

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**VERS UNE PÉRIODE  
DE TRANSITION**

**LE THÈME DU MOIS**

**ÉTATS-UNIS: IMPACTS DE LA RÉFORME  
FISCALE SUR LES PROFITS**

RESEARCH  
STRATEGY  
& ANALYSIS

## VUES DES CIO

### Vers une période de transition

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

#### Contexte

Après un été relativement calme, depuis septembre les marchés actions sont restés de marbre face à l'actualité géopolitique, malgré la menace nucléaire de la Corée du Nord et la crise en Catalogne, qui est encore loin d'être résolue. Selon nous, deux grandes raisons expliquent le rebond des performances des actions : 1) l'axe pro-européen guidé par la France et l'Allemagne demeure relativement fort et semble être **un filet de sécurité éventuel** en cas de dégradation supplémentaire de la situation en Espagne, qui, à nos yeux, ne représente pas un risque systémique pour la zone euro ; et 2) pendant ce quatrième trimestre, l'attention des intervenants devrait **se recentrer sur les fondamentaux des marchés**. Le scénario de croissance favorable et la dynamique positive des bénéfices des entreprises devraient continuer de soutenir les actions, même si **nous admettons que nous approchons d'un stade plus mature dans le cycle**. Sur les marchés obligataires, ce « retour aux fondamentaux » entraîne un rebond des taux d'intérêt qui s'établissent à des plus bas annuels. Dans ce contexte, nous conservons une opinion prudente vis-à-vis de la duration et une vision optimiste des actifs risqués, en particulier des actions. Néanmoins, nous pensons que le **régime de volatilité exceptionnellement faible** que nous connaissons actuellement (au cours des trois dernières années, l'indicateur VIX a été inférieur à 10 pendant 4 % du temps, alors que cela ne s'est produit que dans 0,6 % des cas depuis 1990) **va être mis à l'épreuve** début 2018 **par la conjonction de plusieurs facteurs** : la normalisation continue des politiques monétaires ; l'entrée du cycle économique dans un stade plus mature (une transition qui ne sera probablement pas linéaire) ; un redressement des anticipations d'inflation depuis des niveaux extrêmement faibles (avec éventuellement des surprises haussières) ; et des événements géopolitiques impossibles à prévoir que le marché n'anticipe visiblement pas dans leur totalité (par ex. : Brexit, Corée du Nord). La transition qui va s'opérer nécessitera selon nous une rotation des positionnements vis-à-vis du risque en 2018, avec une approche prudente dans les segments les plus complaisants du marché (crédit, investissements basés sur le momentum). Dans le même temps, nous pensons que les investisseurs doivent se concentrer sur la qualité et l'utilisation efficace de stratégies de couverture en vue d'atténuer les risques de marché.

#### Nos convictions

■ **Gestion diversifiée** : Nous sommes toujours optimistes à l'égard des actifs risqués en général et des actions en particulier, car les conditions macroéconomiques robustes continuent d'entraîner une croissance vigoureuse des bénéfices. Nous continuons d'identifier des poches de valeur au cas par cas sur les marchés émergents, où nous privilégions une approche par pays (Corée du Sud, Chine, Russie), ainsi qu'en Europe et au Japon. Sur les marchés obligataires, les investisseurs doivent préférer le crédit aux emprunts d'État cœur et rester attentifs aux obligations indexées sur l'inflation. Dans la mesure où 2018 sera, selon nous, une année de transition vers un stade de fin de cycle, nous recommandons aux investisseurs détenant des portefeuilles diversifiés d'aborder cette période avec la protection de couvertures et une vision encore plus prudente du crédit, tout en maintenant un positionnement sous-exposé en duration.

■ **Marchés obligataires** : Les marchés du crédit sont toujours notre segment favori. Face au resserrement des *spreads*, les investisseurs doivent donner la priorité à la qualité des émetteurs et à la sélection des titres pour saisir des opportunités d'alpha. Sur les marchés des emprunts d'État cœur, il est recommandé d'adopter une approche sous-exposée en duration pour atténuer le risque de hausse des taux. Les obligations émergentes sont de plus en plus un thème de portage. Sur ces marchés, nous identifions des poches de valeur en Russie et au Brésil, où les conditions macroéconomiques s'améliorent.

■ **Actions** : Les actions mondiales continuent selon nous de bénéficier de la croissance robuste des bénéfices des entreprises. Cependant, le marché haussier dure depuis longtemps et les valorisations sont plus que justifiées. Dans ce contexte, et en particulier sur les marchés développés, la sélection des valeurs revêt plus d'importance que jamais. Nous recommandons de privilégier les sociétés capables de convertir la croissance de leur chiffre d'affaires en bénéfices, et d'effectuer un rééquilibrage entre les valeurs cycliques et celles qui relèvent davantage de thèmes défensifs.

