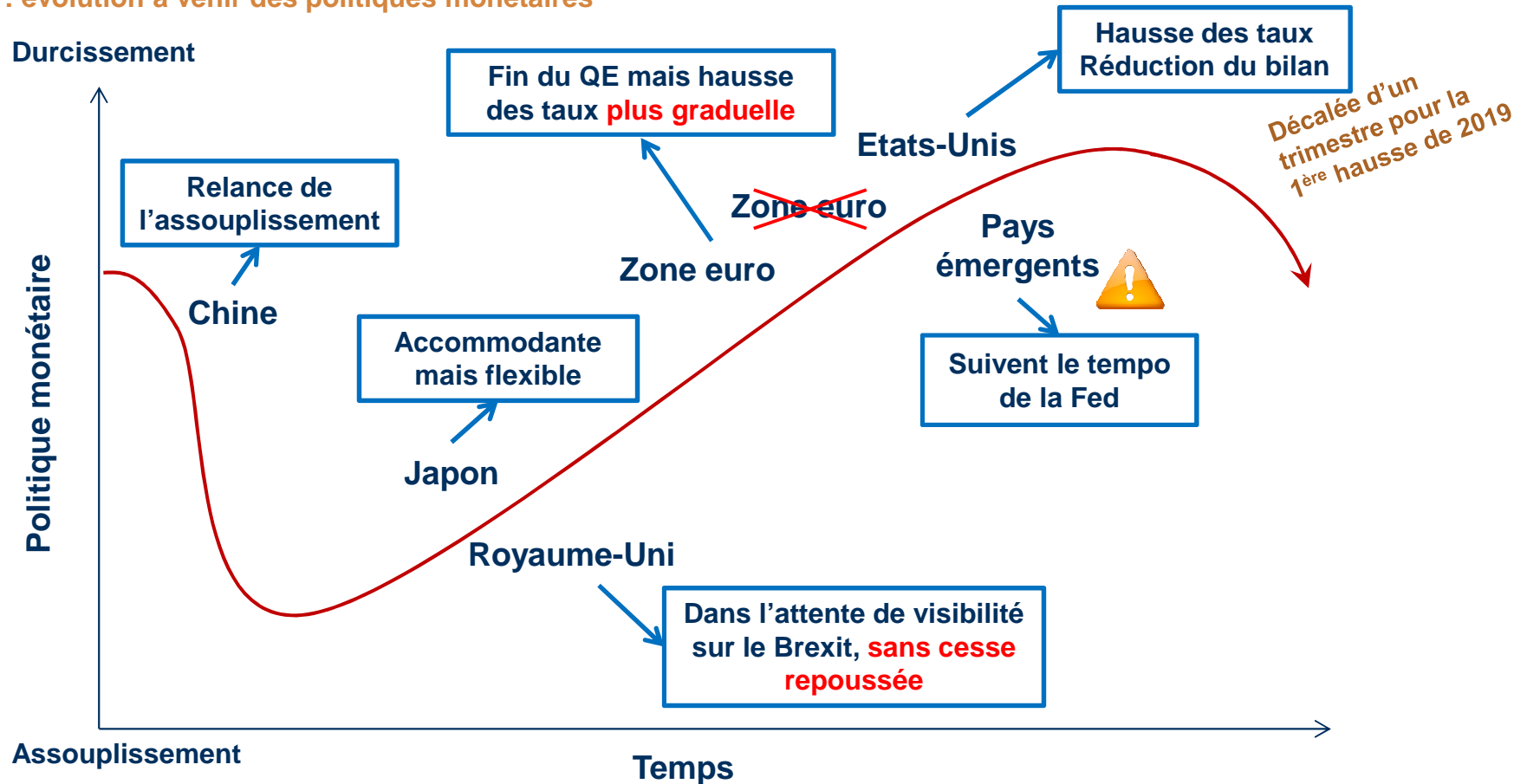
# Banques centrales

*Un cran plus prudentes mais toujours persistantes*

# Politiques monétaires à l'échelle mondiale

## Sortie plus graduelle des banques centrales

Monde : évolution à venir des politiques monétaires



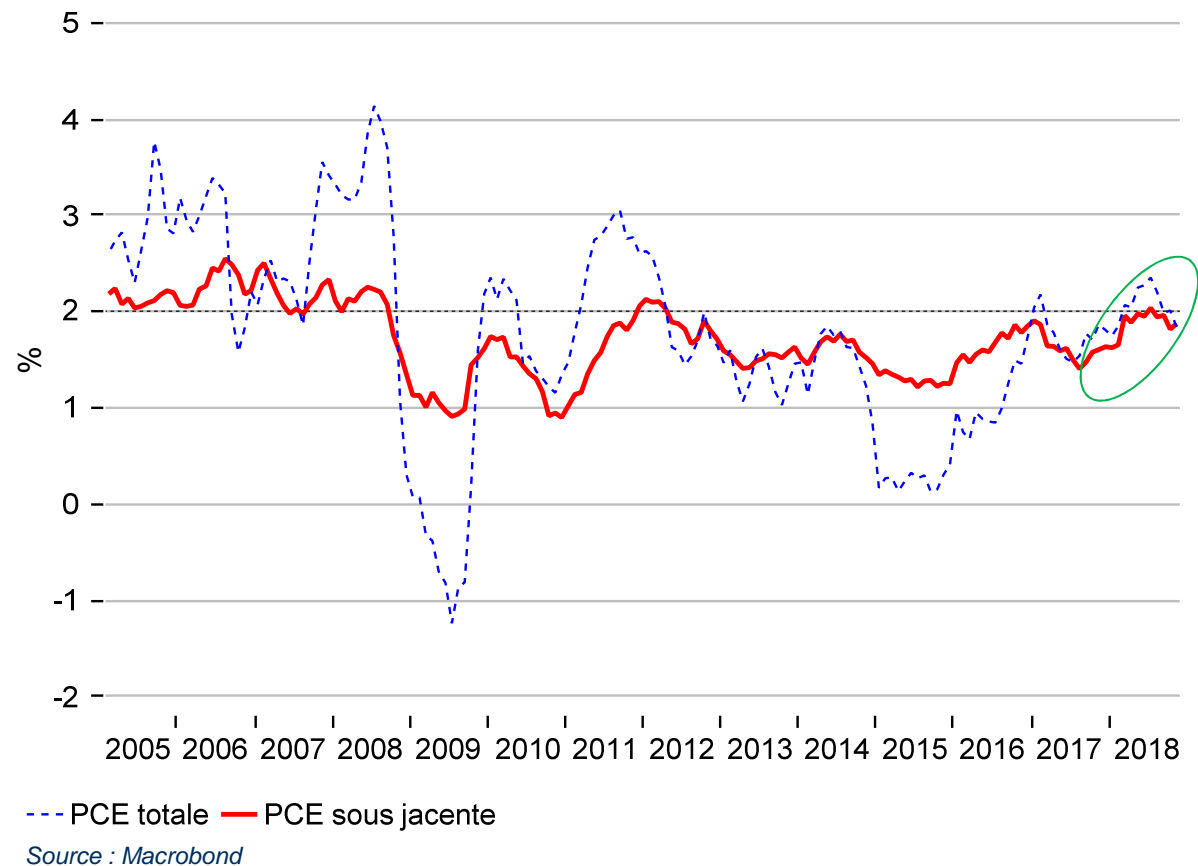
Source : CM-CIC Market Solutions

⇒ **Les banques centrales ralentissent le rythme de leur sortie mais le chemin est tracé, ce qui alimentera le mouvement de remontée des taux souverains**

# Taux d'inflation aux Etats-Unis

## Retour sur la cible de 2%

Etats-Unis : taux d'inflation PCE

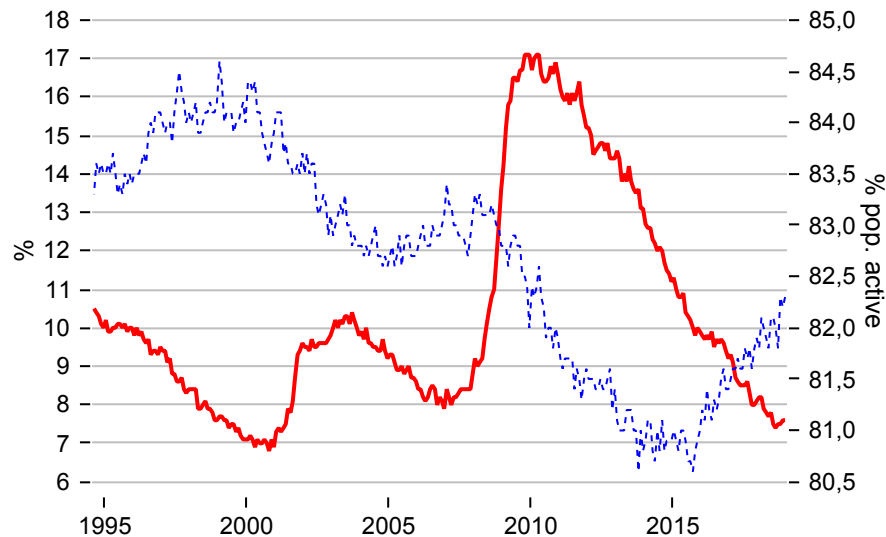


⇒ **L'inflation s'installera durablement au-dessus de 2% et favorisera la poursuite du resserrement monétaire graduel de la Fed**

# Marché du travail aux Etats-Unis

## La pénurie de main d'œuvre s'aggrave

Etats-Unis : taux de chômage et de participation\*\*



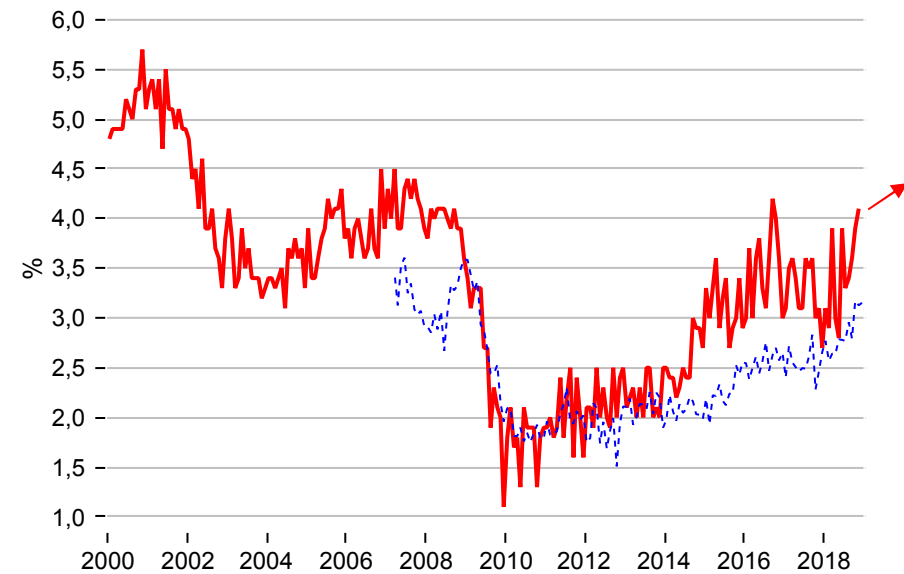
-- Taux de participation des 25-54 ans (éch. D)  
— Taux de chômage large U6\* (éch. G)

