

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

PLUS DE SÉLECTIVITÉ
DANS L'ALLOCATION DU RISQUE

LE THÈME DU MOIS

APPRÉCIATION DE L'EURO :
CAUSES, PERSPECTIVES
ET CONSÉQUENCES

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

VUES DES CIO

PLUS DE SÉLECTIVITÉ DANS L'ALLOCATION DU RISQUE

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Contexte

Malgré les très bons résultats des entreprises au 2^e trimestre, la hausse des actions s'est interrompue en août sur fond de tensions géopolitiques. Dans le même temps, le cycle économique est solide et synchronisé au niveau mondial. Aucun signe de récession imminente n'est à observer aux États-Unis, qui sont toutefois certainement proches du dernier stade du cycle économique alors que l'Europe connaît une croissance robuste et généralisée, supérieure aux attentes. Si, comme nous le pensons, le mouvement d'appréciation de l'euro reste limité, il ne devrait pas enrayer la dynamique positive des bénéfices des entreprises et de l'économie. Les perspectives d'inflation mondiale modérées, confirmées par les chiffres de juillet aux États-Unis et dans la zone euro, permettent aux banques centrales d'éviter toute intervention agressive au niveau de leurs taux d'intérêt et de la normalisation de leur bilan. Le contexte fondamental demeure également favorable dans les marchés émergents (ME). Dans ces conditions, les investisseurs doivent selon nous conserver **un appétit pour le risque modéré** et employer **une approche de plus en plus sélective, car les valorisations deviennent tendues dans certains segments du marché**. L'allocation au risque doit par conséquent préférer les actions au crédit et privilégier les secteurs du marché présentant toujours des écarts de valorisation. Néanmoins, nous pensons que des stratégies de couverture sont encore de mise dans une optique de gestion des risques. Sur un horizon d'investissement plus long (12-24 mois), les investisseurs risquent d'être confrontés à une situation asymétrique au sein de leurs portefeuilles, avec un potentiel haussier (gains) limité (en raison de la performance du marché et du niveau élevé des valorisations) et une probabilité baissière (perte) possiblement plus importante dans le sillage du ralentissement naturel de l'économie américaine, de l'évolution des politiques monétaires et des risques géopolitiques. Les investisseurs devront donc être prêts à alléger leur exposition au risque dans le cas où cette évolution de l'économie et des marchés commencerait à prendre forme, tout en restant attentifs aux opportunités de marchés.

Nos convictions

- **Gestion diversifiée**: nous recourons de manière accrue aux stratégies de couvertures en raison de la réapparition du risque géopolitique et des fluctuations des taux de change. Notre principale conviction en matière d'allocation d'actifs reste notre préférence pour les actions, mais nous transitons graduellement d'une phase de réflation des actifs (approche ultra-accommodante des banques centrales) vers une phase de cycle beaucoup plus mature en 2018 (conditions monétaires plus restrictives et inflation en hausse). Nous maintenons une opinion neutre vis-à-vis des marchés du crédit (qui demeurent intéressants du point de vue du rendement) et notre biais négatif pour les emprunts d'État.
- **Marchés obligataires**: nous conservons notre biais légèrement sous-exposé en duration. Nous n'identifions pas de risque d'accélération rapide de la croissance ou de l'inflation dans les prochains mois; toutefois, nous pensons que le niveau actuel des rendements souverains sous-estime le changement à venir dans les politiques monétaires aux États-Unis et dans la zone euro. Les obligations indexées sur l'inflation restent également attractives dans la mesure où elles sont basées sur des anticipations d'inflation trop prudentes; au même titre, les obligations à taux variable sont intéressantes. Dans la sphère obligataire, nous continuons de privilégier le marché du crédit des pays développés, tout en nous montrant de plus en plus attentifs à la qualité du crédit et à la liquidité car les valorisations deviennent tendues sur l'ensemble des marchés.
- **Actions**: les perspectives sur les actions restent positives et sont soutenues par la croissance des bénéfices des entreprises et l'environnement économique favorable. Aucun risque global ne menace selon nous les valorisations à leur niveau actuel, même si les marchés peuvent être sensibles à toute mauvaise nouvelle. Nous conseillons de privilégier une approche sélective et plus axée sur les actions sous-évaluées, en particulier aux États-Unis, car le cycle économique est à un stade avancé.
- **Actifs réels**: nous continuons d'identifier des opportunités parmi les actifs réels exposés au scénario de réflation. L'immobilier et l'infrastructure continuent selon nous d'offrir un potentiel en termes de couverture contre l'inflation.

MACRO

Croissance plus robuste et appréciation de l'euro

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

L'expansion de l'économie mondiale se poursuit

Les statistiques et les enquêtes de conjoncture dépeignent la poursuite de l'expansion économique, tirée la plupart du temps par la demande intérieure. Dans la zone euro, la reprise économique s'est accélérée au 2^e trimestre et devient généralisée, comme l'ont confirmé récemment les chiffres du PIB. Les indicateurs de confiance des entreprises atteignent de nouveaux plus hauts cycliques, non seulement en Allemagne, mais aussi en France et en Italie, et le moral des ménages s'améliore également. De plus, les dépenses d'investissement repartent et une embellie est également à constater sur le front du marché de l'emploi, où les taux de chômage ne cessent de reculer et s'accompagnent d'une légère hausse du taux de participation. Tous ces éléments permettent d'espérer une accélération de la croissance potentielle ainsi qu'une révision à la hausse des prévisions du consensus et de la BCE. Nous continuons de penser que la croissance du PIB va se stabiliser aux alentours de 2 % aux États-Unis et se rapprocher de plus en plus du même chiffre dans la zone euro. En revanche, l'économie britannique demeure exposée à des risques (négociation avec l'UE, impacts potentiels du Brexit notamment). Les économies émergentes sont solides dans l'ensemble (notamment en Asie), et la Russie et le Brésil devraient sortir progressivement de la récession. La situation s'améliore aussi au Japon, où la croissance du PIB (supérieure à 1,5 %) est nettement plus élevée que son rythme potentiel (environ 0,5 %). En conséquence, grâce à cette re-synchronisation du cycle mondial, le commerce international se renforce : +6,5 % en taux annuel au 1^{er} semestre, soit +5,1 % en glissement annuel, du jamais vu depuis 2011. Néanmoins, nous prévoyons une décélération dans les mois à venir (accompagnée d'une stabilisation du ratio commerce international/PIB mondial). L'inflation sous-jacente américaine ralentit depuis le début de l'année. Ce tassement est dû à des facteurs temporaires, mais le faible niveau de l'inflation sous-jacente indique la présence de facteurs structurels (du côté de l'offre). Nous pensons que ce taux va réaccélérer, mais rester modeste.

Au niveau actuel, l'euro n'est pas une menace pour la reprise dans la zone euro

Au niveau actuel, l'euro n'est pas une menace pour la zone euro (14 % contre le dollar américain depuis janvier et 7 % en termes effectifs depuis mai). Tant que l'appréciation de l'euro reste graduelle et justifiée par l'évolution des fondamentaux, elle n'aura pas d'impact important sur nos prévisions macroéconomiques. En réalité, cette appréciation soutient notre scénario. D'après les modèles de la BCE, une hausse persistante de l'euro n'a pas beaucoup d'effets sur la croissance du PIB ; en revanche, son impact sur l'inflation sous-jacente est significatif (et négatif). Soulignons que les tendances récentes de l'euro ont suscité des inquiétudes débattues lors de la réunion de juillet de la BCE, car cette appréciation revient de facto à un durcissement de la politique monétaire et peut potentiellement influencer sur les perspectives d'inflation (la BCE serait alors forcée de revoir à la baisse sa prévision d'inflation). Il est certain que la dynamique de l'euro occupera une place centrale dans les discussions relatives à la politique de la BCE en septembre. Si l'euro se stabilise (ou continue de s'apprécier progressivement, comme le prévoit notre scénario principal), la BCE pourrait annoncer (éventuellement en octobre) une réduction de son programme d'assouplissement quantitatif à compter de janvier 2018. Mais si l'euro poursuit son appréciation rapide (en termes effectifs), alors la banque centrale pourrait se montrer plus accommodante et repousser l'échéance du *tapering*.

“ Si l'euro se stabilise (ou continue de s'apprécier progressivement, comme le prévoit notre scénario principal), la BCE pourrait annoncer (éventuellement en octobre) une réduction de son programme d'assouplissement quantitatif à compter de janvier 2018. ”

La croissance américaine est-elle menacée ?

La solidité de l'euro s'explique par l'amélioration de l'économie européenne et la dissipation progressive des risques politiques, qui étaient particulièrement intenses au début de cette année. Toutefois, elle s'explique également par la réapparition de risques autour de l'économie américaine, notamment deux éléments qui polarisent actuellement l'attention des médias et des investisseurs : l'impact de l'ouragan Harvey et les risques de « shutdown » au niveau des services publics. Les effets de l'ouragan devraient être temporaires et disparaître assez vite des chiffres de la croissance du PIB, comme cela s'était produit après le passage de Sandy, par exemple. S'agissant de la possibilité d'un « shutdown », nous avons tendance à penser qu'un tel scénario (qui signifie que le gouvernement est à court de financements parce que le Congrès refuse de voter le budget) est relativement peu probable un an avant les élections de mi-mandat.

Au total, nos prévisions pour le PIB américain restent inchangées malgré la présence de ces deux risques.

GESTION DIVERSIFIÉE

Ne pas négliger les stratégies de couverture

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Évaluation globale

Nous maintenons notre préférence pour les actions, qui sont soutenues par la poursuite de la croissance des bénéfices et la dynamique positive de l'économie mondiale. Selon nous, les emprunts d'État n'offrent presque pas de potentiel haussier, voire aucun (en particulier en Europe); nous conservons par ailleurs une opinion prudente vis-à-vis du crédit, que nous préférons à la dette souveraine, mais le potentiel de resserrement supplémentaire des *spreads* est limité.

Nos principales convictions

Les investisseurs doivent essayer de profiter de la dynamique économique positive en cherchant à exploiter des opportunités de croissance sur les marchés d'actions, particulièrement en Europe, au Japon et dans certains pays émergents. Malgré l'appréciation récente de l'euro, les actions européennes constituent toujours notre classe d'actifs favorite en raison de leur exposition naturelle au cycle économique et de la dynamique des flux d'investissement.

De plus, nous pensons que l'impact de la hausse de l'euro sur les bénéfices sera contenu par le raffermissement de la demande intérieure européenne, la légère reprise du commerce international, le niveau élevé des marges et la pentification modérée de la courbe des taux. Notre opinion demeure également positive en ce qui concerne les actions des marchés émergents, notamment d'Asie, où nous identifions des thèmes à long terme intéressants dans le cadre de réformes structurelles (Chine, Corée du Sud).