\* U6, taux de chômage « large » : taux de chômage national intégrant également les temps partiels subis et les travailleurs découragés

\*\* Taux de participation : population au travail ou cherchant du travail rapportée à la population des 25-54 ans

Source : Macrobond, CMCIC Market Solutions

Etats-Unis : salaires horaires (glissement annuel)



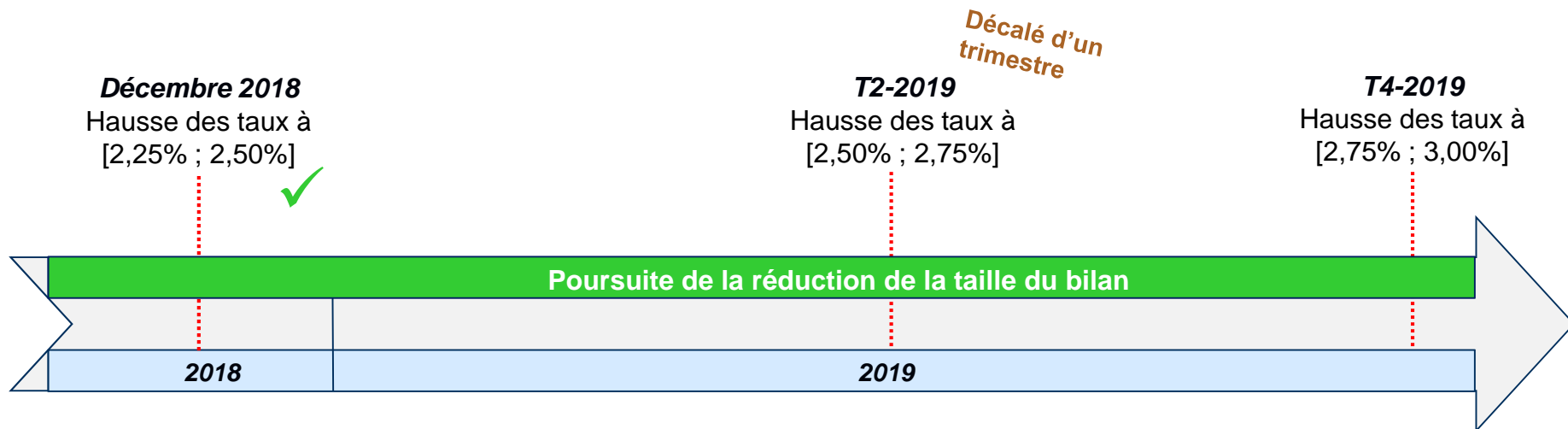
-- Salaire moyen (BLS) — Salaire médian (Fed d'Atlanta)

■ L'économie est proche du « plein emploi » et l'épuisement de la main d'œuvre contribuera à une accélération

⇒ **L'accélération des salaires permettra à l'inflation de s'installer au-dessus du seuil de 2%**

# Echéancier de la Fed

## Elle ajuste sa communication pour lever le pied



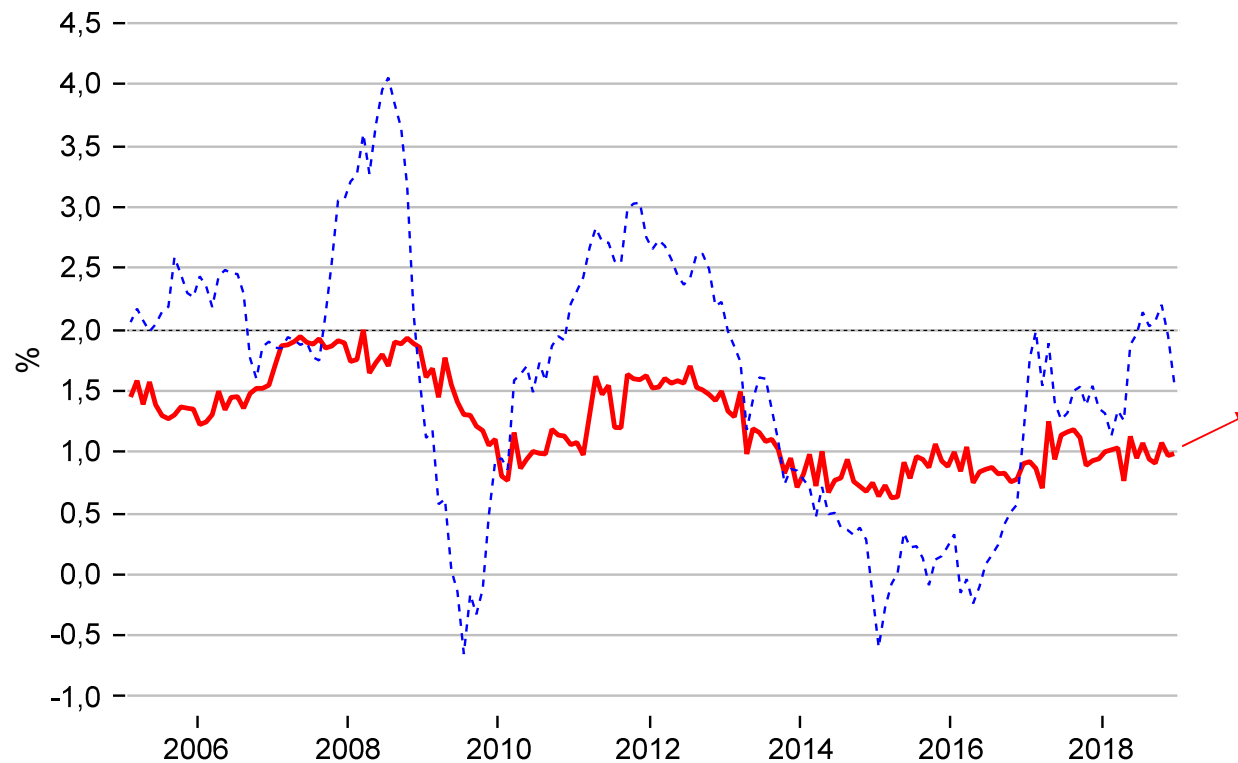
- La Fed a ajusté sa communication dans un sens plus prudent afin de se laisser le temps de constater l'impact des hausses de taux précédentes sur l'environnement économique et financier, notamment la capacité du cycle de croissance à tenir
- La situation sur le marché du travail et l'inflation (y compris les anticipations d'inflation) justifie une poursuite du resserrement monétaire

⇒ **Bien qu'une pause soit nécessaire (que nous estimons à 6 mois), la Fed alimentera le mouvement haussier des taux et du dollar**

# Taux d'inflation en zone euro

## Vers un chemin durable de hausse

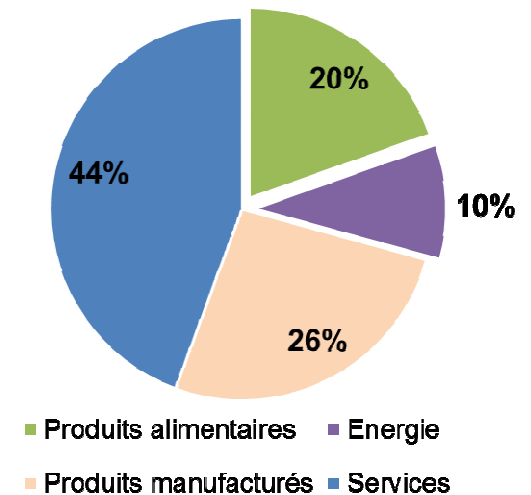
Zone euro : taux d'inflation (g.a., %)



--- Inflation — Inflation sous jacente

Source : Macrobond

Zone euro : poids des sous-composantes de l'inflation

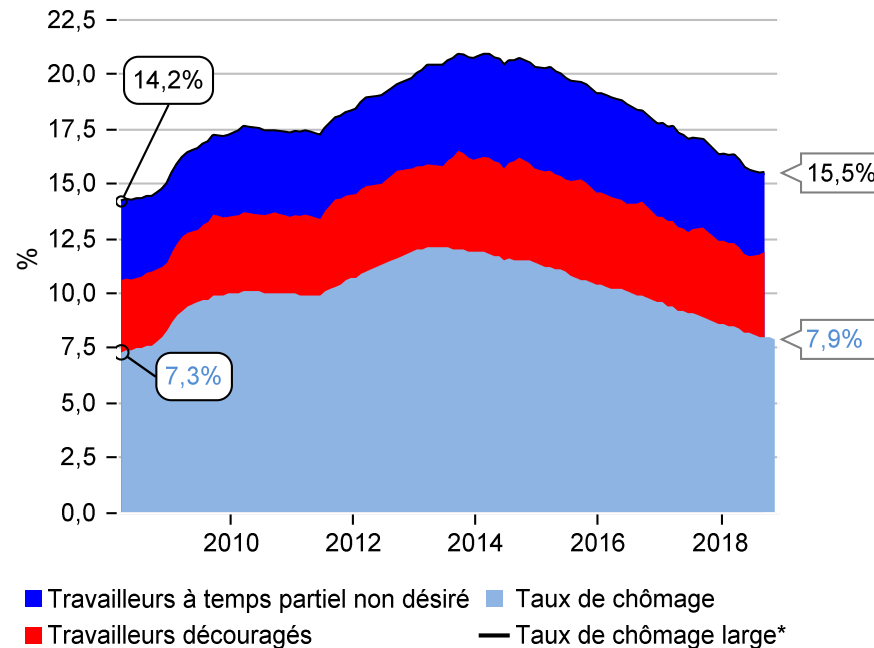


⇒ **Bien que le retour vers l'objectif de 2% prendra plusieurs années, le mouvement de progression des prix est amorcé**

# Marché du travail et salaires

## Poursuite de la baisse du chômage favorable aux salaires

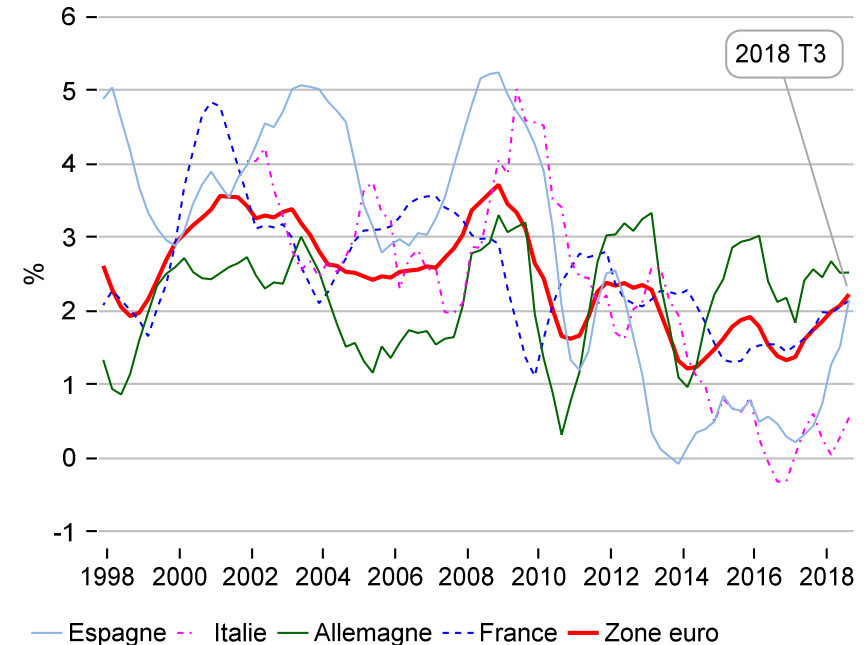
Zone euro : évolution du taux de chômage



\* *taux de chômage au sens « large »* : taux de chômage intégrant également les travailleurs à temps partiel subi et ceux qui ont cessé de chercher un emploi

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

Zone euro : évolution des salaires horaires (% , g.a.)