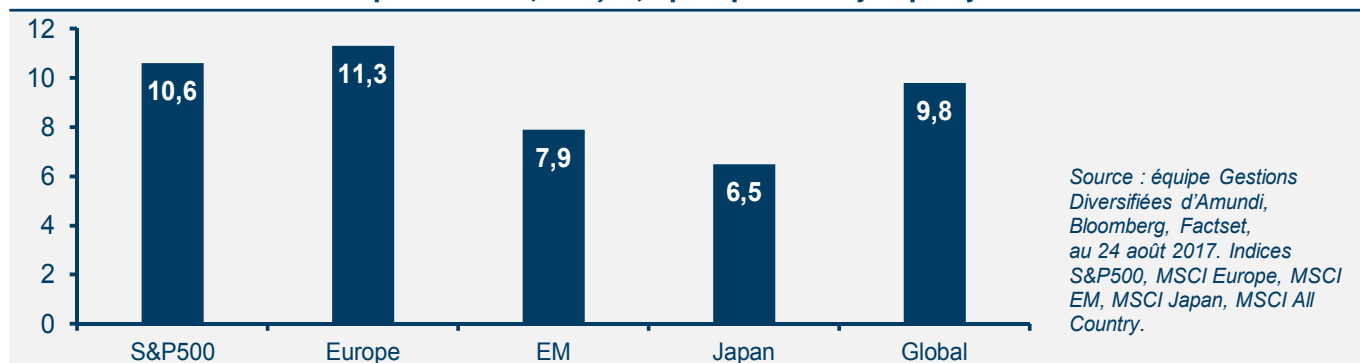
La région risque de connaître des pressions à court terme en raison de la situation en Corée du Nord, mais nous pensons que la probabilité de conflit militaire est extrêmement faible à ce stade. S'agissant des obligations, notre opinion est toujours défavorable à l'égard des emprunts d'État européens (allemands et britanniques). Aux États-Unis comme dans la zone euro, les obligations indexées sur l'inflation pourraient bénéficier de leurs valorisations modestes et de l'écart entre les anticipations d'inflation et le contexte économique; nous sommes également optimistes concernant les obligations à taux variable. Désormais, les marchés du crédit nous inspirent davantage de prudence et une vision neutre: l'amélioration des fondamentaux est confrontée à un environnement de fin de cycle caractérisé par des conditions ultra-favorables (taux et volatilité extrêmement faibles, banques centrales largement conciliantes) et des valorisations tendues. Comparé aux emprunts d'État, la composante rendement est toujours attrayante, même si les facteurs techniques (rareté, positions trop prisées sur le marché, calendrier d'émissions bien rempli) fragilisent la classe d'actifs.

“ Avec les tensions géopolitiques et la volatilité des devises, nous sommes plus attentifs au risque depuis quelques semaines; cependant, nous pensons qu'il convient de garder un appétit pour le risque modéré tout en conservant les couvertures en place.”

Risques et couverture

Avec le regain de tensions géopolitiques et l'accroissement de la volatilité des devises, nous sommes plus attentifs au risque depuis quelques semaines. Il est recommandé aux investisseurs de maintenir les stratégies de couverture et d'essayer de protéger leurs actifs au moyen de positions sur l'or, le dollar américain, le yen ou des options.

Croissance des bénéfices par action (BPA, %) : perspectives jusqu'à juin 2018



MARCHÉS OBLIGATAIRES

Fuite vers la qualité

ÉRIC BRARD, Directeur du Métier Fixed Income
MAURO RATTO, Responsable des Marchés émergents
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

En août, l'inflation inférieure aux attentes et la « fuite vers la qualité » ont conduit les marchés à ne plus anticiper de hausse de taux directs en 2017, ce qui nous semble exagéré. Nous pensons que le risque lié aux emprunts d'État s'accroît, et privilégions donc les classes d'actifs assorties d'une prime de rendement (crédit, dette émergente et obligations périphériques de la zone euro). Les investisseurs en quête de rendement absolu doivent ajuster le risque de crédit au sein de leurs portefeuilles, car le profil gain/perte de la classe d'actifs est en train de devenir asymétrique.

Obligations d'État des marchés développés

Nous maintenons la sous-exposition à la durée des marchés du cœur. Selon nous, le *spread* souverain entre les États-Unis et l'UE va se resserrer, tandis qu'il va s'élargir entre l'UE et le Royaume-Uni compte-tenu des divergences de croissance. Aux États-Unis, le repli récent de l'inflation est selon nous temporaire et les possibles changements de politique budgétaire pourront soutenir l'inflation. L'anticipation actuelle des marchés selon laquelle la Fed ne monterait plus ses taux en 2017 nous semble exagérée, ce qui expose le marché des titres du Trésor à un risque de remontée des taux. Nous restons positifs sur les obligations indexées à l'inflation, celles-ci intégrant des perspectives d'inflation trop faibles. Nous sommes également positifs sur les titres à taux variable.

Obligations d'entreprise des marchés développés

Notre préférence va toujours au crédit vs. emprunts d'État. En Europe, nous continuons de privilégier les financières, les industrielles et le haut rendement. Les obligations d'entreprise offrent également encore un peu de valeur aux États-Unis (haut rendement notamment). Dans l'ensemble, les valorisations atteignent des niveaux tendus et justifient une sélectivité accrue.

Obligations émergentes

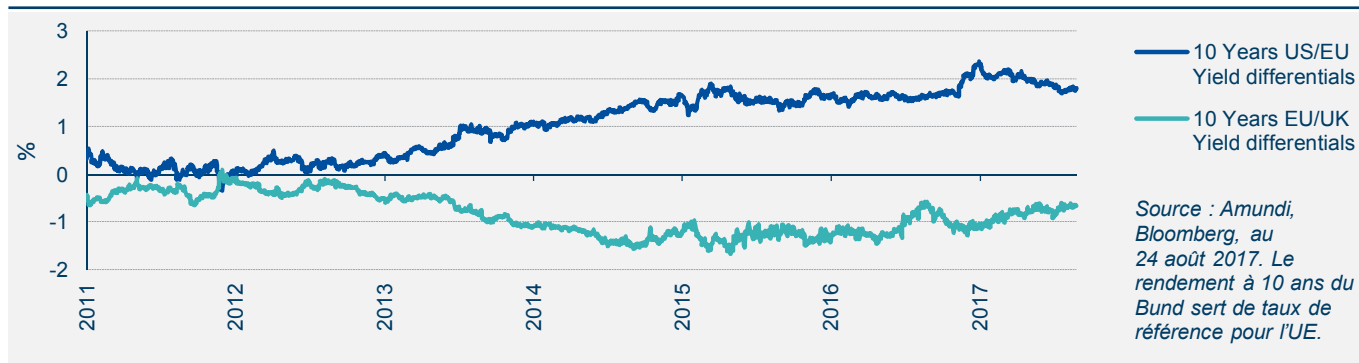
Les perspectives restent attrayantes. Les *spreads* sont tendus, mais la dynamique économique des émergents est toujours positive, ce qui conforte notre prévision d'amélioration des profits et des fondamentaux du crédit. Pour certains émetteurs de qualité, nous préférons le crédit à la dette souveraine. Nous sommes favorables à certaines financières (Mexique, Brésil, Argentine) et aux secteurs dotés d'avantages compétitifs (par exemple le papier et la pulpe de bois dans les ME vs. MD). Nous nous positionnons également sur quelques valeurs sensibles aux thèmes de réforme/normalisation (services aux collectivités en Argentine, énergie au Brésil). Parmi les emprunts d'État, nous avons révisé à la baisse notre perspective pour l'Afrique du Sud (à neutre) et l'avons rehaussée pour l'Argentine. Dans l'ensemble, nous nous montrons particulièrement attentifs à la qualité dans cette phase du cycle.

Devises

Nous pensons que l'euro va continuer de bénéficier de facteurs d'appréciation vis-à-vis de la GBP et que la monnaie unique ne dépassera pas 1,20 contre l'USD à court terme. Le yen et le franc suisse devraient encore être soutenus par leur statut de « devise refuge ».

“La recherche de rendement demeure un thème prédominant, mais la sélection est décisive en présence de valorisations tendues.”

Évolution des différentiels de rendement



ACTIONS

Profiter des écarts de valorisation

ROMAIN BOSCHER, Co-responsable Actions
DIEGO FRANZIN, Co-responsable Actions
MAURO RATTO, Responsable des Marchés Émergents
KENNETH J. TAUBES, Responsable des Stratégies US

Évaluation globale

L'accélération de la croissance du PIB mondial, la dynamique positive des bénéfices et les flux des investisseurs sont favorables aux actions, dont certaines présentent encore des écarts de valorisation. Cependant la vigueur de l'euro, la maturité du cycle américain et l'optimisme élevé des marchés rendent ces derniers vulnérables en cas de déception.

Europe

Les entreprises ont publié des résultats encourageants pour le 2^e trimestre, bénéficiant de la dynamique économique favorable dans la région. Par conséquent, la classe d'actifs attire des flux d'investissements continus. L'environnement de marché moins favorable de ces derniers mois et le net rebond des bénéfices ont eu pour effet conjugué de réduire les valorisations (le ratio cours/bénéfices prévisionnel à 12 mois de l'indice MSCI Europe s'élève à environ 14,5x). Même si ce niveau est supérieur aux valorisations moyennes de long terme, il peut exister encore un potentiel haussier si les entreprises continuent d'accroître leurs bénéfices. Néanmoins ce marché est toujours susceptible de connaître des rotations sectorielles. Nous privilégions les sociétés capables d'enregistrer une croissance fiable de leurs profits (principal moteur du potentiel haussier restant).

États-Unis

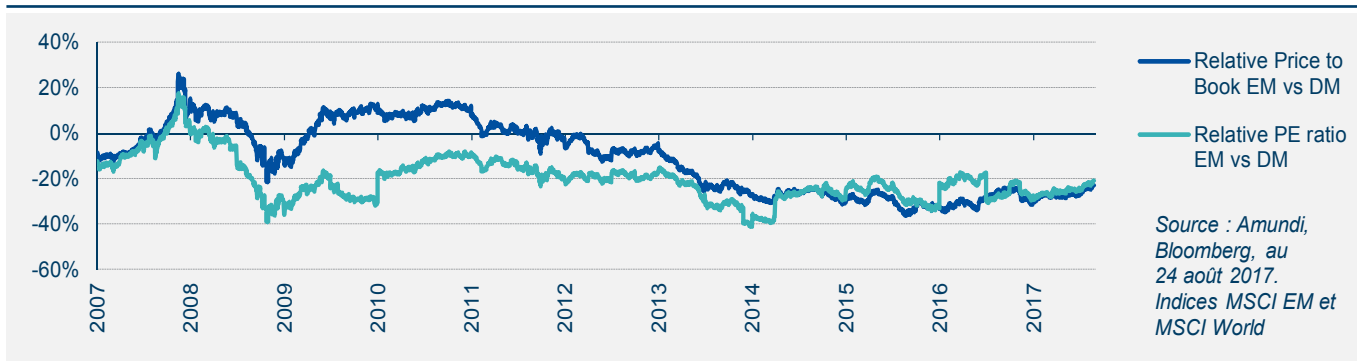
Les actions américaines conservent un potentiel (grandes capitalisations, titres *value*) ; néanmoins, les risques de correction à court terme sont élevés par rapport à il y a quelques mois. Le cycle économique et financier est en train d'arriver à maturité. De plus, le marché risque d'être affecté par les tensions de politique intérieure (question du plafond de la dette notamment) et les risques géopolitiques. Les valorisations sont raisonnables au regard d'autres classes d'actifs, mais elles sont élevées en termes absolus, en particulier pour certaines sociétés dans les secteurs des technologies et des biens de consommation de première nécessité. Le catalyseur d'une hausse supplémentaire pourrait être une surprise positive sur le front de la réforme fiscale des entreprises, mais probablement pas dans l'immédiat.