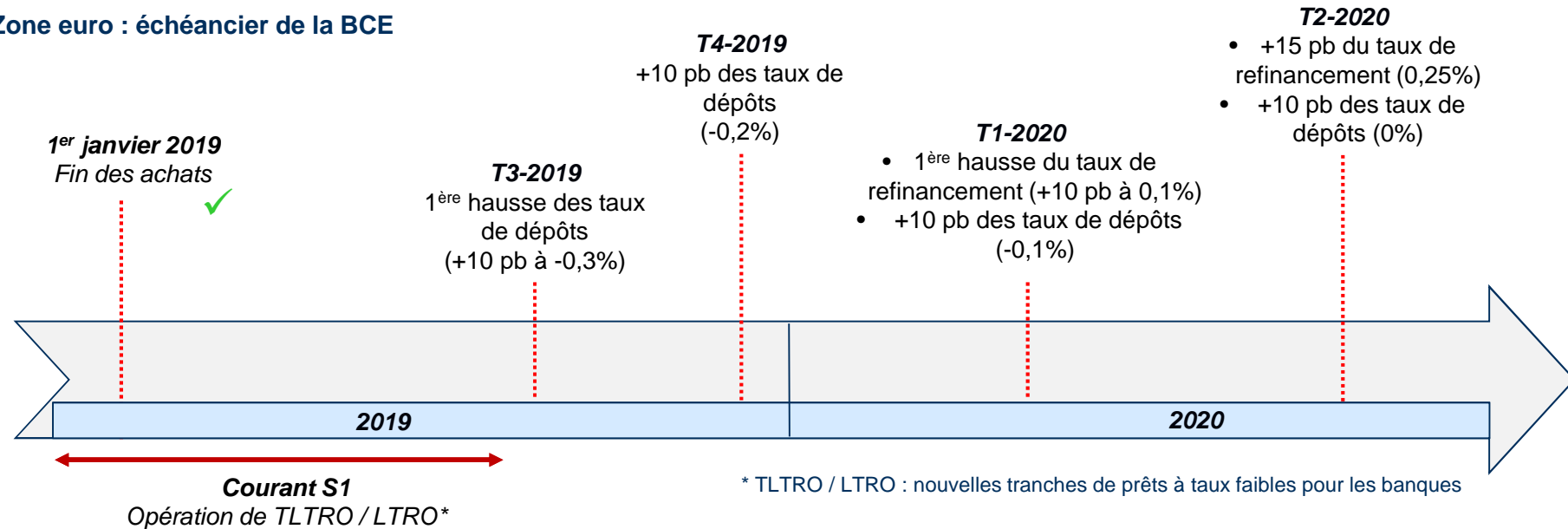


⇒ **Avec la bonne orientation de l'emploi et la dissipation des effets de second tour, le rythme de hausse des salaires poursuivra son accélération**

# Nos attentes concernant la BCE

## Vers un retrait très en douceur

Zone euro : échéancier de la BCE



- Le 24 janvier, la BCE s'est montré prudente dans son évaluation des risques pesant sur son scénario tout en jugeant qu'il été encore prématuré pour ajuster le chemin de sortie fléché depuis l'été dernier

> Afin de lisser l'impact d'une 1<sup>ère</sup> hausse des taux de dépôts sur les conditions de financement, une nouvelle vague de financement bon marché pour les banques serait envisagée ces prochains mois

⇒ **En retirant très graduellement les outils non conventionnels, la BCE alimentera le mouvement haussier sur les taux souverains et l'euro**