“La croissance des profits est le principal thème, mais d'autres catalyseurs sont nécessaires pour faire monter les marchés.”

Marchés émergents

La classe d'actifs devrait continuer à bénéficier de la synchronisation du cycle mondial et de son écart de valorisation important avec les actions des marchés développés (MD). Si la dynamique positive de l'économie mondiale persiste, on pourrait observer une rotation en faveur des secteurs et industries cycliques. Nous identifions des opportunités liées à des thèmes de restructuration (en Grèce, au Nigeria). L'Asie a toujours notre préférence. Nous apprécions la Chine en raison de la dynamique de réforme qui profite à certains secteurs (ciment, aluminium) sur fond de croissance des exportations et de résistance de l'immobilier ; la Corée du Sud, quant à elle, est soutenue par la croissance vigoureuse des bénéfices et par des améliorations en matière de gouvernance d'entreprise. Dans la zone CEMEA, le thème principal d'investissement concerne la Grèce et la revalorisation du secteur financier dans la région, soutenue par la solidité des pays du cœur de l'Europe. La Turquie est intéressante en termes de valorisations et de dynamique des profits des entreprises. L'Amérique latine, en revanche, offre toujours assez peu d'opportunités.

Actions émergentes: un potentiel de rattrapage



ACTIFS RÉELS

Source diversifiée de performance potentielle

PEDRO-ANTONIO ARIAS, Directeur du Pôle Actifs Réels et Alternatifs (PARA)

La demande structurelle reste favorable

Nous pensons que la demande en actifs réels dans les pays développés et émergents va rester soutenue par les conditions de marché, ainsi que par des facteurs structurels. Les investisseurs affichent un biais net en faveur des actifs non cotés illiquides, où les levées de fonds ont renoué avec leur niveau d'avant-crise avec 600 milliards USD d'investissements dans le capital-investissement, l'immobilier, la dette non cotée et les infrastructures en 2016. L'actif sous gestion de ces classes d'actifs a atteint un plus haut record à 7700 milliards USD¹ en 2016, et d'après les estimations de PwC, le marché des actifs dits « alternatifs » devrait peser entre 13600 et 15300 milliards USD en 2020².

Dans un environnement caractérisé par des rendements faibles et une demande structurellement élevée pour les produits de revenu, nous pensons que les investisseurs vont probablement chercher à diversifier leurs expositions de portefeuille pour capter la prime d'illiquidité et augmenter leur performance. En plus de ces facteurs, la réglementation prudentielle (Solvabilité II pour les assureurs, Bâle III pour les banques) et l'évolution de la démographie (espérance de vie, urbanisation) contribuent à renforcer la demande en sources de financement alternatives pour compléter l'intermédiation bancaire dans l'économie réelle.

Une opportunité de couverture contre l'inflation

Dans la perspective de la hausse des taux d'intérêt à moyen terme qui suivra l'accélération de la croissance et de l'inflation, les actifs réels peuvent être considérés comme une couverture contre l'inflation dans un horizon plus éloigné. Dans cette optique, l'immobilier et l'infrastructure représentent les stratégies les plus intéressantes.

Une source potentielle de revenu

Les actifs réels peuvent aussi être considérés comme un substitut possible aux obligations, même s'ils présentent un risque de liquidité plus élevé, à ne pas négliger. En réalité, certains actifs réels bénéficient d'un modèle de flux de trésorerie très prévisibles dans un cadre contractuel rigoureux (dette non cotée, infrastructure, immobilier).

De plus, leur profil est également intéressant du point de vue des flux de revenu. La vigueur de l'économie et la stabilisation du cycle des matières premières sont favorables aux actifs réels sensibles à ces éléments, comme c'est le cas des aéroports et des infrastructures liées aux matières premières/pétrole. La reprise économique européenne peut aussi être positive pour l'immobilier, en raison de valorisations attrayantes et de la possibilité d'augmenter les loyers.

La reprise économique européenne peut aussi être positive pour l'immobilier, en raison de valorisations attrayantes et de la possibilité d'augmenter les loyers.

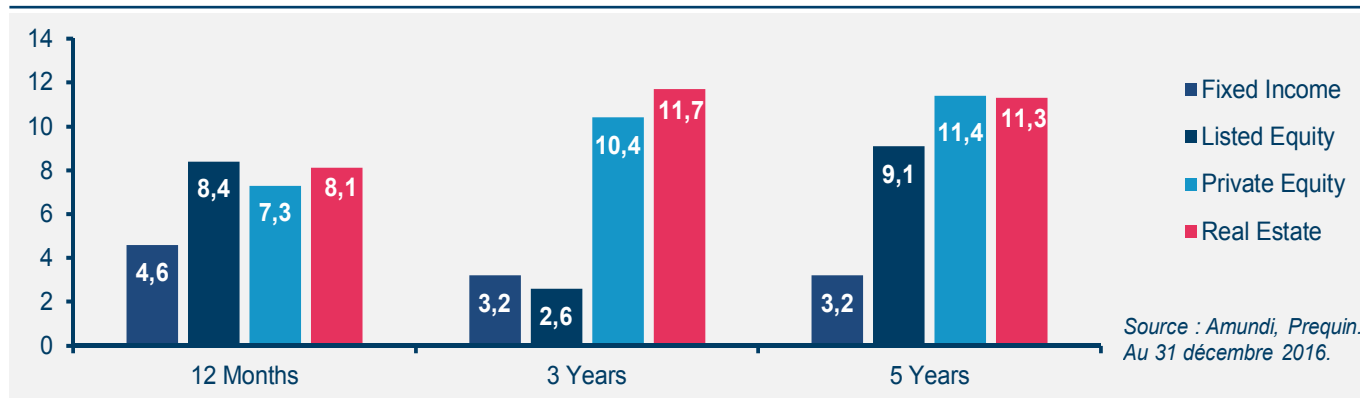
Gestion des risques dans les actifs réels

La sélectivité est particulièrement importante au niveau de l'investissement dans les actifs réels afin d'identifier des stratégies à valeur ajoutée liées à la nature même de l'actif sous-jacent (location, rénovation ou réfection totale dans l'immobilier) et pour atténuer le risque, qui d'une manière générale est plus élevé que dans les classes d'actifs traditionnelles (risque spécifique lié au projet, à l'identification des actifs, risque industriel, risque politique) et ne concerne pas uniquement la volatilité.

¹ Toutes les données proviennent de Prequin - ² Analyse PwC Market Research Centre établie à partir des données de Prequin, HFR et Lipper. Rapport PwC publié en juin 2015: « Alternative Asset Management 2020 – Fast forward to centre stage ».

“L'immobilier et l'infrastructure peuvent procurer une couverture contre la hausse de l'inflation, mais le risque de liquidité ne doit pas être négligé.”

Performance nette moyenne des fonds de retraite publics par classe d'actifs



Les convictions d'Amundi

		Variation sur un 1 mois	-	=	+
Actions	États-Unis	→		=	
	Zone euro	→			++
	Royaume-Uni	→		=	
	Japon	→			+
	Pacifique hors Japon	→			+
	Marchés émergents	→			+
Emprunts d'État	États-Unis, partie courte de la courbe	→	--		
	États-Unis, partie longue de la courbe	→	-		
	Cœur Euro, partie courte de la courbe	→	-		
	Cœur Euro, partie longue de la courbe	→		=	
	Périphériques Euro	→			+
	Royaume-Uni	→	-		
	Japon	→	-		
Obligations d'entreprise & obligations émergentes	IG États-Unis	→			+
	IG Euro	→			+
	Haut rendement États-Unis	→			+
	Haut rendement Euro	→			+
	Dette émergente, devises fortes	→			+
	Dette émergente, devises locales	→			+
Devises	EUR/USD	↗			+
	EUR/GBP	→			+
	EUR/JPY	→		=	
	USD /JPY	→			+

Le tableau ci-dessus prend en compte un horizon entre 6 et 12 mois. Les modifications reflètent les vues exprimées lors de notre dernier Comité global d'investissement. Les couleurs expriment les perspectives relatives pour chaque grande classe d'actifs et devise. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+ vert /- rouge) et la force des convictions (+/++/+++). Ce document présente une évaluation de l'environnement de marché à un instant donné et ne vise pas à prévoir des événements futurs ni à garantir des résultats futurs. Le contenu du document ne doit pas être considéré par le lecteur comme un travail de recherche, un conseil en investissement ou une recommandation à l'égard d'un fonds ou d'un titre en particulier. Ces informations sont communiquées à titre indicatif et pédagogique uniquement et sont susceptibles de changer. **Ces informations ne traduisent pas le contenu, présent, passé ou futur, de l'allocation d'actifs ou du portefeuille d'un produit Amundi.**

LE THÈME DU MOIS

Appréciation de l'euro : causes, perspectives et conséquences

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse
BASTIEN DRUT, Stratégie et Recherche Économique
IBRA WANE, Stratégie et Recherche Économique

L'essentiel

L'euro demeure sous-évalué au regard de la plupart des modèles de valorisation et se trouve porté par la dynamique économique interne. Ce n'est pas le niveau de l'euro qui surprend mais la rapidité avec laquelle il s'est apprécié depuis le début du mois mai. Même s'il est clair que son envolée récente s'explique par des facteurs extérieurs à la zone euro (faiblesse généralisée du dollar et du sterling, notamment), nous estimons que la hausse observée depuis le début de l'année résulte aussi en grande partie de l'amélioration des fondamentaux de la zone euro et du solde excédentaire de sa balance de base. La pression haussière sur la monnaie unique sera donc amenée à se poursuivre, même si le mouvement récent a été excessivement rapide et qu'une correction est toujours possible à court terme. Nous estimons que la hausse de l'euro n'est pas suffisamment forte pour mettre en péril la reprise en cours. La BCE devra néanmoins veiller à éviter un mouvement de surréaction de l'euro. Sous cette condition, les profits des sociétés pourront certes pâtir de l'appréciation du change d'ici la fin de l'année, mais nous anticipons au final que c'est la dynamique cyclique qui finira par l'emporter. Le potentiel de rattrapage des profits en zone euro à moyen terme demeure significatif.

Introduction

L'euro s'est nettement apprécié depuis le début de l'année (+ 7,4 % en termes de taux de change effectif ; + 14 % face au dollar), dépassant le seuil symbolique de 1,20 \$ pour la première fois depuis début 2015. L'accélération récente de la hausse de l'euro a pris les marchés au dépourvu et préoccupe la BCE.

La monnaie unique demeure pourtant (1) sous-évaluée au regard de la plupart des modèles de valorisation et (2) se trouve portée par une dynamique économique interne qui s'est considérablement renforcée depuis le début de l'année. Ce n'est donc pas le niveau de l'euro qui surprend mais la rapidité avec laquelle il s'est apprécié depuis le début du mois mai. Même s'il est clair que l'envolée récente de l'euro s'explique par des facteurs extérieurs à la zone euro (faiblesse généralisée du dollar et du sterling, notamment), nous estimons que la hausse observée depuis le début de l'année résulte aussi en grande partie de l'amélioration des fondamentaux de la zone euro et du solde très excédentaire de sa balance de base. La pression haussière sur la monnaie unique est donc amenée à se poursuivre, même si le mouvement récent a été excessivement rapide et qu'une correction est toujours possible à court terme.

Nous revenons ici plus en détail sur l'ensemble des questions soulevées : quelles sont les causes de la hausse ? Le « choc » récent est-il durable ? Quelles sont les perspectives pour la devise ? Et enfin quelles seront les conséquences sur l'économie, la politique monétaire et les profits des sociétés ?

1. Parité de l'euro : les raisons de la hausse, les perspectives

Le mouvement récent de l'euro a été très lié à réduction de l'écart de taux longs

L'euro, considéré en termes effectifs, est resté très stable sur l'année 2016 et sur le début de l'année 2017. Ce n'est qu'à partir du mois d'avril qu'une tendance d'appréciation a vu le jour. Cette appréciation de l'euro ne s'est pas faite de façon linéaire et trois événements ont été directement liés à des « poussées » haussières :

“La monnaie unique demeure pourtant sous-évaluée au regard de la plupart des modèles de valorisation.”

- Le limogeage du directeur du FBI James Comey le 9 mai et la mise en place d'une investigation spéciale dirigée par Robert Mueller le 17 mai : les taux longs américains ont chuté alors que les taux allemands sont restés stables
- Le discours de Mario Draghi à Sintra le 27 juin (« *Accompanying the recovery* ») lors duquel celui-ci s'est montré davantage optimiste sur les perspectives d'inflation et a évoqué un ajustement des paramètres de politique monétaire.
- Le conseil des gouverneurs du 20 juillet lors duquel Mario Draghi a expliqué qu'une discussion sur la re-calibration de la politique monétaire aurait lieu à l'automne.

Les deux premiers de ces trois événements ont causé une réduction de l'écart de taux 10 ans entre les États-Unis et l'Allemagne : ce dernier est passé de 200 pb début mai à moins de 180 fin juillet, ce qui a poussé l'euro à la hausse face au dollar. **En revanche, l'appréciation de l'euro depuis la fin juillet est différente car le taux de change effectif de l'euro a progressé malgré une légère réduction de l'écart de taux États-Unis/Allemagne.**

La parité EUR/USD a certes monté un peu depuis le conseil des gouverneurs du 20 juillet, notamment avec les menaces de la Russie et l'Arabie Saoudite le 24 juillet au sujet de l'implémentation des baisses de production de pétrole qui ont induit une remontée des prix, **mais le principal contributeur à la montée du taux de change effectif de l'euro a été la forte baisse de la livre sterling** : la parité EUR/GBP atteint ainsi 0,92, ce qui est désormais très proche des plus hauts historiques, en raison de chiffres économiques qui continuent à décevoir et du manque de clarté au sujet de la stratégie britannique par rapport au Brexit. Il faut également souligner la dépréciation soudaine du franc suisse, la parité EUR/CHF étant passée de 1,10 fin juin à 1,14 aujourd'hui.

Comme nous venons de le voir, plusieurs éléments – pas nécessairement liés entre eux et dont certains pourraient jouer dans l'autre sens prochainement – sont derrière la montée de l'euro depuis le mois d'avril mais le principal d'entre eux reste le différentiel de taux longs.

Les taux longs allemands restent trop bas, notamment car les points-morts d'inflation restent à des niveaux excessivement faibles. **L'annonce prochaine d'une réduction des achats d'obligations souveraines devrait contribuer à faire remonter les taux et à un horizon de plusieurs mois, l'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne devrait continuer à se résorber lentement mais sûrement, ce qui entraînerait à la hausse la parité EUR/USD.**

Le rééquilibrage de portefeuille explique la dynamique de l'euro depuis 2014

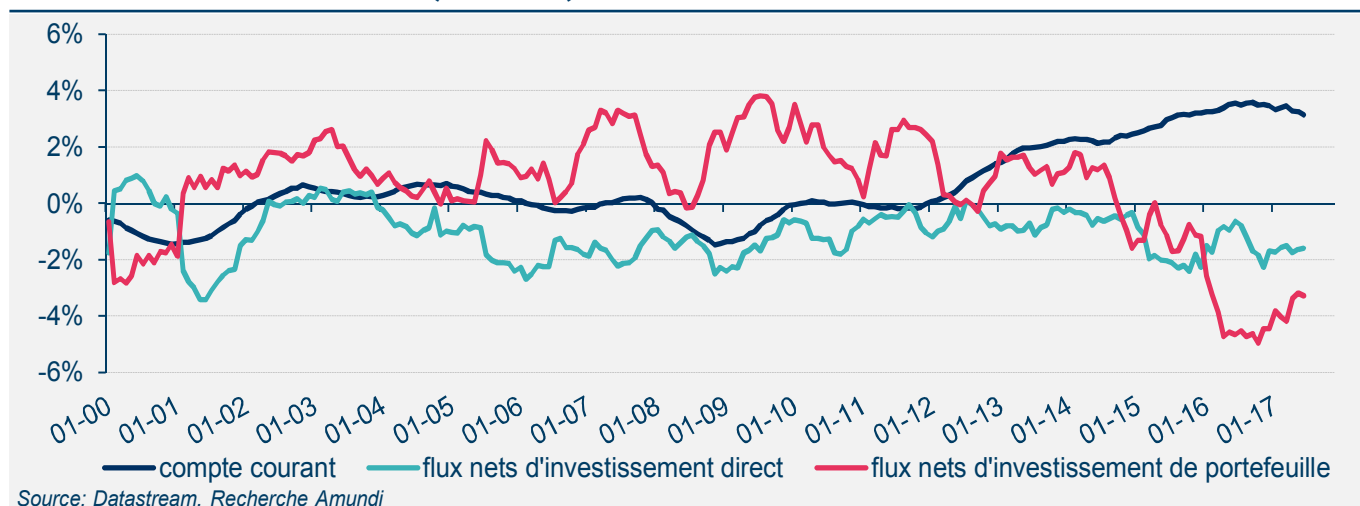
Alors que la BCE annoncera prochainement une réduction de ses achats d'actifs, il n'est pas inutile de rappeler l'impact que la banque centrale a eu sur l'euro ces quatre dernières années, en particulier via les rééquilibrages de portefeuille.

Au début de l'année 2014, la parité EUR/USD était encore proche de 1,40. Le passage du taux de dépôt en juin 2014 et la perspective de l'annonce d'un programme de QE

“Le taux de change effectif de l'euro a progressé malgré une légère réduction de l'écart de taux États-Unis/Allemagne.”

“L'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne devrait continuer à se résorber lentement mais sûrement, ce qui entraînerait à la hausse la parité EUR/USD.”

Zone euro : flux nets entrants (% du PIB)



(lors de la conférence de Jackson Hole en août 2014, Mario Draghi avait indiqué que les « risques de 'faire trop peu' dépassaient ceux d'en 'faire trop' », ce qui avait enjoint les marchés à anticiper l'annonce d'un programme de QE) avait fait fortement chuter les rendements obligataires européens et s'élargir l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Allemagne.

Le fait que les rendements obligataires européens soient devenus négatifs ou trop bas a enclenché des sorties de portefeuille d'une ampleur inédite : 1) les investisseurs hors d'Europe ont vendu massivement leurs obligations européennes, 2) les investisseurs européens ont cherché de meilleurs rendements hors des frontières européennes (en particulier en achetant massivement des obligations du Trésor américain). En conséquence, les flux de portefeuille, qui avaient été très positifs sur la période 2001 – 2014, sont devenus très négatifs en net et l'ampleur des sorties de portefeuille a plus que contrebalancé le fort excédent courant de la zone euro. Cela a coïncidé avec une très forte dépréciation de l'euro. La poursuite des flux de portefeuille sortants a coïncidé avec le maintien de l'euro à un niveau bas : entre début 2015 et juin 2017, la parité EUR/USD est restée presque tout le temps entre 1,05 et 1,15.

Depuis un an environ, nous observons que les flux de portefeuille sortants ont un peu perdu de leur intensité. Une remontée des rendements obligataires européens (et davantage de réduction de l'écart de taux longs entre les États-Unis et l'Allemagne) serait de nature à ce que les flux d'investissement de portefeuille soient moins négatifs voire à les faire revenir en territoire positif. Sur fond d'excédent courant de la zone euro substantiel (340 Mds€ sur les 12 derniers mois), les rééquilibrages de portefeuille à venir se feraient cette fois à l'avantage de l'euro. **En conséquence, il est très probable que le mouvement d'appréciation de l'euro se poursuive sur les trimestres à venir. Les perspectives macroéconomiques jouent en ce sens.** Nous avons revu à la hausse notre prévision sur l'euro/dollar de 1,20 à 1,25 à l'horizon des 12 prochains mois, en anticipant une hausse du taux de change effectif du même ordre

“ Depuis un an environ, nous observons que les flux de portefeuille sortants ont un peu perdu de leur intensité.”

2. Comment évaluer l'impact macroéconomique de la hausse de l'euro ? Quel sera l'impact sur la politique monétaire ?

Une appréciation du taux de change constitue une forme de durcissement des conditions monétaires plus ou moins bien venue selon l'état de la conjoncture et le niveau d'inflation. Les canaux de transmission par lesquels un « choc » sur les taux de change affecte la croissance et l'inflation sont complexes et ne fonctionnent pas avec la même intensité selon le pays concerné et le positionnement de son économie dans le cycle. En outre, le caractère plus ou moins permanent d'un choc sur une devise dépend (entre autres) de son niveau de valorisation. Ainsi, l'appréciation même trop rapide d'une devise sous-évaluée doit davantage s'interpréter comme un rééquilibrage nécessaire (donc de nature permanente) que comme un choc temporaire.

Quels sont les canaux de transmission ?

L'impact du taux de change sur l'économie fait intervenir de nombreux mécanismes dont l'évaluation nécessite l'utilisation d'un modèle macroéconomique bouclé de l'économie mondiale.

Contrairement à une idée reçue, une appréciation du change n'a pas que des effets négatifs sur l'économie :

- D'un côté, la détérioration de la compétitivité (*ex ante*) dans le pays dont la monnaie s'apprécie, diminue les exportations et accroît les importations (en volume), ce qui pèse (toutes choses égales par ailleurs) sur la croissance du PIB réel ; et par ce canal, l'emploi et l'investissement s'affaiblissent.
- D'un autre côté, la baisse induite des prix des matières premières permet aux entreprises de contenir leurs coûts de production. Et surtout, l'appréciation du change redonne du pouvoir d'achat aux ménages, via la baisse du prix des biens consommés. Le surcroît de consommation qui en résulte compense en partie l'impact négatif de l'appréciation du change transitant par le commerce.