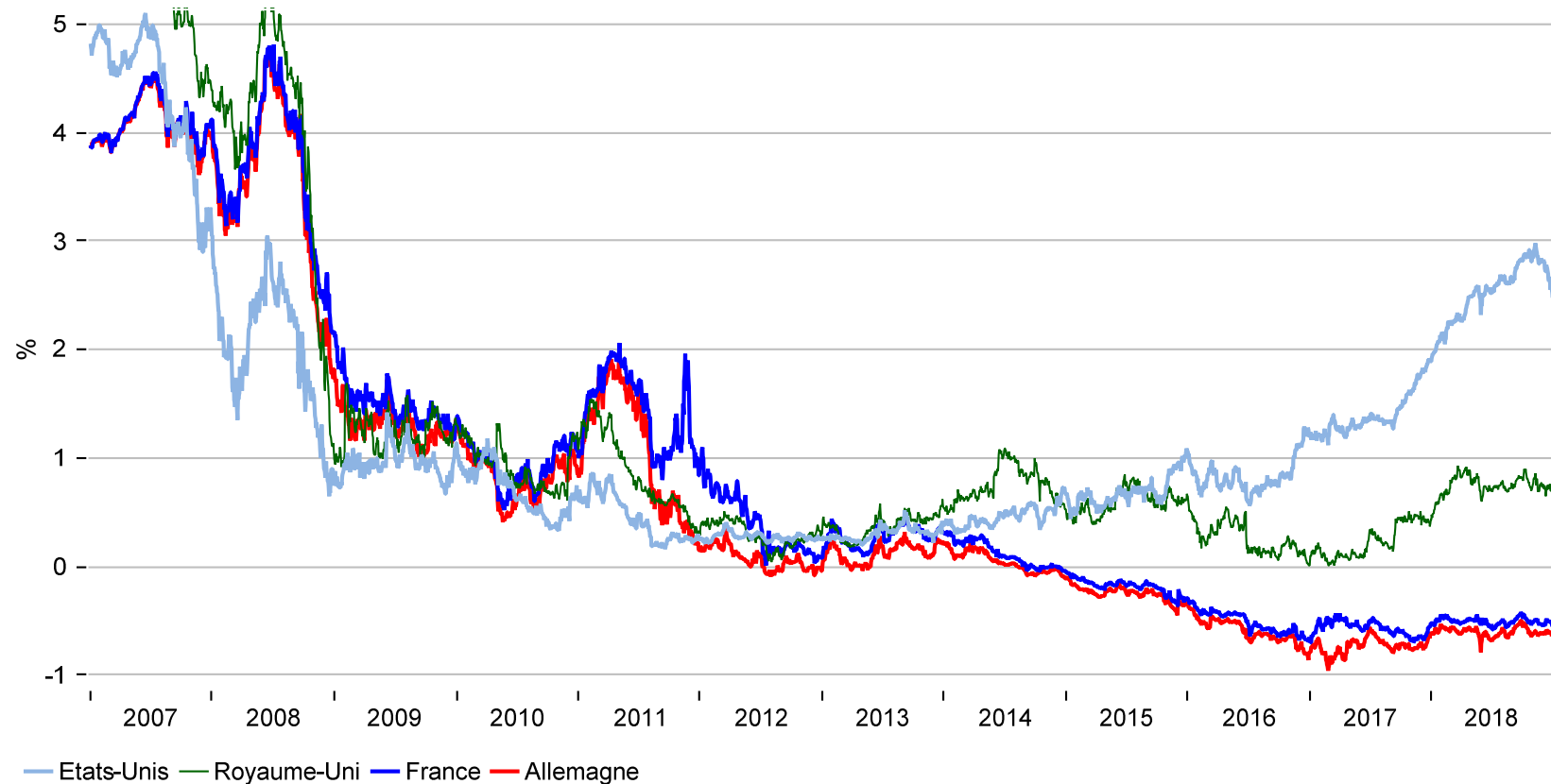


## Impact sur les différentes classes d'actifs en 2019

# Taux souverains à 2 ans

## *Pilotés par les banques centrales et l'aversion au risque*

Principaux taux souverains à 2 ans



Source : Macrobond

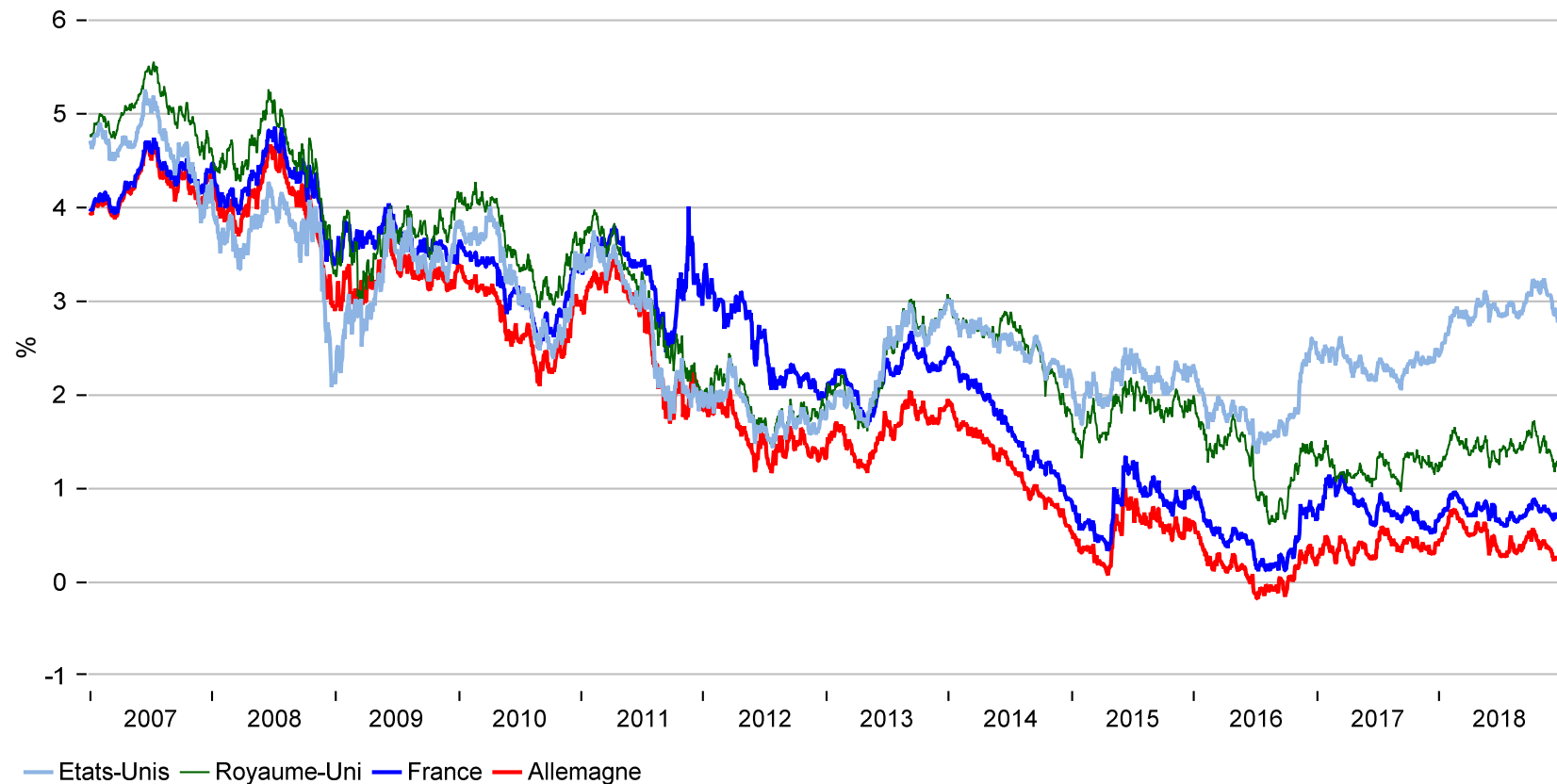
⇒ **Taux courts** : la rechute des taux courts américains reflète des anticipations de fin du cycle de hausse des taux directeurs par la Fed. La hausse reprendra des deux côtés de l'Atlantique du fait de la capacité des banques centrales à maintenir leur lente sortie



# Taux souverains à 10 ans

## A quand la fin de la rechute ?

Principaux taux souverains à 10 ans



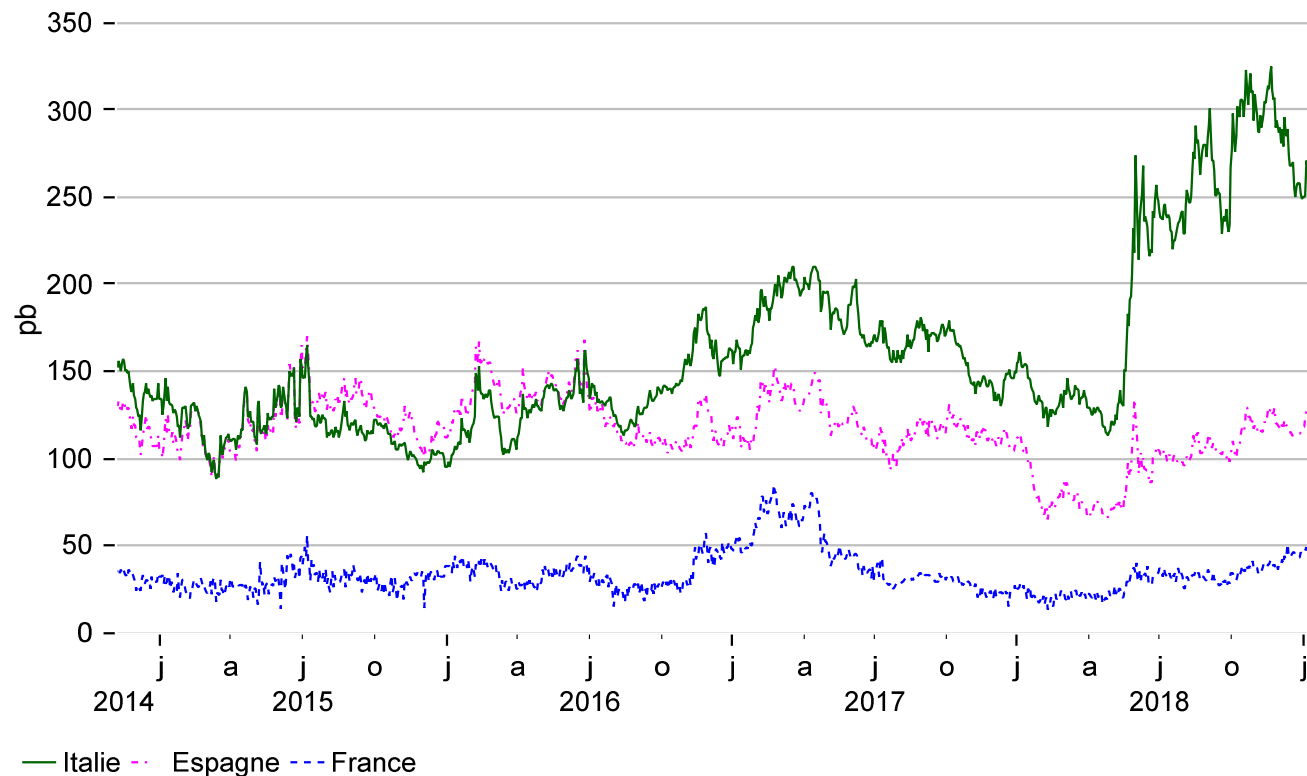
Source : Macrobond

⇒ **Taux longs** : la hausse a été interrompue par le renforcement des risques politiques, la chute des cours du pétrole et des inquiétudes sur le cycle de croissance. Elle reprendra avec la confirmation que la croissance résiste et le renforcement de l'inflation

# Spreads\* souverains 10 ans

## Les turbulences politiques se reflètent sur les taux

Evolution des écarts entre les taux à 10 ans de la France, de l'Italie et de l'Espagne avec ceux allemands



\* Spreads : écart de taux entre les obligations allemandes et celles d'autres Etats (ici sur des obligations d'une maturité à 10 ans)

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

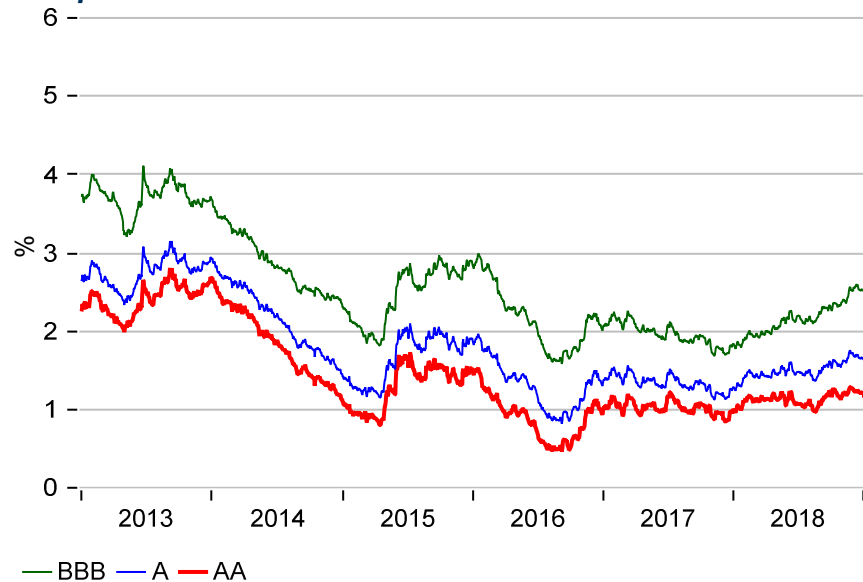
⇒ **Les gouvernements italien et français ont cédé avec des conséquences inverses sur les taux d'intérêt. La confiance des investisseurs en 2019 dépendra de la croissance et de la capacité à garder le déficit public sous contrôle**

# Obligations corporate

## Réduction des facteurs qui pressurent les rendements

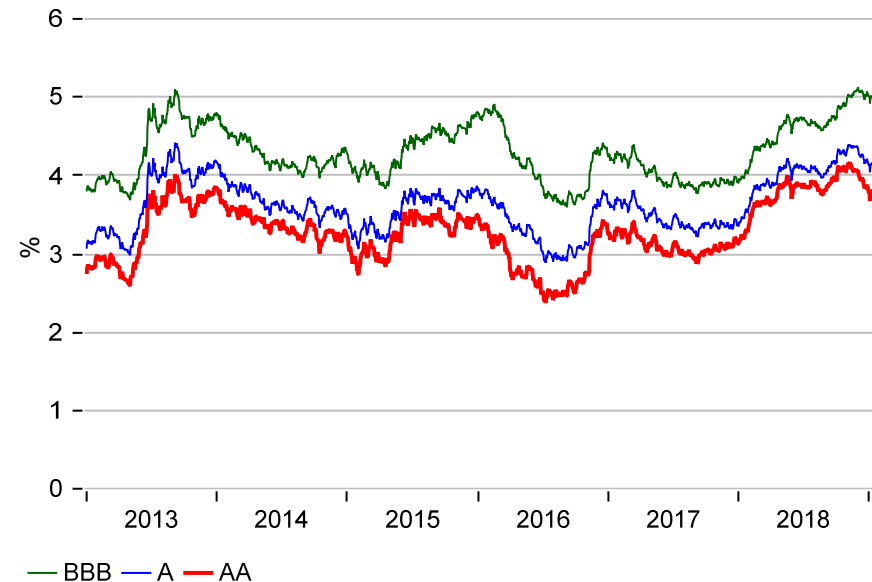
### Évolution des rendements obligataires corporate à 10 ans

#### Europe



Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

#### Etats-Unis



- Aux Etats-Unis, les fragilités de plusieurs grands noms (GE) ont inquiété sur les notations les plus faibles. La rechute récente, reflet d'une baisse des taux souverains, ne devrait pas durer, avec un risque croissant en termes de solvabilité pour les acteurs les plus endettés
- Le poids des achats de la BCE sur les rendements des obligations *corporate* a rapidement décliné. Il peut encore se contracter selon nous, sans compter l'impact du ralentissement économique sur les taux de défaut futurs