Selon le modèle multinational de l'OCDE (Interlink), une appréciation de 10 % de l'euro diminue la croissance de la zone euro à hauteur de 0,7pp l'année qui suit le choc. Le modèle Nigem, utilisé par de nombreuses banques centrales, donne un ordre de grandeur similaire (-0,6pp). En revanche, selon le modèle de la BCE (2011), l'impact sur la croissance est beaucoup plus faible (de l'ordre de 0,1pp). L'impact sur l'inflation est très significatif dès la première année dans tous les modèles.

“ Contrairement à une idée reçue, une appréciation du change n'a pas que des effets négatifs sur l'économie.”

Plusieurs remarques :

- Ces modèles résultent d'estimations réalisées en grande partie avant la grande crise financière. Il semble que la sensibilité des échanges commerciaux au taux de change se soit affaiblie depuis lors. Certains travaux montrent que les exportations tendent à être moins sensibles aux taux de change que par le passé. Il y a néanmoins des divergences de sensibilité entre les différents pays de la zone euro qui sont bien connues (les pays périphériques et la France sont plus sensibles que l'Allemagne par exemple). Nous ne rentrerons pas plus en avant dans les spécificités pays dans la mesure où il faudrait, en outre, tenir compte de la structure des échanges commerciaux de chacun d'entre eux. Seul l'impact sur la zone agrégée nous importe ici.
- Du côté des prix, la sensibilité de l'inflation à la parité de l'euro face au dollar est plus forte que celle face aux autres devises et ce pour tous les pays. Ce qui s'explique par le fait que les matières premières sont libellées en dollar.
- Les modèles macroéconomiques montrent (1) que l'impact sur la croissance s'érode rapidement et que l'économie retrouve graduellement sa trajectoire potentielle, (2) que l'impact sur l'inflation totale est marqué la première année mais temporaire et qu'il est très faible sur l'inflation sous-jacente. Dit autrement, les chocs permanents sur le change ont un impact temporaire sur l'économie.

La hausse de l'euro se produit en effet dans un environnement très porteur

Les considérations générales doivent être replacées dans le contexte actuel :

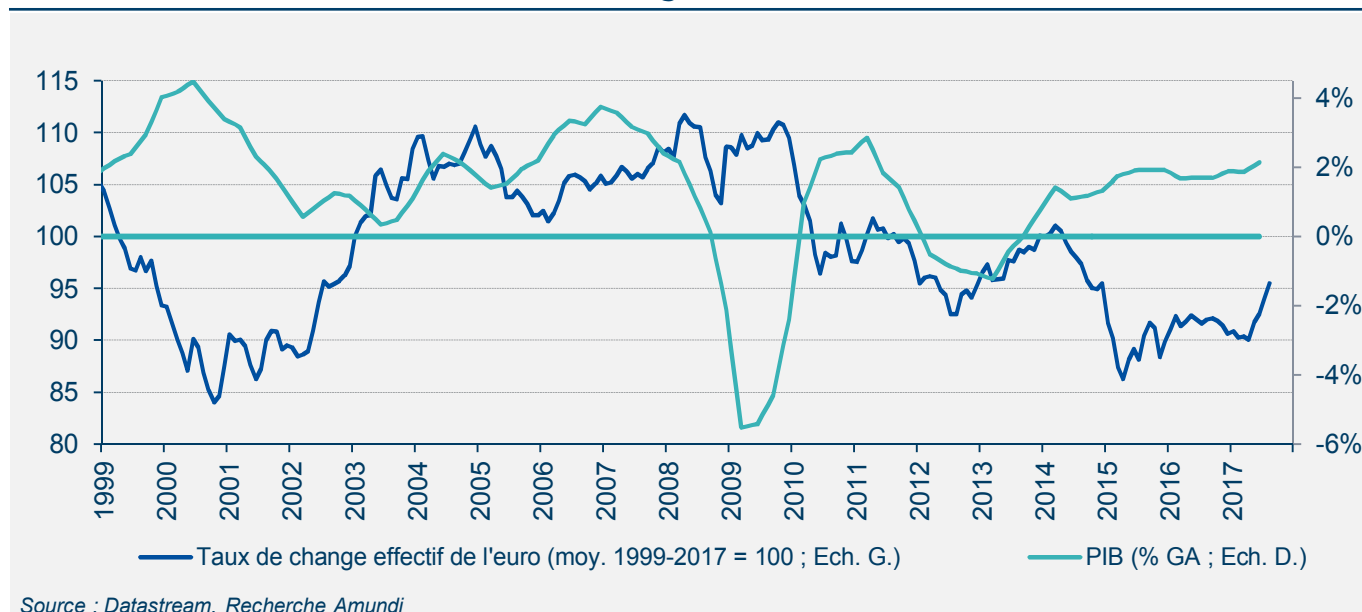
- La croissance au sein de la zone euro est surtout tirée par la demande intérieure (consommation et investissement), avec une contribution quasi nulle du commerce extérieur.
- Les exportations continuent de bénéficier de la vigueur de la demande mondiale qui profite, quant à elle, de la resynchronisation du cycle mondial depuis le début de l'année.

Dans ces conditions, nous estimons que le renforcement de la demande domestique va l'emporter sur les effets négatifs sur le commerce. Nous avons donc revu notre prévision de croissance en zone euro à la hausse de 1,8 % à 1,9 % en 2017. Nous considérons en outre que le bais reste haussier sur la croissance à l'horizon 2018. La poursuite de la hausse de l'euro nous conduit néanmoins à conserver une prévision légèrement en deçà de celle du consensus et à considérer que la croissance se tassera l'an prochain. Enfin, nous estimons que la remontée de l'inflation sous-jacente devrait se poursuivre, les facteurs cycliques domestiques (reprise du marché du travail, salaires) l'emportant.

“La sensibilité de l'inflation à la parité de l'euro face au dollar est plus forte que celle face aux autres devises et ce pour tous les pays.”

“Nous estimons que le renforcement de la demande domestique va l'emporter sur les effets négatifs sur le commerce.”

Zone euro : croissance du PIB vs. taux de change effectif réel de l'euro



Source : Datastream, Recherche Amundi

Quel impact sur la politique monétaire ?

Selon nos calculs, aux taux de change actuels, les hypothèses techniques retenues par la BCE en juin seraient revues avec un niveau de l'euro plus élevé de 2,3 % en moyenne en 2017, et de 2,3 % également en 2018 (soit moins de 5 % au total). Ce n'est donc pas la valeur actuelle de l'euro qui inquiète la BCE mais son rythme d'appréciation récent, notamment face au dollar. Il lui est en effet nécessaire d'ancrer les anticipations d'une remontée graduelle de l'inflation sous-jacente. Pour ce faire, il faut éviter de nourrir un mouvement de surréaction.

La BCE pourrait au même moment revoir sa prévision de croissance en hausse et sa prévision d'inflation totale à la baisse (pour 2018), tout en conservant sa prévision d'inflation sous-jacente inchangée. L'impact de la hausse récente de l'euro sur la politique monétaire est donc ambigu. D'un côté, la conjoncture et le dynamisme du commerce mondial encouragent la BCE à diminuer le degré d'accommodation monétaire comme attendu (en annonçant prochainement qu'elle compte diminuer le montant de ses achats de titres à compter de janvier 2018). D'un autre côté, il lui faut procéder prudemment pour éviter de nourrir les anticipations d'une remontée précoce de ses taux d'intérêt, ce qui pourrait provoquer un mouvement de surréaction à la hausse de l'euro et peser sur la reprise. Pour ce faire la BCE dispose d'une option médiane qui consisterait à annoncer un allongement de la durée de son programme de QE tout en abaissant le montant mensuel de ses achats (de 60 à 40 Mds par exemple). Cette option lui permettrait en effet à la fois d'éloigner les anticipations de la première hausse de ses taux directeurs, tout en saluant la bonne tenue de la conjoncture.

La hausse graduelle de l'euro que nous anticipons est en ligne avec les fondamentaux de la zone. Nous estimons que le durcissement des conditions s'opérera d'abord par le change. En l'absence de remontée significative de l'inflation, nous continuons de penser que la première hausse des taux directeurs ne viendra pas avant 2019, la BCE préférant attendre de voir s'éloigner le risque de surréaction de l'euro.

3. Quelle est la sensibilité des bénéfices de la zone euro à l'évolution du taux de change ?

Même si l'impact macroéconomique de la hausse de l'euro s'annonce limité, **les répercussions sur les bénéfices devraient s'avérer plus sensibles.**

Les premiers effets du renchérissement de l'euro ne tarderont pas à se manifester.

En se maintenant simplement à ses cours actuels, la monnaie unique devrait en effet commencer à peser sur les résultats dès ce trimestre (T3 2017). A fortiori, l'effet sera d'autant plus fort si le taux de change effectif de l'euro (TW Euro) devait s'apprécier de 10 % en 2018. Après avoir généralement flatté les bénéfices depuis mi-2014, l'euro devrait désormais peser au cours des prochains trimestres.

À titre d'exemple, **si le TW Euro devait en moyenne progresser de +10 %**, toutes choses égales par ailleurs, **ceci devrait amputer la croissance des BPA de la zone euro de 8 %**. Celle-ci étant estimée aujourd'hui à **+9 %** par le consensus IBES, elle ne serait donc plus que de **+1 %** dans cette hypothèse. Certes, il ne s'agit là que d'une simulation, d'autant qu'une appréciation de 10 % du TW Euro peut sembler audacieuse, mais elle donne un ordre de grandeur quant à la sensibilité des bénéfices. En supposant un autre scénario plus conservateur (trop ?) où le **TW Euro demeurerait à son niveau d'aujourd'hui** sur l'ensemble de 2018, sa hausse embarquée par rapport à 2017 serait tout de même de **+3,6 %** et le **coup de rabot sur les BPA 2018** de l'ordre de **-2,9 %** ($-8 \% / 10 \% \times 3,6 \% = -2,9 \%$).

Deux autres approches pour faire le lien entre bénéfices et taux de change :

Les données de la **comptabilité nationale** sur les profits des sociétés étant trop centrées sur la partie domestique et ne distinguant pas les sociétés cotées, on recourt généralement à deux autres approches ; la première plus mathématique et la seconde plus analytique.

“La hausse graduelle de l'euro que nous anticipons est en ligne avec les fondamentaux de la zone.”

“Le renchérissement de l'euro va commencer à peser sur les bénéfices dès le T3 2017.”