⇒ **Des rendements encore faibles**

# Taux souverains

## Notre scénario

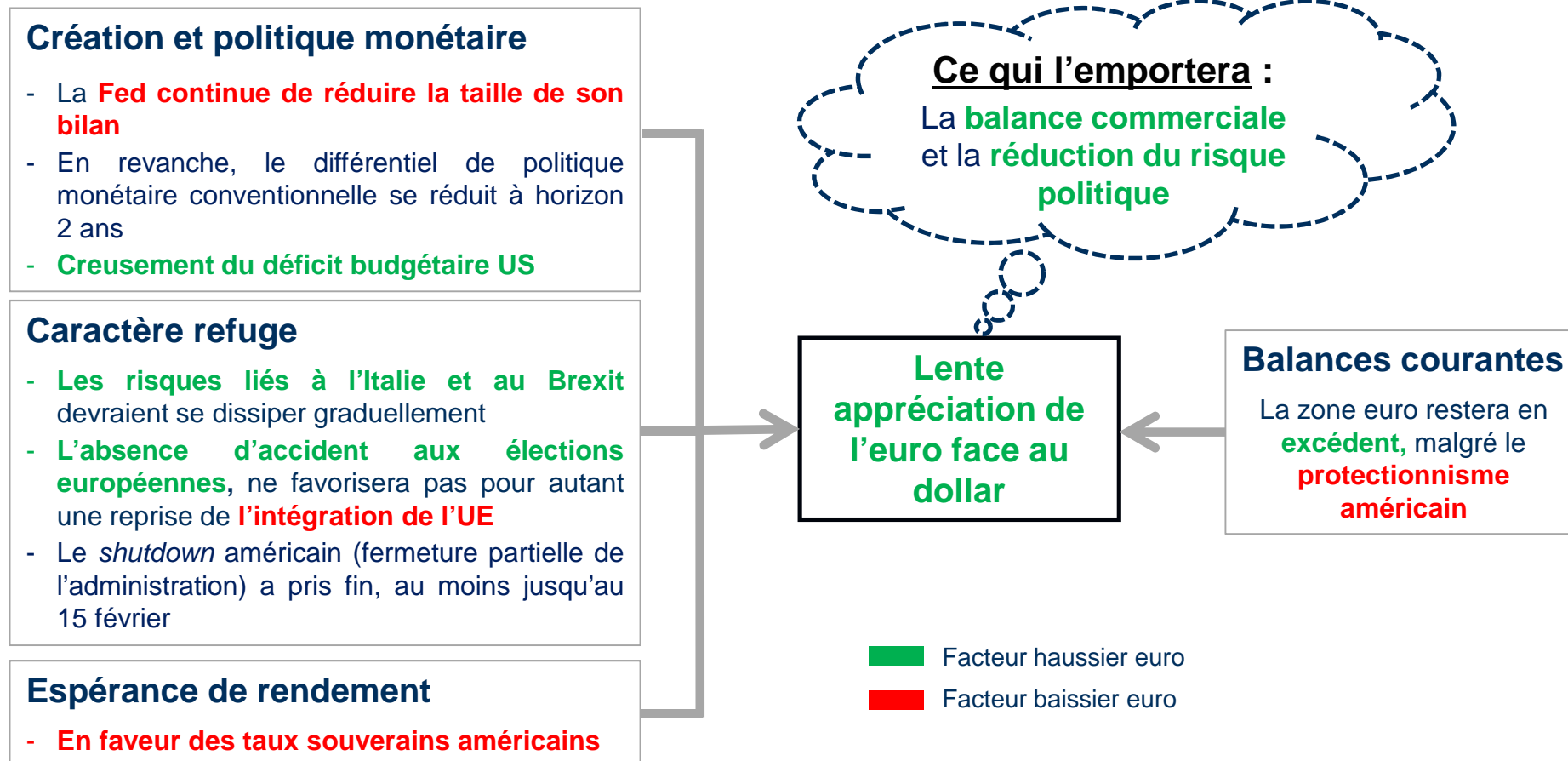
Taux d'intérêts	Déc-17	Déc-18	Mar-19e	Jun-19e	Sep-19e	Déc-19e
<b>Taux directeurs</b>						
BCE - taux de refinancement	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
BCE - taux de dépôts	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,40%	-0,30%	-0,20%
BOE	0,50%	0,75%	0,75%	0,75%	1,00%	1,00%
BNS	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%	-0,75%
Fed - borne basse *	1,25%	2,25%	2,25%	2,50%	2,50%	2,75%
Fed - borne haute	1,50%	2,50%	2,50%	2,75%	2,75%	3,00%
BoJ	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,10%
<b>Taux courts</b>						
Eonia	-0,35%	-0,35%	-0,35%	-0,35%	-0,25%	-0,15%
Euribor	-0,33%	-0,30%	-0,30%	-0,25%	-0,20%	-0,10%
<b>Taux souverains à 2 ans</b>						
Allemagne	-0,62%	-0,50%	-0,40%	-0,30%	-0,10%	0,10%
France	-0,52%	-0,45%	-0,30%	-0,20%	0,00%	0,20%
Royaume-Uni	0,43%	0,70%	0,70%	0,90%	1,00%	1,10%
Suisse	-0,76%	-0,75%	-0,75%	-0,60%	-0,50%	-0,40%
Etats-Unis	1,89%	2,80%	2,90%	3,00%	3,10%	3,20%
Japon	-0,12%	-0,10%	-0,10%	-0,10%	-0,05%	-0,05%
<b>Taux souverains à 10 ans</b>						
Allemagne	0,43%	0,30%	0,50%	0,70%	0,80%	0,90%
France	0,68%	0,80%	1,00%	1,10%	1,20%	1,30%
Royaume-Uni	1,19%	1,30%	1,40%	1,60%	1,70%	1,80%
Suisse	-0,10%	0,00%	0,10%	0,20%	0,20%	0,30%
Etats-Unis	2,41%	3,00%	3,10%	3,20%	3,30%	3,40%
Japon	0,05%	0,10%	0,10%	0,10%	0,20%	0,30%

\* : borne basse (overnight reverse repurchase rate)

Source : CM-CIC Market Solutions

# Parité euro/dollar

## Facteurs clés d'évolution



⇒ **Le ralentissement des hausses de taux de la Fed est intégré. L'inquiétude autour de la zone euro et de la capacité de la BCE à remonter ses taux directeurs devrait se réduire au cours des prochains mois, ce qui aidera la monnaie unique**

# Parité euro-dollar

## *Un potentiel toujours haussier, au-delà du risque politique*

Dollar : évolution de la parité EUR / USD



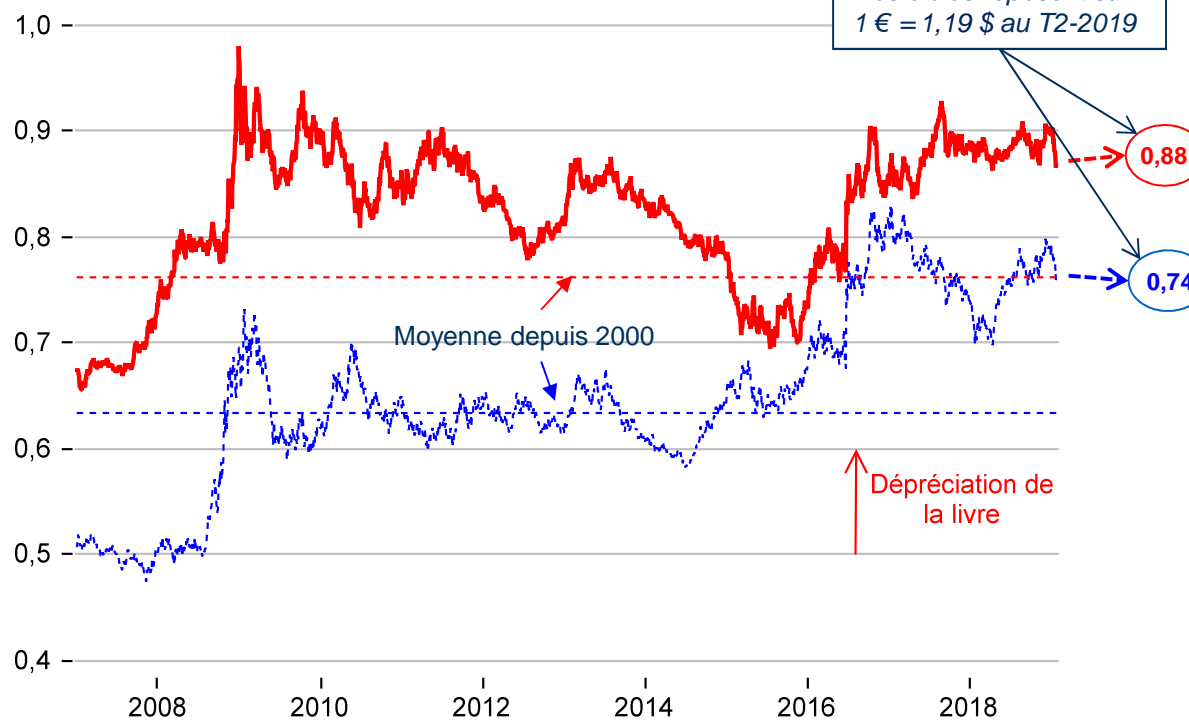
⇒ **Les risques politiques et conjoncturels contraignent la hausse de l'euro. Leur dissipation graduelle doit favoriser le mouvement de hausse, d'autant que le différentiel de politique monétaire se stabilisera**



# Focus Livre sterling

## A terme, la tendance reste à la baisse

Evolution de la parité EUR / GBP et USD / GBP



--- United Kingdom, FX Spot Rates, Bank of England, GBP per USD, Fixing — EUR / GBP

--- USD / GBP

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

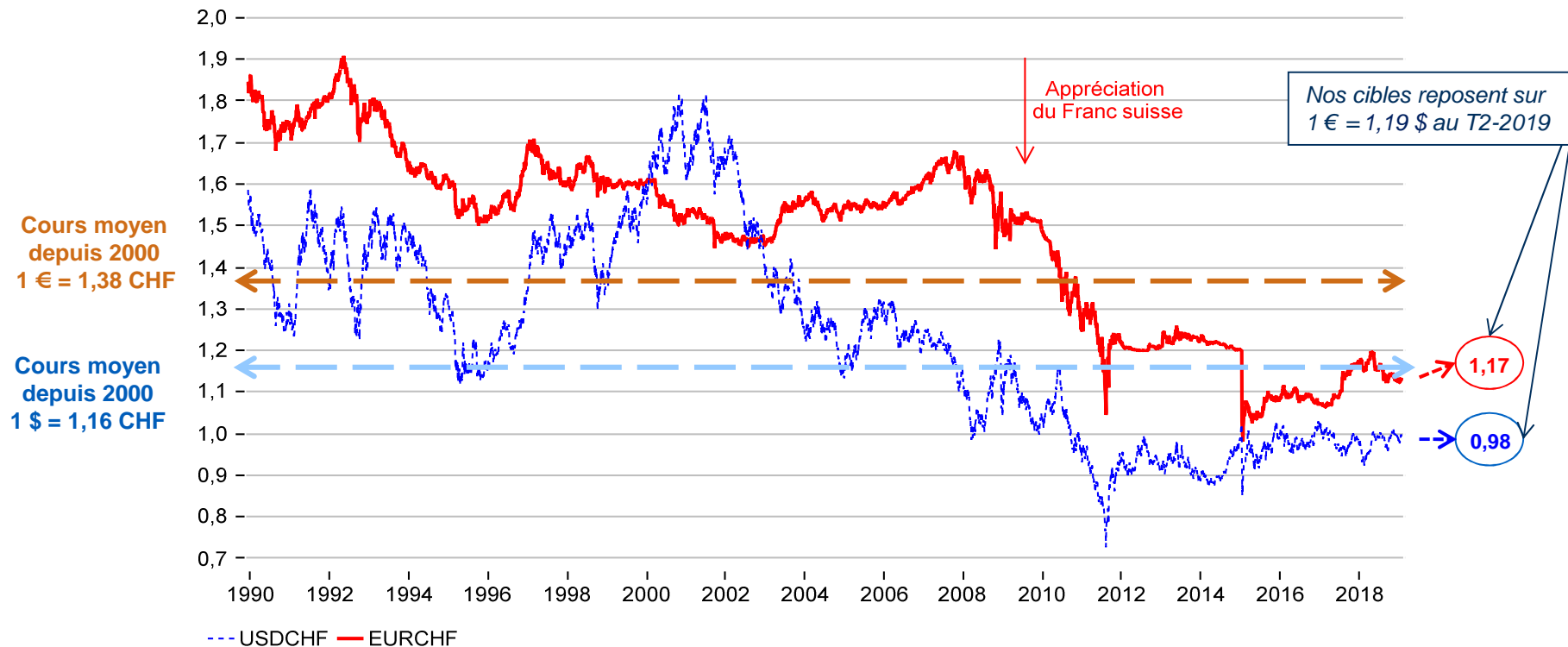
- Les négociations sur le Brexit resteront le principal facteur directionnel ces prochains mois. Le risque de « *no deal* » pèse sur la livre mais également sur l'euro
- Avec la sortie de l'UE, l'affaiblissement de la croissance pèsera sur la devise en contraignant la capacité de la Banque d'Angleterre à remonter ses taux directeurs

⇒ **L'absence de « *no deal* » sera un facteur de support à la livre et à l'euro, avant la reprise d'une tendance baissière de la livre sterling tant que les discussions concernant l'accord commercial resteront incertaines**

# Focus Franc suisse

## En attente de la dissipation des risques

Suisse : parité du franc suisse avec l'euro et le dollar



Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

⇒ **Le franc suisse a été porté récemment par les tensions politiques en Europe. La tendance devrait inverser avec 1/ l'interventionnisme de la BNS, 2/ la réduction des tensions, 3/ la confirmation que la croissance en zone euro peut se stabiliser**

# Taux de change

## Notre scénario

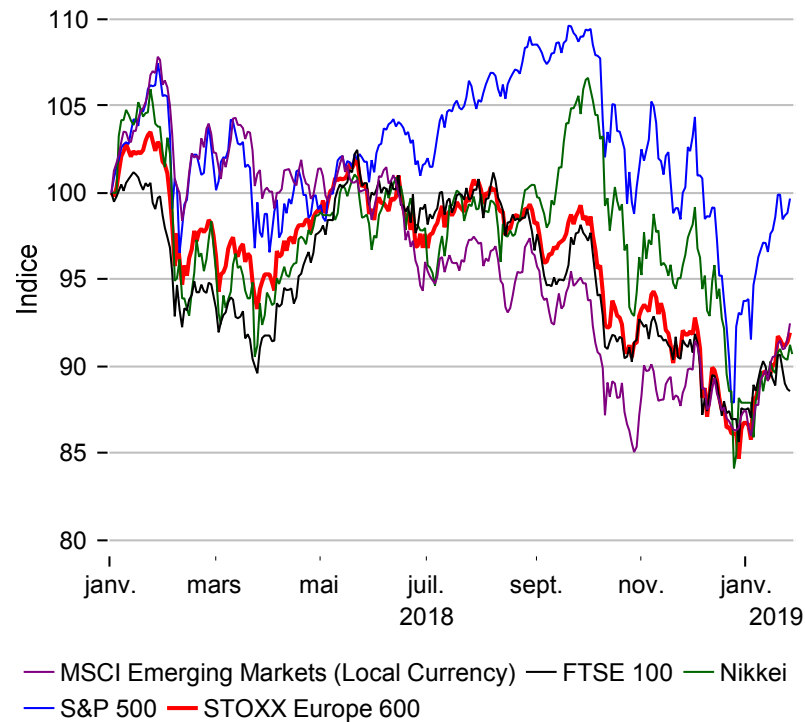
	Déc-17	Déc-18	Mar-19e	Jun-19e	Sep-19e	Déc-19e
<i>Taux de change (vs Euro)</i>						
USD	1,20	1,14	1,17	1,19	1,20	1,21
GBP	0,89	0,91	0,91	0,88	0,89	0,90
JPY	135	131	133	133	132	131
CHF	1,17	1,14	1,15	1,17	1,18	1,19

Source : CM-CIC Market Solutions

- > **\$** : Les risques politiques et conjoncturels contraignent la hausse de l'euro. Leur dissipation graduelle doit favoriser le mouvement d'appréciation, d'autant que le différentiel de politique monétaire se stabilisera. A moyen terme, il se prolongera grâce à la stabilisation du différentiel de politique monétaire, l'excédent commercial européen et le déficit budgétaire américain
- > **£** : La livre sterling continuera d'évoluer au gré des déclarations sur le Brexit mais un accord lui apportera un soutien. Pour les trimestres qui suivent, les incertitudes économiques et politiques forceront la BoE à rester durablement accommodante, ce qui pèsera sur la livre
- > **CHF** : Le franc suisse a été porté récemment par les tensions politiques en Europe. La tendance devrait s'inverser avec 1/ l'interventionnisme de la BNS ; 2/ la réduction des tensions ; 3/ la confirmation que la croissance en zone euro peut se stabiliser
- > **¥** : L'aversion au risque a récemment porté le yen, mais ce mouvement ne devrait pas durer compte tenu de l'action prolongée de la BoJ et de la baisse des craintes sur le cycle de croissance. La BoJ reste coincée par un environnement domestique en berne, ce qui maintiendra la pression sur le yen

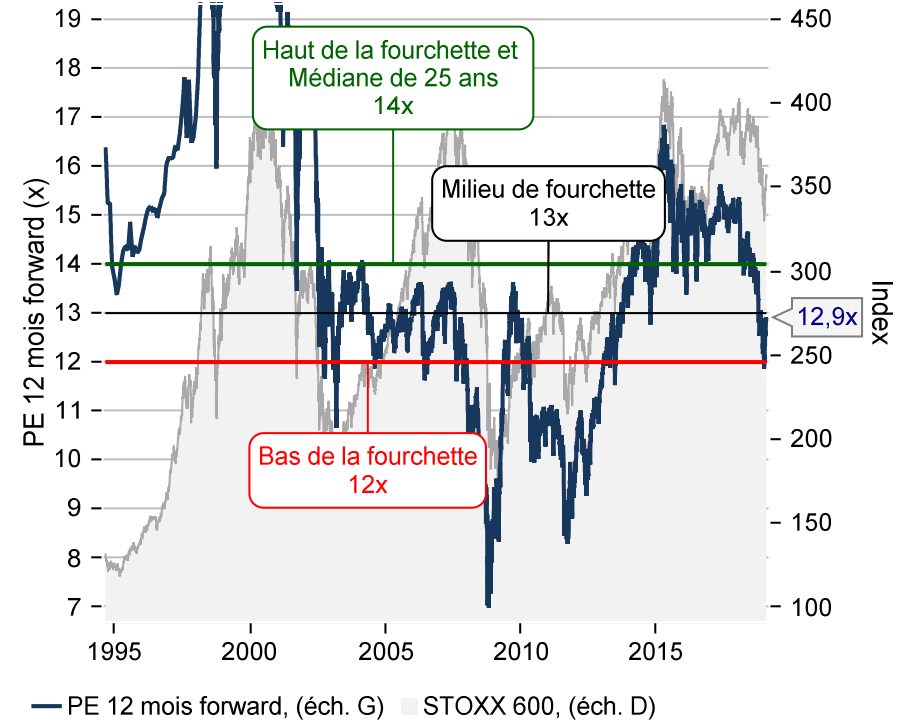
# Marchés d'actions mondiaux

Evolution des indices (en monnaie locale)



Source : Factset, Macrobond, CM-CIC Market Solutions

Stoxx Europe 600 : évolution des niveaux de valorisation PE (12 mois forward) sur 16 ans



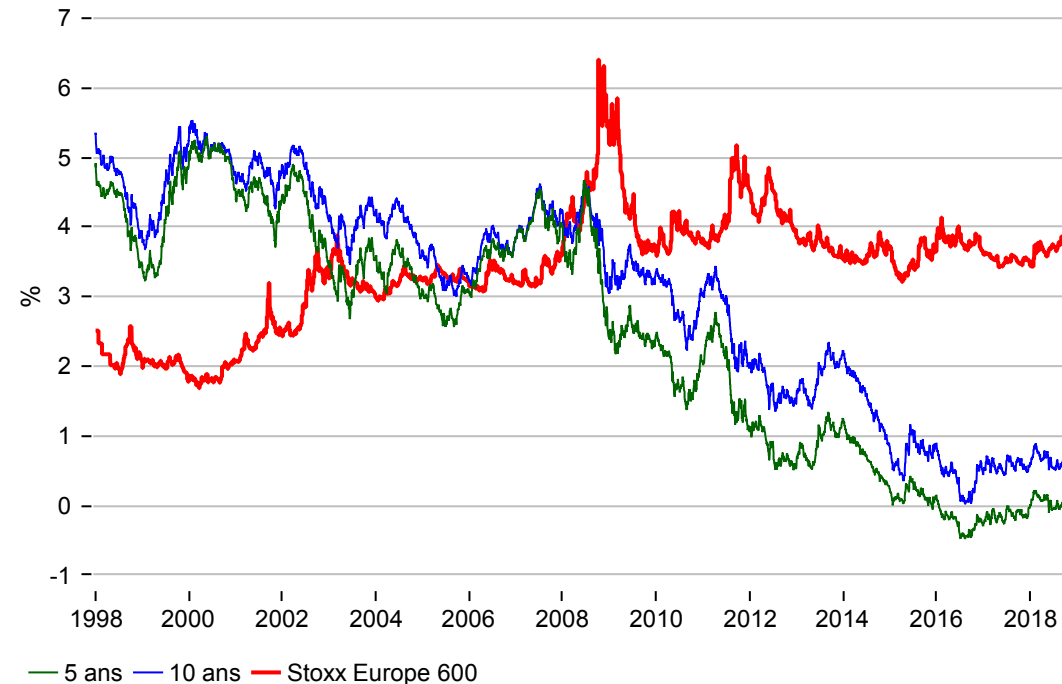
Source : Factset, CM-CIC Market Solutions

⇒ **Un facteur pénalisant majeur pour tous les indices : le protectionnisme**

# Le support du rendement

## *Au second plan face aux nombreux risques*

Rendement 12 mois *forward* du Stoxx Europe 600 comparé à des taux souverains sûrs (FR / GB / DE / SW / CH / FI / NL) (%)