La première approche, la plus courante, consiste à comparer dans le temps l'évolution de deux séries; ici la croissance des BPA et le TW Euro. Cette méthode a l'avantage d'être simple à mettre en œuvre. Mais au-delà de sa rigueur apparente, **ses conclusions sont fragiles** du fait du manque de profondeur de l'historique. Celui-ci ne remontant qu'à 2000 en zone euro, contre 1973 aux États-Unis, les résultats de la régression sont très sensibles à quelques points atypiques. Ainsi, de prime abord, une variation de 10 % du TW Euro modifie en sens inverse les BPA du MSCI EMU de 14 %. Mais si l'on élimine les données 2009 et 2010, où l'embarquée des BPA était plus liée à la grande crise financière qu'aux fluctuations du change, la sensibilité chute de 14 % à 9 %. Par ailleurs, **cette approche masque d'autres facteurs explicatifs**. Ainsi depuis mi-2014, au-delà des monnaies, les variations bénéficiaires du MSCI EMU ont été également largement tributaires des cours du pétrole et des matériaux de base.

Compte tenu de ces limites, **nous préférons recourir à une autre méthode plus analytique qui a fait ses preuves à l'usage**. Celle-ci consiste à déterminer l'exposition nette d'un indice actions aux devises étrangères **comme on le ferait pour une entreprise**. L'inconvénient de cette démarche est cependant la multiplication des hypothèses. C'est pourquoi, au-delà de la précision illusoire de chaque chiffre, ce sont les ordres de grandeur et la logique des articulations qui importent le plus.

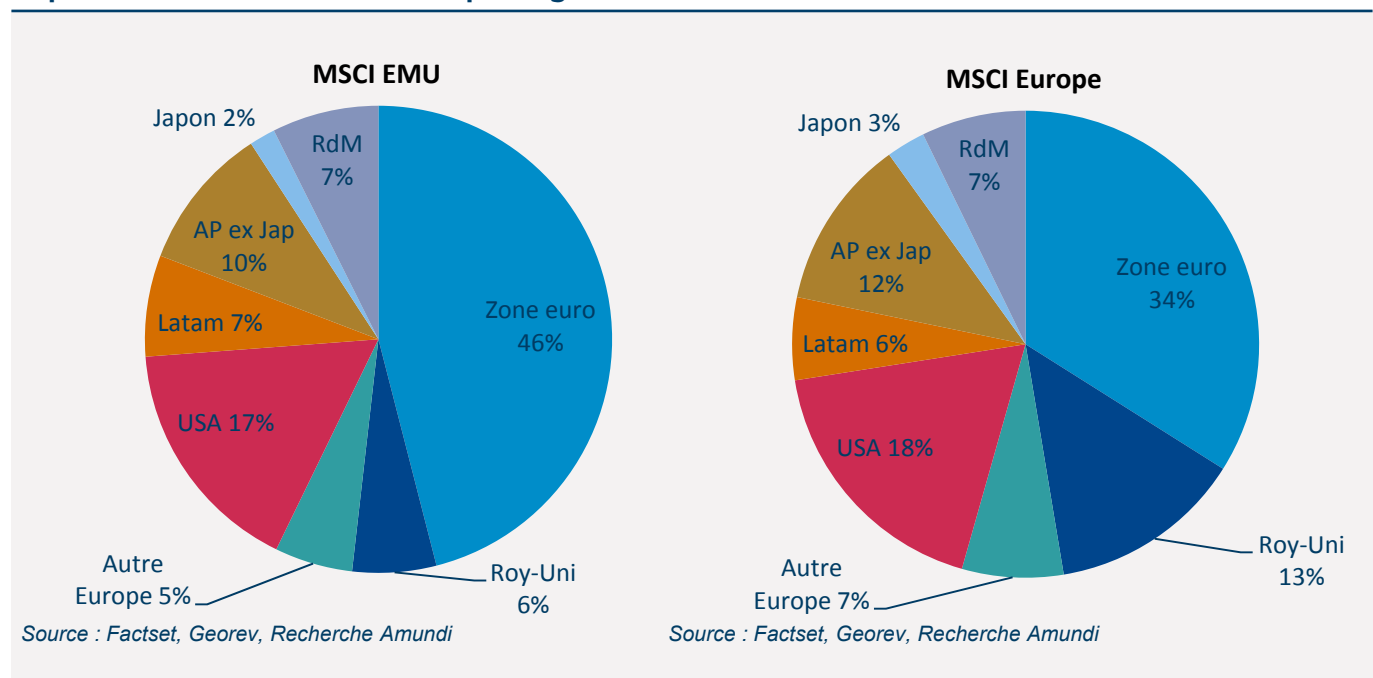
En guise d'exemple, le **chiffre d'affaires** ajusté et cumulé du **MSCI EMU** est estimé par *Factset* à **4 515 Mds €** fin 2017, dont **54 %** réalisé en dehors de la zone euro. Les sociétés du secteur financier (25 % du total) relevant d'une approche distincte, le chiffre d'affaires des sociétés non financières réalisé en dehors de l'Eurozone peut donc être estimé à **1 828 Mds €** ($4515 \times 54 \% \times 75 \%$). Par analogie avec une société, il s'agit en quelque sorte de **l'exposition brute en devises étrangères** du MSCI EMU (hors financières).

De la même façon, **le passage du brut au net** doit tenir compte de la part de la production réalisée à l'étranger et des achats réalisés en devises. En général, l'exposition nette des sociétés représente moins de 50 % de leur exposition brute. En retenant une valeur moyenne de 40 %, **l'exposition nette en devises étrangères** du MSCI EMU peut dès lors être estimée à **731 Mds €** ($1828 \times 40 \%$).

À tarif inchangé, une hausse de **10 % en année pleine du TW Euro** aurait un **impact négatif brut de 66 Mds** sur le chiffre d'affaires du MSCI EMU ($731-731/1.10$). Ce manque à gagner est généralement compensé par des hausses de prix étalées dans le temps. En supposant que la première année un tiers de cet impact négatif soit compensée par des hausses de prix, le manque à gagner se réduirait à **44 Mds avant impôts** ($66 \times 2/3$) et **33 Mds après impôts** (25 % de pression fiscale)

“ Sur 2018, une hausse de 10 % du taux de change effectif amputerait la croissance des bénéficiaires du MSCI Euro de 8 %.”

Répartition du chiffre d'affaires par région



A cet effet change de -33 Mds, il convient de rajouter le **supplément de résultats lié à l'amélioration de la conjoncture** et prendre en compte le **rebond spécifique des bancaires**. Concernant le premier point, on suppose en effet que le renchérissement du taux de change est en partie le reflet d'un redressement de la situation économique. Ce surcroît de résultats peut être estimé à **5 Mds** ($1\% \times 4515 \times 16\% \times 75\%$), soit le delta du chiffre d'affaires (+1%) multiplié par la marge d'Ebitda (16%) après pression fiscale à 25%. Concernant le second point, les résultats des banques représentent 15% du total. En supposant que leurs résultats, dopés par l'amélioration de la conjoncture (réduction des prêts non performants) et une pentification accrue de la courbe des taux, progressent de 15% en 2018 au lieu de 9% initialement attendus, ceci générerait un profit supplémentaire de **3 Mds €**.

Au final, **dans l'hypothèse d'une hausse de 10% du TW euro** - entre les effets négatifs du change (-33 Mds) et les effets positifs de la conjoncture (+5 Mds) et des banques (+3 Mds) - **les résultats cumulés du MSCI EMU devraient être amputés de 25 Mds**, soit une progression ramenée à **+1%** au lieu des **+9%** envisagés à ce jour.

La même approche cette fois-ci pour l'ensemble de l'Europe révèle une sensibilité moindre. Ainsi, une variation de 10% TW euro ne réduirait les BPA du MSCI Europe que de -5% contre -8% pour le MSCI EMU.

Pour conclure, si les effets d'une hausse de l'euro sur la croissance régionale devraient demeurer très modérés, **les impacts sur les bénéfiques devraient être plus significatifs et se faire jour dès le troisième trimestre 2017. Pour autant, la zone euro conserve de nombreux atouts**. La reprise économique s'y élargit et ce marché - plus cyclique que la moyenne - a tendance à surperformer quand la conjoncture se redresse. Au-delà du coup de frein momentané sur les résultats, à moyen terme leur potentiel de rattrapage est bien plus ample qu'ailleurs. Enfin, la valorisation demeure comparativement attrayante et le risque politique a été largement surestimé.

Conclusion

La reprise économique dans la zone euro, qui s'est considérablement renforcée depuis le début de l'année, est avant tout soutenue par la demande domestique. Par ailleurs, les exportations bénéficient de la resynchronisation du cycle mondial qui soutient la demande externe adressée aux producteurs de la zone euro. Dans ces conditions, nous estimons que la hausse de l'euro n'est pas suffisamment forte pour mettre en péril la reprise en cours. L'appréciation devrait donc se poursuivre (à un rythme graduel), en ligne avec les fondamentaux de la zone (devise sous-évaluée, renforcement de l'excédent de la balance de base, redressement des taux à long terme à venir). La BCE devra néanmoins veiller à éviter un mouvement de surréaction de l'euro. Sous cette condition, les profits des sociétés pourront certes pâtir de l'appréciation du change d'ici la fin de l'année, mais nous anticipons au final que c'est la dynamique cyclique qui finira par l'emporter. Le potentiel de rattrapage des profits en zone euro à moyen terme demeure significatif.

“Les impacts sur les bénéfiques devraient être plus significatifs et se faire jour dès le troisième trimestre 2017.”

Facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

- Le tableau ci-dessous reprend les principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

Risque # 1

75 %
probabilité

Déception à propos de la politique économique aux États-Unis

Analyse | La politique économique va-t-elle être fortement infléchie, notamment la politique budgétaire et fiscale ? Comment la politique monétaire va-t-elle accompagner ces changements ? Autant de questions cruciales. On sait que les baisses d'impôt et la relance des dépenses d'infrastructures doivent être autofinancées, car le Congrès américain (même s'il est majoritairement républicain) ne souhaite pas donner un blanc-seing au président sur ces sujets. À suivre de très près, car les risques de « shutdown » du gouvernement (peu probable selon nous) n'ont pas disparu.

Impact de marché | Les mesures annoncées tardent à venir. Si rien n'est voté, miser sur de lourdes déceptions pour des marchés financiers qui, c'est notre crédo, attendent beaucoup trop du Président américain. Suivre de près ce dossier.

Risque # 2

20 %
probabilité

Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed... ou une erreur de la Fed

Analyse | Une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB de l'ordre de 2 %, une inflation proche de 2 % et un taux de chômage au niveau actuel, le taux des *Fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit éviter toute erreur de communication, d'où la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux prématurée, excessive ou mal argumentée, ou encore en cas de surprise trop forte. Plus la relance budgétaire et fiscale sera forte, et plus la Fed relèvera ses taux, et sera capable de le faire sans trop de dommages sur les marchés financiers.

Impact de marché | Si la Fed commet une erreur, il faudra miser sur une forte baisse des actions, et sur une contagion notamment sur des marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis.