Source : Factset, CM-CIC Market Solutions

- Malgré des taux souverains européens très faibles, les marchés d'actions restent sous pression en raison de nombreux freins qui alimentent l'aversion au risque

⇒ **Un catalyseur insuffisant pour l'instant**

# Facteur de fragilité

## Calendrier de leur évolution

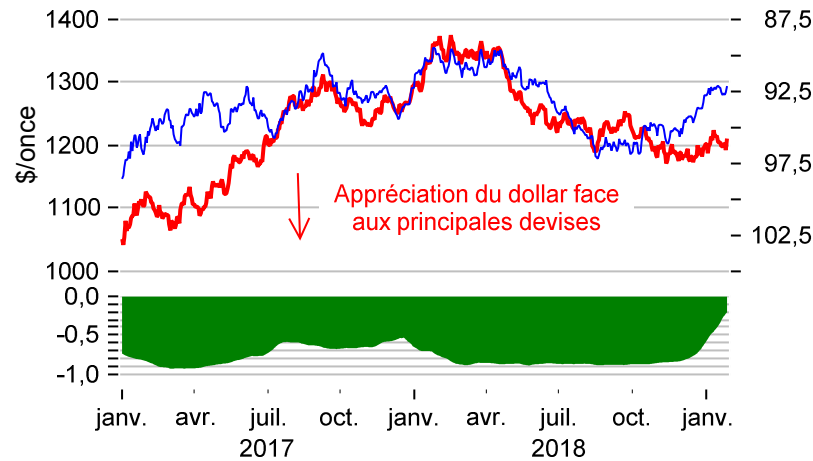
		Correction d'octobre	Décembre	Fin Janvier	Fin Mars	Fin Juin	Décembre 2019
Protectionnisme	US-Chine	●●*	●*	●*	●*	●●●*	●●*
	US-UE			●●*	●●*	●*	
Risque politique	Brexit	●*	●●*	●●●*	●●●*	●*	●*
	Italie	●●*	●*	●*	●*	●*	●*
	Elections UE			●*	●●*		
Cycle	US		●●*	●●*	●●*	●●*	●●*
	Zone euro	●●*	●●●*	●●*	●*		
	Chine-EM*	●*	●●*	●●*	●●*	●●*	

⇒ **Encore trop de freins. La prudence reste donc de mise pour l'instant**

## Or

## Les incertitudes en soutien pour l'instant

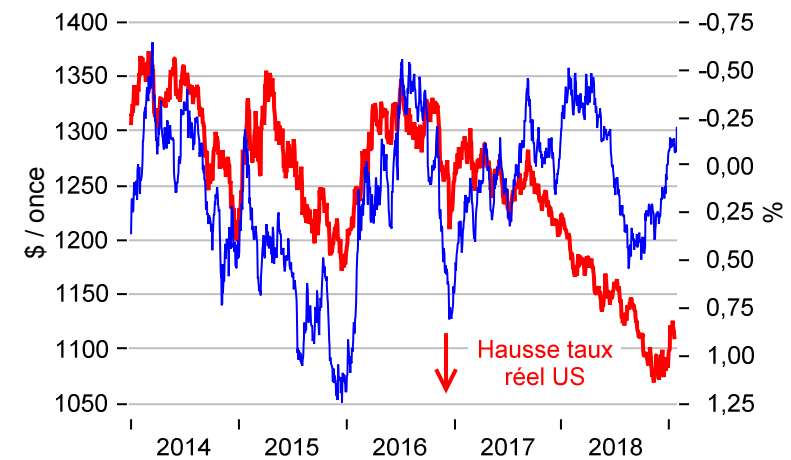
Evolution comparée de l'or et du taux de change effectif du dollar face aux principales devises



- Or, \$ par once, (éch. G)
- Indice dollar, DXY, échelle inversée, (éch. D)
- Corrélation 3 mois glissants

Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

Evolution comparée de l'or et du taux souverain réel US à 5 ans



- Or, \$ par once, (éch. G)
- Taux réel américain 5 ans, éch. inversée, (éch. D)

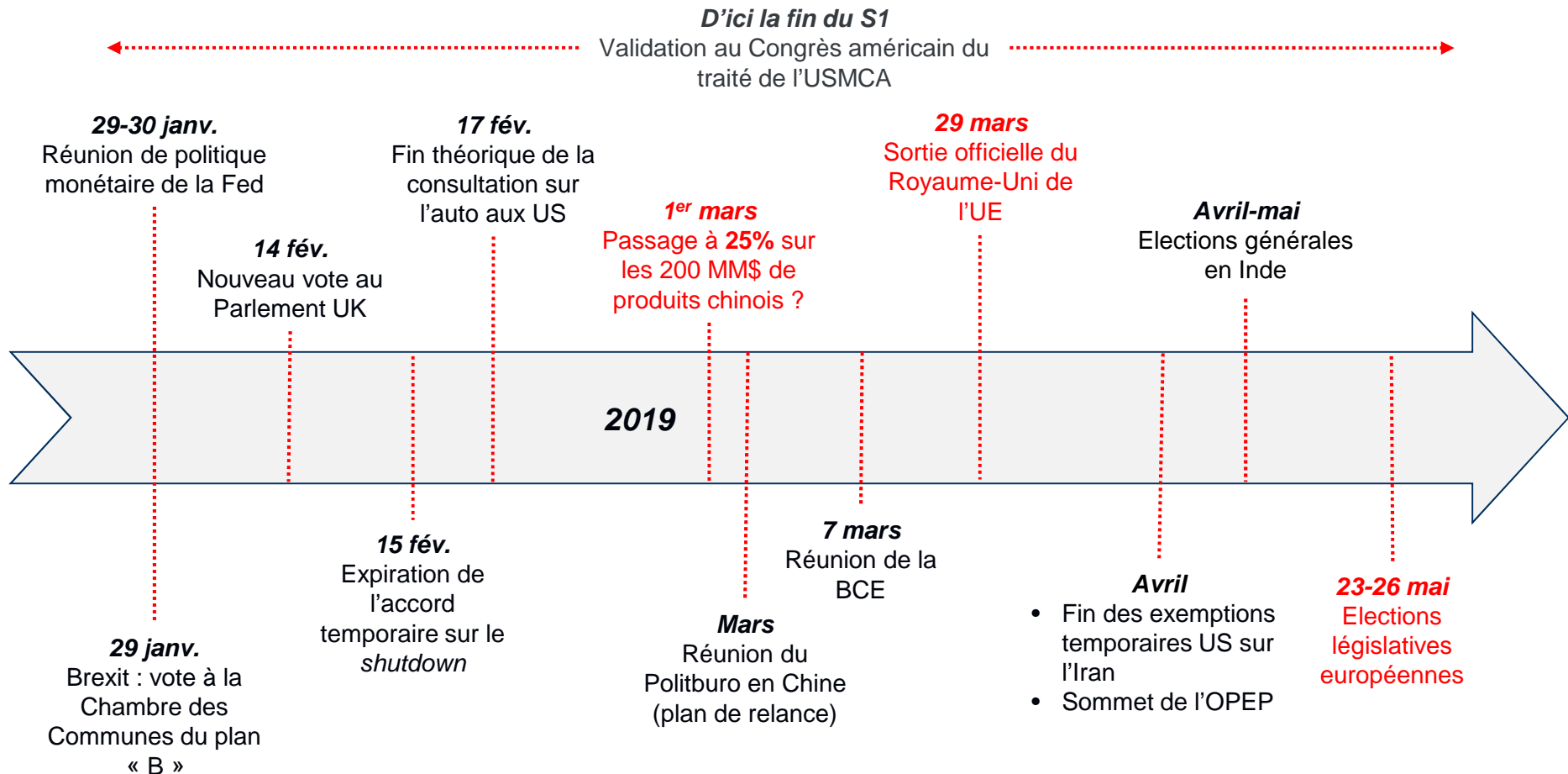
Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

- Le cours de l'or est soutenu par la montée en puissance des incertitudes ainsi que par l'arrêt de l'appréciation du dollar face aux principales devises. Plusieurs éléments se régleront d'ici fin juin mais les tensions resteront élevées d'ici là
- La hausse des taux souverains réels constitue cependant un frein à une hausse additionnelle du cours de l'or

⇒ **Le cours de l'or reste fragile**

# Echéancier de l'aversion au risque

## Calendrier 1<sup>er</sup> semestre 2019



⇒ **Les risques politiques en lien avec le Brexit et le protectionnisme réduisent la visibilité et tardent à se dissiper**



**FRANCE****CM-CIC Market Solutions****CIC**

6 avenue de Provence  
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93

**ETATS-UNIS****CM-CIC Market Solutions, Inc.****Member FINRA / SIPC**

**c/o CIC New York**  
520 Madison Ave.  
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250

Fax : +1 (212) 715 4472

**Disclaimer :**

CM-CIC Market Solutions est une Direction du CIC (Crédit Industriel et Commercial), établissement de crédit agréé en France par l'ACPR et partie prenante du Crédit Mutuel Alliance Fédérale. Le CIC est membre du réseau ESN (European Securities Network) et sous la surveillance de l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) et de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers).

Le CIC a mis en place une organisation et des procédures (ou Muraille de Chine) destinées à garantir l'indépendance des analystes financiers et la primauté des intérêts des clients. Il est notamment interdit aux analystes financiers de négocier des instruments financiers pour leur propre compte en relation avec les émetteurs et les secteurs qu'ils suivent.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables de la transmission correcte et intégrale de ce document, ni de tout retard dans sa distribution. Toute utilisation, communication, reproduction ou distribution non autorisée du présent document est interdite.

Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis. La valorisation et la recommandation qui en résulte sont fondées sur l'analyse de l'information publique à une date donnée, celle indiquée sur le document consulté. L'évolution notamment de l'environnement politique, économique, concurrentiel, réglementaire et de l'entreprise analysée peut conduire à une modification de cette valorisation et de l'opinion sans aucune obligation pour le CIC de mettre à jour le présent document ni d'informer les destinataires à cet effet.

Il est strictement interdit de reproduire le présent document intégralement ou en partie ou de le transmettre à des tiers sans autorisation. Le présent document a été préparé et publié par le CIC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources.

Ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de ceux-ci) ne garantissent leur exactitude ni leur intégralité, et ni le CIC, ni ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) ne sauraient être tenus pour responsables d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.

Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit. Le CIC, ses filiales (ainsi que les directeurs et employés de celles-ci) peuvent rendre des services d'investissement ou des services connexes, ou solliciter des mandats pour des services d'investissement ou des services connexes aux sociétés ou personnes ou autres entités mentionnées dans le présent document.

Le présent document a été préparé à l'intention des seuls clients du CIC et ses filiales. Il ne répond pas aux objectifs d'investissement, à la situation financière ou aux besoins particuliers de tout individu susceptible de le recevoir. Il est déconseillé de prendre une décision sur la seule foi de ce document. Les investisseurs devraient solliciter l'avis d'experts externes, notamment de conseillers financiers, de juristes, de fiscalistes, comptables ou autres spécialistes afin de s'assurer de l'adéquation des investissements avec leurs objectifs et leurs contraintes de gestion, et devraient comprendre que des opinions relatives aux perspectives futures peuvent ne pas se réaliser. Les investisseurs devraient noter que tout revenu provenant de ces titres peut fluctuer et que le cours des titres peut augmenter ou baisser. Ainsi, les investisseurs peuvent récupérer moins que leur investissement initial. Les performances passées ne présument en rien des performances futures. Les taux de change des devises peuvent avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou les revenus des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. En outre, les investisseurs qui détiennent des titres comme les American Depositary Receipts (ADR), dont la valeur varie en fonction de la devise du titre sous-jacent, assument effectivement un risque de change.

Dans le cas où le présent document a été commandé par l'émetteur, cette information est mentionnée dans les potentiels conflits d'intérêts.

Cette recherche est destinée au seul usage interne du destinataire, sauf accord préalable du CIC.

Ce document est destiné aux clients classés « professionnels » ou « contrepartie éligible » au sens de la Directive 2014/65/UE (« MIF2 »). Si un particulier « non professionnel » au sens de la Directive susvisée venait à être en possession d'une analyse contenant une recommandation ou une valorisation d'un titre, il ne devra pas fonder son éventuelle décision d'investissement uniquement sur la base dudit document mais devra consulter ses propres conseils.

Si vous avez reçu ce document par erreur, merci de le détruire ou de le signaler immédiatement à [analyse@cmcic.fr](mailto:analyse@cmcic.fr)

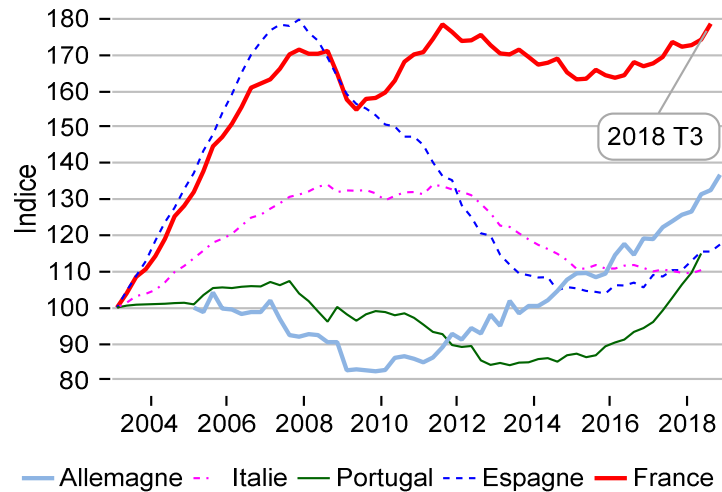
Pour toutes informations supplémentaires ou disclaimer spécifique, connectez-vous au site Internet de CM-CIC Market Solutions : [www.cmcicms.com](http://www.cmcicms.com)

# Investissement immobilier en France

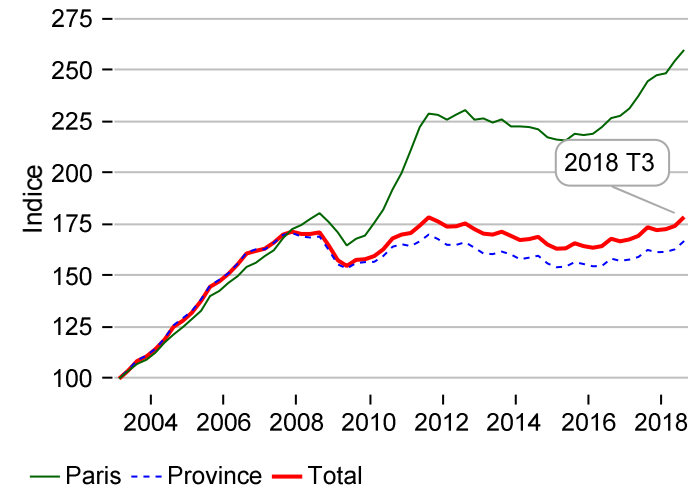
## L'activité immobilière s'essouffle mais les prix résistent



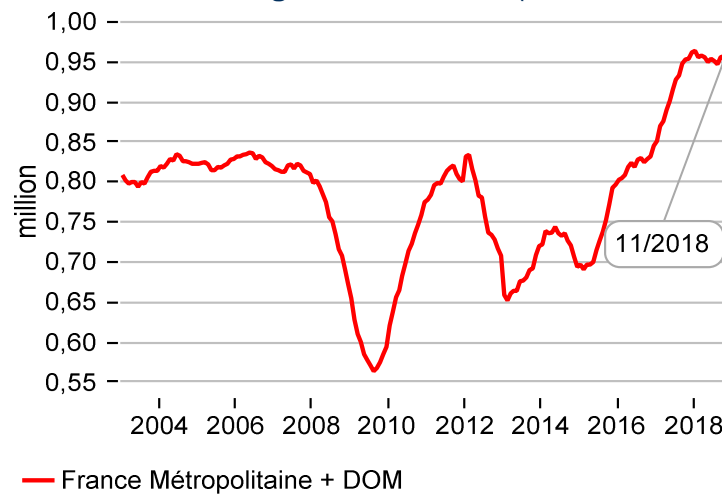
France : indice des prix immobiliers (base 100 en 2003)



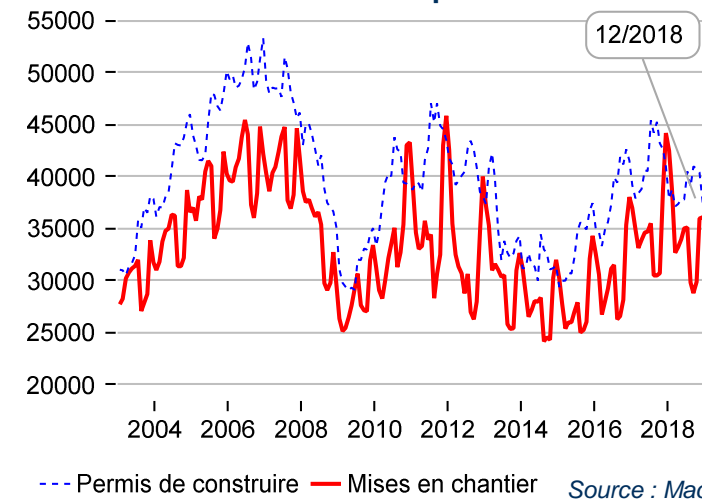
France : indice des prix immobiliers (base 100 en 2003)



France : ventes de logements anciens (chiffres cumulés 12 mois)



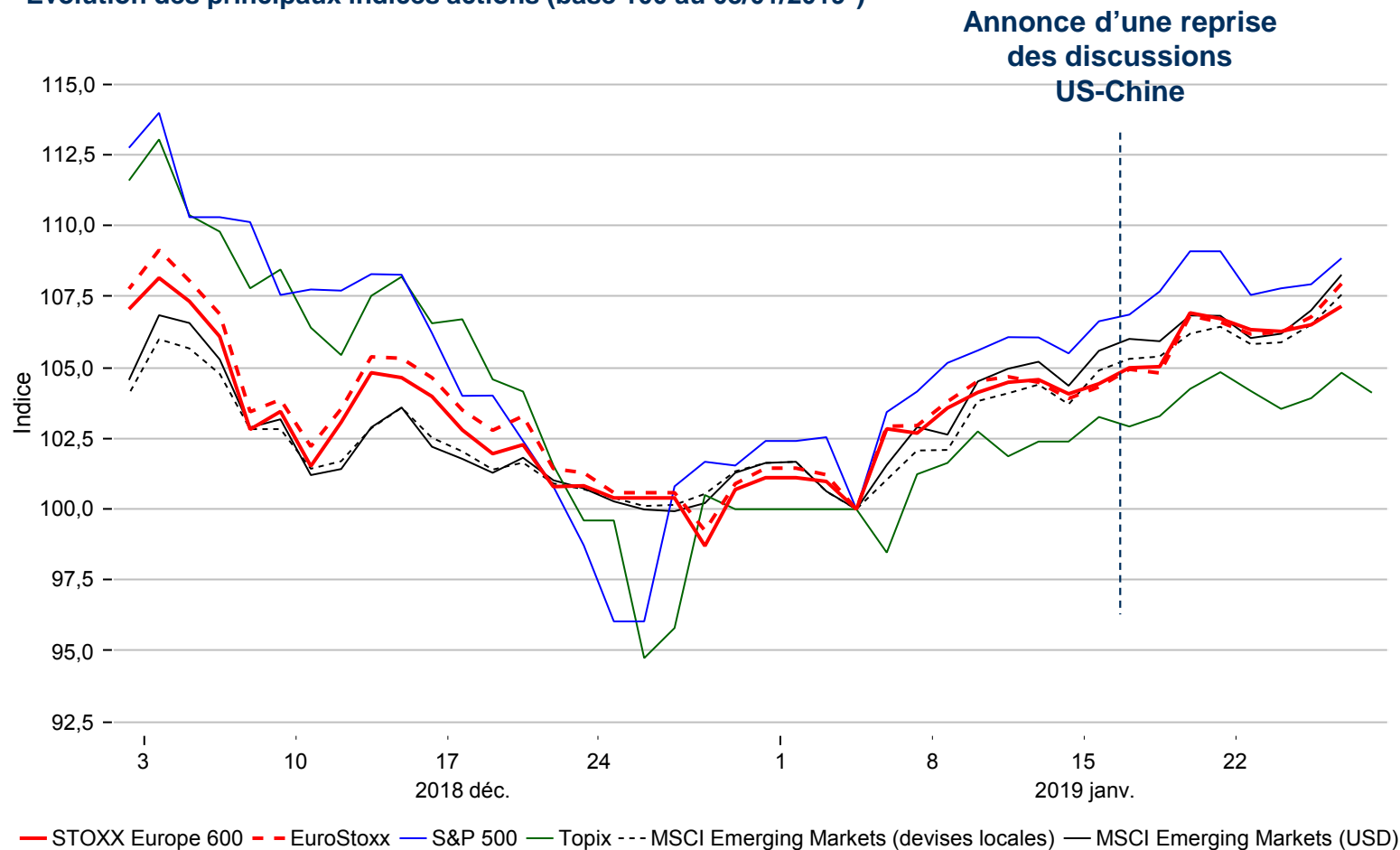
France : mises en chantier et permis de construire



# Indices actions mondiaux

## Un rebond marqué et généralisé ces derniers jours

Evolution des principaux indices actions (base 100 au 03/01/2019\*)



Source : Macrobond, CM-CIC Market Solutions

\* Annonce d'une reprise des discussions US-Chine