Risque # 3

20 %
probabilité

Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit/une dévaluation du yuan

Analyse | Le modèle économique chinois pousse à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enfle, la (faible) compétitivité de l'industrie s'étiole, les gains de productivité sont en retrait... en clair, la croissance potentielle fléchit. Surveiller de près l'évolution de la dette privée chinoise, dont certaines métriques sont devenues, en l'espace de quelques années, particulièrement inquiétantes. En cas de hard landing ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables de maintenir la stabilité du yuan, et ce d'autant plus que le yuan n'est plus aujourd'hui sous-évalué.

Impact de marché | Un tel scénario (hard landing, éclatement de la bulle de crédit) aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires, vulnérabilité du système financier, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impacts sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 4

75 %
probabilité

Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni

Analyse | Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB selon le scénario. Volume et coûts du commerce en seraient affectés, notamment dans le secteur des services financiers, de la chimie, de l'automobile, autant de secteurs très intégrés dans l'Union européenne. Le risque pour le Royaume-Uni réside dans ses futures capacités à commercer librement dans le marché unique (le marché des services, pour être plus précis), à acquérir l'indépendance souhaitée sans les contraintes de l'UE. On peut en douter, et c'est en tout cas l'enjeu des négociations. De nombreux sujets de tensions existent, dont l'accès au marché unique, mais aussi la facture que doit le RU à l'UE (estimée à 60 Mds d'euros).

Impact de marché | Dans un tel cas de figure, on assistera à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et du PIB long terme de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire.

Risque # 5

70 %
probabilité

Une plus grande instabilité financière

Analyse | Les banques centrales ont permis depuis quelques années le retour de la stabilité financière: baisse des taux, courts et longs; maintien des taux à de bas niveaux; baisse de la volatilité, resserrement des spreads de crédit... autant de facteurs qui ont généré un environnement de plus grande stabilité. Mais les politiques monétaires ont désormais atteint leurs limites, et il est bien difficile d'attendre davantage de leur part. La réponse macroéconomique proviendrait à terme des politiques budgétaires et fiscales, et, traditionnellement, les dépenses publiques ont beaucoup moins de vertus stabilisatrices pour les marchés financiers que les baisses de taux d'intérêt.

Impact de marché | Une plus grande instabilité financière se traduirait par une remontée de la volatilité et des spreads de crédit.

Risque # 6

70 %
probabilité

Les risques géopolitiques s'intensifient

Analyse | Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte difficile sur le plan géopolitique: Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, Sunnites vs. Chiites, Arabie vs. Iran... autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. Ne pas miser sur une résolution rapide des problèmes et conflits en cours. Intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles (prévoir systématiquement des stratégies de macro- hedging) a davantage de sens désormais.

Impact de marché | Il ne fait aucun doute qu'il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés et spécifiques. L'ampleur d'autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) est plus difficile à évaluer à ce stade. Tout cela sera-t-il de nature à affecter les perspectives de croissance et les orientations des marchés financiers? Rien n'est sûr à ce stade, mais il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon ponctuelle.

Risque # 7

20 %
probabilité

Une remontée durable et significative des taux longs européens

Analyse | La hausse des taux longs peut provenir de six sources au moins: i) une remontée significative des perspectives de croissance, ii) un resserrement plus énergique des politiques de taux d'intérêt, iii) la « véritable » fin des QE (le non-remplacement des papiers venant à maturité), iv) une résurgence de l'inflation, v) un renversement massif des politiques budgétaires et fiscales, ou vi) une résurgence des risques politiques spécifiques. Tous ces facteurs (réalité, mesures annoncées, ou craintes) ont pris de l'ampleur aux États-Unis, mais il nous semble encore prématuré et excessif de miser sur une hausse permanente et conséquente. Cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro. Mais avec une croissance plus solide, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE (et de la Fed), et sur la nécessité de mener des mesures budgétaires et fiscales plus favorables à la croissance... il y a fort à parier que les risques de hausse modérée des taux européens sont plus élevés désormais.

Impact de marché | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité aux taux longs a augmenté avec le *releveraging* des entreprises: cela fragilise la croissance et porte en soi les germes d'une future baisse des taux longs. À noter aussi que toute hausse des taux longs devient un frein pour la politique monétaire et pour les éventuelles velléités de hausse des taux directeurs de la Fed. Une autre raison de ne pas croire en une hausse durable et ample des taux longs américains... et européens

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Recherche, Stratégie et Analyse

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

Cette section fournit un rappel sur notre scénario central et sur les scénarios alternatifs



Scénario central (probabilité 70 %): Resynchronisation du cycle mondial

- **Resynchronisation mondiale:** la croissance mondiale a accéléré au S1 2017 et restera dynamique en 2018. Les économies avancées (à l'exception notable du Royaume-Uni) vont continuer de croître à un rythme supérieur à leur potentiel (notamment la zone euro et le Japon). Et les grandes économies émergentes qui étaient dans le rouge (Brésil et Russie notamment) confirmeront leur sortie de récession. Enfin, la croissance restera solide en Chine. Les économies sont essentiellement tirées par la demande domestique. La resynchronisation du cycle mondial engendre des effets multiplicateurs via le commerce qui entretiennent la reprise à l'échelle mondiale.
- **Commerce mondial:** après un fléchissement marqué depuis la crise financière, le commerce mondial s'est nettement repris. Il est aujourd'hui stimulé par la resynchronisation du cycle mondial qu'il nourrit en retour. Cet effet devrait néanmoins s'estomper : nous tablons sur une stabilisation du ratio du commerce mondial au PIB mondial à l'avenir (cela signifie donc que le principal moteur de la croissance à moyen terme sera avant tout domestique).
- **Etats-Unis:** les deux éléments qui polarisent actuellement l'attention (l'impact de l'ouragan Harvey et les risques de *shutdown* au niveau des services publics) n'auront que peu d'impact sur la croissance. Les effets de l'ouragan sont temporaires, comme cela s'était produit après le passage de Sandy, par exemple. De plus, les dépenses de reconstruction vont bénéficier à la croissance. Quant au scénario d'un *shutdown* (le gouvernement est à court de financements parce que le Congrès refuse de voter le budget), il est, quant à lui, improbable à peine plus d'un an avant les élections de mi-mandat.
- **Zone euro:** l'appréciation de l'euro accompagne la reprise plus qu'elle ne la menace. C'est par ce canal que les conditions monétaires de la zone commenceront à se durcir. D'où le léger tassement de la croissance attendu en 2018.
- **Royaume-Uni:** les négociations du Brexit achoppent sur les éléments mêmes qui sont à négocier et l'ordre dans lequel ils doivent l'être. Les négociations seront d'autant plus difficiles que la cohésion entre les pays de l'UE s'avère forte. Le sterling est toujours en risque. Le ralentissement de l'économie britannique est sous-estimé. Néanmoins nous ne prévoyons pas un impact significatif sur la croissance de la zone euro, soutenue avant tout par la demande domestique.
- **Chine:** la croissance est alimentée par le crédit. La dette reste essentiellement domestique et gérable, mais le risque demeure. Nous nous attendons à la poursuite de la décélération graduelle de la croissance et à un rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette).
- **L'inflation sous-jacente** demeurera modérée (au regard de sa moyenne de long terme) dans la plupart des économies avancées. On observe un ralentissement structurel de l'inflation en lien avec des facteurs d'offre, pour partie temporaires, tandis que la composante cyclique de l'inflation peine encore à se matérialiser (aplatissement de la courbe de Phillips). En définitive, l'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste. Le risque de rebond est plus clairement identifiable aux États-Unis, malgré le ralentissement récent en raison de la proximité au plein-emploi, de la hausse des coûts salariaux unitaires, où la part des salaires dans la valeur ajoutée est appelée à s'accroître.
- **Prix du pétrole:** nous nous attendons à ce que les prix du pétrole (Brent) évoluent dans la fourchette de 45 à 55 \$ avec de possibles pics en dehors de cette fourchette (40 à 60 \$) mais de courte durée.
- **Les politiques budgétaires et fiscales** vont probablement devenir légèrement plus expansionnistes (Etats-Unis et Allemagne notamment). Aux États-Unis, nous tablons sur une modeste impulsion budgétaire qui devrait être votée au premier trimestre de 2018 au plus tard. En Allemagne, nous attendons des dépenses d'infrastructure après les élections (24 septembre). Ne pas s'attendre à un impact visible sur les économies avant 2018 voire même 2019.
- **Les politiques monétaires resteront globalement accommodantes** (répression financière et faible inflation au regard des normes historiques). Les banques centrales vont néanmoins éliminer les « assouplissements excessifs », autrement dit amender leurs politiques actuelles (réduction du bilan de la Fed aux États-Unis (non-remplacement graduel des papiers venant à maturité), et nouvelle réduction du programme d'achat de titres par la BCE (qui accompagne le retour de la croissance et la remontée graduelle de l'inflation sous-jacente).



**Scénario pessimiste (probabilité 15 %) :
croissance mondiale d'environ 2 % ou même inférieure**

Quatre évènements distincts seraient susceptibles de conduire l'économie mondiale dans ce scénario.

- **Chine** : crise bancaire/atterrissage brutal de l'économie
 - La stabilisation de la croissance se fait au prix d'une forte progression de la dette, notamment des entreprises non-financières. Ce n'est pas soutenable à long terme. Progression significative des créances douteuses dans les bilans des banques.
 - « Runs » bancaires, sorties massives de capitaux, forte dépréciation du RMB...
 - Un atterrissage brutal de l'économie chinoise aurait un impact considérable sur le reste du monde (marchés émergents notamment).
- **Une récession aux Etats-Unis**
 - La croissance potentielle est beaucoup plus faible que par le passé : la capacité à absorber les chocs est affaiblie et les marges de manœuvre monétaires, budgétaires et fiscales sont moindres. Autrement dit, il est plus facile de tomber en récession que par le passé.
 - D. Trump peut encore surprendre avec des mesures protectionnistes. Une telle décision générerait des anticipations d'inflation, obligeant la Fed à accélérer le rythme de la normalisation.
- **Un krach obligataire** déclencherait une chute des marchés d'actions, notoirement surévalués (Etats-Unis) et cela pourrait générer des anticipations de récession, voire une récession.
- **Un désendettement désordonné** (général, excessif et rapide) générerait des nouvelles craintes déflationnistes et le retour du spectre de la « debt deflation ».
 - La dette publique et privée a continué d'augmenter, atteignant un nouveau sommet en 2016, à environ 250 % du PIB (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Chine). Si les prix des actifs chutent, la pression déflationniste qui en résulterait obligerait les banques centrales à poursuivre ou redémarrer leurs programmes d'achats de titres (QE).



**Scénario optimiste (probabilité 15 %) :
forte accélération de la croissance mondiale au S2 2017-2018**

Plusieurs facteurs, susceptibles de générer un mouvement de plus forte croissance, doivent être suivis de près

- **Le commerce mondial** a connu une phase de décroissance spectaculaire, une décennie de rupture au regard des 40 années qui ont précédé. Si la dynamique actuelle se poursuit, la croissance mondiale accélèrera de nouveau en 2018.
- **L'investissement** se redresse dans plusieurs pays simultanément. C'est un moteur essentiel pour les échanges mondiaux et pour l'accélération éventuelle de la croissance mondiale.
- **Une stimulation fiscale de grande ampleur aux Etats-Unis** lèverait les doutes sur le cycle américain lui permettant de se poursuivre plus longtemps.
- **La poursuite de l'accélération cyclique dans la zone euro** (confortée par une faible inflation permettant de conserver une politique monétaire accommodante pendant quelques années encore), l'utilisation des marges de manœuvre budgétaires et fiscales fournies par la baisse des taux d'intérêt, et la disparition du risque politique en zone euro sont autant de facteurs qui permettraient à la zone euro d'apparaître comme une zone de croissance plus solide et plus stable.

Contexte macroéconomique

		Facteurs de risque
Amérique	États-Unis La croissance se maintient au-dessus du potentiel <ul style="list-style-type: none"> Les enquêtes restent solides, en particulier dans le secteur manufacturier. La croissance devrait être comprise entre 2 et 3 % au T3 2017. Les créations d'emploi décélèrent ce qui n'est pas anormal à ce stade du cycle. Seule ombre au tableau : le ralentissement de l'inflation sous-jacente. Nous estimons qu'il est avant tout lié à des chocs temporaires sur certains produits et que l'inflation sous-jacente va se redresser dans les mois qui viennent, en lien avec le cycle. Deux événements peuvent brouiller les cartes à court terme (ouragan Harvey et plafond de la dette). En ce qui concerne l'ouragan, les dépenses de reconstruction soutiendront la croissance au Texas. En ce qui concerne le plafond de la dette, nous tablons sur un nouveau relèvement en raison de la proximité des élections de mi-mandat. Pour la même raison, nous pensons que quelques baisses d'impôts seront votées au T1 2018 au plus tard, et ce en dépit des difficultés politiques rencontrées par Donald Trump avec son propre camp. 	<ul style="list-style-type: none"> Débat sur le relèvement du plafond de la dette Risque protectionniste toujours présent Potentiel de croissance durablement entamé Érosion des marges des entreprises
	Brésil <ul style="list-style-type: none"> L'inflation continue de baisser de sorte que la BCB devrait pouvoir prolonger son cycle de baisse de taux. Les indicateurs d'activité économique s'améliorent doucement. La croissance est ressortie faible mais positive au T2. Sans nouveau choc, le Brésil devrait donc sortir de récession. L'émergence d'un nouvel épisode dans la crise politique qui touche une fois de plus directement le Président pourrait retarder le vote de la réforme des retraites. 	<ul style="list-style-type: none"> Assouplissement budgétaire et réforme des retraites très limitée Exacerbation des risques politiques
	Zone euro Bien engagée, la reprise conserve du potentiel <ul style="list-style-type: none"> Les bonnes nouvelles se sont accumulées depuis le printemps (bons chiffres du T2 et bon début du T3). La hausse de l'investissement et la baisse rapide du chômage créent un cercle vertueux. L'inflation sous-jacente est en légère hausse mais reste faible (1,2 % en août). À ce stade, la hausse de l'euro (qui reflète en partie l'amélioration économique) ne met pas en risque la reprise : nous avons d'ailleurs revu nos prévisions à la hausse (de 1,8 % à 2 % en 2017 et de 1,6 à 1,7 % en 2018). Une hausse trop rapide de la devise constituerait un risque. Le risque politique a fortement diminué après les élections françaises, mais une incertitude persiste en Italie (élections en mai 2018 au plus tard dans un contexte de fort euroscepticisme). Les élections allemandes (septembre 2018) ne devraient pas causer de changement majeur (un léger stimulus fiscal supplémentaire est probable). 	<ul style="list-style-type: none"> Hausse de l'euro Risque politique (montée des partis contestataires, notamment en Italie) Arrêt du cycle américain ou choc en provenance des pays émergents
Europe	Royaume-Uni Ralentissement dans un contexte de forte incertitude liée au Brexit <ul style="list-style-type: none"> L'économie ralentit depuis début 2017 (croissance cumulée du PIB de seulement 0,5 % au S1. La remontée de l'inflation, l'incertitude sur les débouchés futurs, l'investissement et l'immobilier pèsent sur la conjoncture. Le gouvernement a légèrement assoupli sa position concernant le Brexit, mais des désaccords majeurs persistent avec l'Europe, y compris à propos du séquençage même des négociations, alors que le calendrier est serré (sortie de l'UE, en principe, en mars 2019). T. May est affaibli par son échec électoral de juin. 	<ul style="list-style-type: none"> Choc d'incertitude lié au Brexit Déficits (public et externe) très élevés
	Chine La croissance ressort toujours plus élevée que prévu <ul style="list-style-type: none"> La croissance du PIB au T2 a été plus élevée que prévu (6,9 % en ga) grâce à un marché de l'immobilier et des exportations très dynamiques. Nous avons révisé nos prévisions à la hausse de 6,4 % à 6,7 % (2017) et de 6 % à 6,6 % (2018). Le gouvernement devrait poursuivre sa politique de resserrement monétaire en limitant notamment le crédit pour contenir les risques financiers et poursuivre ses réformes structurelles. La stabilisation de l'économie chinoise contribue à la resynchronisation du cycle mondial. 	<ul style="list-style-type: none"> Risque d'éclatement d'une bulle de crédit ou de l'immobilier Forte appréciation du renminbi
Asie	Inde Inde: un moteur de croissance régulier pour l'Asie en 2017, malgré la démonétisation <ul style="list-style-type: none"> La croissance a décéléré plus que prévu au T2 (5,7 % en ga après 6,1 % au T1) en raison d'une forte baisse de la consommation ainsi que des exportations. La démonétisation et la mise en place d'une nouvelle TVA expliquent cette tendance qui ne devrait être que temporaire. L'inflation restera modérée mais une baisse des taux d'ici la fin de l'année paraît peu probable. 	<ul style="list-style-type: none"> Ralentissement de l'investissement qui pourrait peser sur la productivité Dérapiage des dépenses publiques
	Japon Vers le cycle le plus long depuis les années 1960 ? <ul style="list-style-type: none"> La croissance a été très forte au T2 2017 (+4 % en rythme annualisé ; +2,1 % sur un an), très supérieure à son rythme potentiel (0,5 %). L'économie profite du stimulus budgétaire et de l'amélioration du cycle industriel et du commerce international en Asie. Nous avons relevé notre prévision de croissance de 1,1 % à 1,7 % en 2017. La croissance du PIB devrait se tasser en 2018 (1,1) % en 2018. Les entreprises en tirent parti mais les hausses de salaires manquent toujours à l'appel, malgré un taux de chômage très bas. 	<ul style="list-style-type: none"> Exposition à la Chine Augmentation des risques géopolitiques (vives tensions avec la Corée)

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (5 septembre 2017)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
États-Unis	1,6	2,1	2,0	1,3	2,0	2,1
Japon	1,0	1,7	1,1	-0,1	0,4	0,8
Zone euro	1,7	2,0	1,7	0,2	1,5	1,1
Allemagne	1,8	2,0	1,7	0,4	1,6	1,4
France	1,2	1,6	1,5	0,3	1,2	1,1
Italie	0,9	1,5	1,4	-0,1	1,3	1,1
Espagne	3,2	3,0	2,0	-0,2	2,1	1,4
UK	1,8	1,5	1,1	0,6	2,6	2,5
Brésil	-3,6	0,5	1,4	8,7	4,4	5,4
Russie	-0,2	1,7	2,0	7,0	4,5	5,1
Inde	7,5	7,6	7,6	5,4	3,8	4,2
Indonésie	5,0	5,2	5,2	4,5	4,5	4,5
Chine	6,7	6,7	6,6	1,2	1,5	1,4
Turquie	2,9	3,4	2,5	7,8	10,1	8,9
Pays développés	1,6	2,0	1,8	0,7	1,7	1,6
Pays émergents	4,0	4,6	4,7	4,1	3,7	3,4
Monde	3,0	3,5	3,4	2,6	2,8	2,6

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	05/09/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
États-Unis	1,25	1,50	1,60	1,75	1,95
Zone euro	0,00	0,00	-0,40	0,00	-0,35
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	05/09/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,32	1,40/1,60	1,46	1,80/2,00	1,55
Allemagne	-0,74	-0,60/-0,40	-0,69	-0,40/-0,20	-0,62
Japon	-0,15	-0,20/-0,00	-0,17	-0,20/-0,00	-0,16
Royaume-Uni	0,18	0,00/0,20	0,19	0,00/0,20	0,25

Taux 10 ans					
	05/09/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,13	2,20/2,40	2,24	2,40/2,60	2,33
Allemagne	0,36	0,60/0,80	0,49	0,80/1,00	0,61
Japon	0,01	0	0,06	0	0,11
Royaume-Uni	1,05	1,00/1,20	1,18	1,00/1,20	1,29

Prévisions de change					
	05/09/2017	Amundi + 6m.	Consensus T4 2017	Amundi + 12m.	Consensus T2 2018
EUR/USD	1,19	1,20/1,25	1,18	1,25	1,18
USD/JPY	109	115,00	114,00	115,00	108,00
EUR/GBP	0,92	0,95	0,91	0,95	0,90
EUR/CHF	1,14	1,10	1,16	1,10	1,13
EUR/NOK	9,28	9,20	9,20	9,00	8,90
EUR/SEK	9,47	9,50	9,46	9,30	9,20
USD/CAD	1,24	1,25	1,27	1,25	1,25
AUD/USD	0,80	0,72	0,78	0,70	0,80
NZD/USD	0,72	0,70	0,71	0,70	0,75

Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

Marie BRIÈRE — *Head of Investor Research Center — Amundi*,
Ariane SZAFARZ — *Université Libre de Bruxelles*

Longevity Risk: To Bear or to Insure?

LING-NI BOON — *Investor Research Center — Amundi*
Marie BRIÈRE — *Head of Investor Research Center — Amundi*,
Bas J.M WERKER — *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*

Alternative Risk Premia: What Do We Know?

Thierry RONCALLI — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

Opportunités de l'extraction minière en eaux profondes et ses enjeux ESG

Marie NAVARRE, Héloïse LAMMENS — *Analyse ESG*

Huile de Palme_Le dilemme environnemental

Elsa BLOTIÈRE, Julien GROUILLET, Aurélie RENARD — *Analyse ESG*

The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?

Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement

Éric MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*

Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?

Marie NAVARRE, Arnaud PEYTHIEU — *Analyse ESG*

Extraction et exploitation du charbon.

Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?

Catherine CROZAT — *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

#10 **Spread OAT/Bund: évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
Bastien Drut — *Stratégie et Recherche Économique*

#9 **Macron Président: les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

#8 **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

#7 **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
Philippe ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

PHILIPPE ITHURBIDE - *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*

Rédacteurs en chef adjoints

DIDIER BOROWSKI - *Paris*, RICHARD BUTLER - *Paris*, ÉRIC MIJOT - *Paris*,
MO JI - *Hong Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED - *Paris*

Support

PIA BERGER - *Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*
BENOIT PONCET - *Recherche, Stratégie et Analyse - Paris*

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com. mundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com - Crédit photo: iStock by Getty Images - Wicki58