■ **Actifs réels** : Au cours des prochaines années, les responsables politiques vont donner la priorité à une transition vers une reprise moins cyclique, mais plus structurelle et inclusive : nous pensons donc qu'investir dans les infrastructures peut être un moyen intéressant de diversifier les risques et d'accroître les performances. La demande pour ce type d'investissement étant très élevée, il est capital d'opérer une sélection pour identifier de bonnes opportunités à un prix raisonnable.

## MACRO

# Malgré le cas de la Catalogne, la renaissance de l'Europe est à l'œuvre

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur Recherche, Stratégie et Analyse

### Zone euro: les indicateurs macroéconomiques continuent de signaler la poursuite d'une croissance robuste accompagnée d'une inflation modérée

Les statistiques d'activité prévue et réelle pour août et septembre sont restées vigoureuses et indiquent un taux de croissance du PIB probablement toujours proche de 0,5 %-0,6 % en glissement trimestriel au 3<sup>e</sup> trimestre. Le taux de chômage a continué de s'établir à 9,1 % en août (inchangé depuis juin), mais ce chiffre fait suite à un repli rapide au début de l'année. L'activité de crédit aux entreprises non-financières est restée solide, tout en n'enregistrant pas non plus d'accélération notable (à 2,5 % en glissement annuel -GA- en août). L'inflation sous-jacente a légèrement reculé au mois de septembre (1,1 % en GA vs 1,2 % entre juin et août), confirmant que sa hausse précédente était due à des facteurs temporaires estivaux, dans un contexte où les tensions inflationnistes demeurent très faibles.

### Politique: quelques évènements négatifs, mais pas de risque systémique pour la zone euro

Les élections allemandes ont débouché sur la maigre victoire du parti de centre-droite CDU/CSU d'Angela Merkel, et sur un résultat encore plus décevant pour son ancien partenaire de coalition, le SPD de centre-gauche. Quoi qu'il en soit, Angela Merkel a remporté un quatrième mandat de Chancelière et a entamé des négociations avec une coalition tripartite « jamaïcaine », composée des libéraux du FDP et des Verts.

Jugé illégal par Madrid, le référendum sur l'indépendance de la Catalogne s'est soldé par un affrontement entre le gouvernement régional, favorable à la sécession, et le gouvernement central espagnol. L'indépendance catalane (qui créerait un précédent spectaculaire en Europe occidentale) est toutefois hautement improbable, car les autorités régionales n'ont pas les moyens pratiques pour l'imposer, alors que les sondages indiquent qu'une majorité de la population espagnole s'oppose à cette idée (le « oui » a largement dominé au référendum, mais la participation était très faible). Même si les tensions resteront probablement vives pendant quelques semaines, nous pensons que la situation finira par se tasser à l'issue de négociations. Celles du Brexit semblent avoir un peu progressé en septembre: le gouvernement britannique a accepté le principe d'un paiement pour solder ses comptes. Néanmoins, aucune autre avancée n'a été réalisée sur ce plan jusqu'à présent en octobre. Les difficultés ont semblé s'aggraver, en particulier à cause de la position de faiblesse dans laquelle se trouve Theresa May (au Parlement et dans son propre parti) et d'informations selon lesquelles le gouvernement britannique prévoyait un « hard Brexit ». Il est très probable que l'UE déclare formellement que les avancées sont « insuffisantes » au cours des prochaines semaines.

“ L'expansion de l'économie mondiale devrait se poursuivre, sans grande menace à court terme.”

### Plus confiante, la BCE se prépare à supprimer des mesures accommodantes superflues

Nous pensons que la BCE va maintenir une approche prudente. L'inflation sous-jacente ne donne aucun signe d'accélération convaincante et la zone euro est toujours loin de connaître le plein-emploi. Mario Draghi devrait confirmer à nouveau son approche séquentielle à la réunion du 26 octobre (pas de relèvement des taux avant la fin du programme d'achats d'actifs). Par conséquent, nous ne prévoyons pas de premier tour de vis avant 2019.

### États-Unis: les principaux enjeux tournent autour des mesures budgétaires

Les indicateurs économiques américains continuent de signaler une croissance solide. La reprise du marché de l'emploi se poursuit. Les salaires sont toujours contenus, même si la grande majorité des entreprises américaines prévoient des augmentations. Les enquêtes ISM continuent d'augurer une croissance du PIB supérieure à 2 %. En résumé, sauf choc (financier ou extérieur) important, une récession semble exclue au 2<sup>e</sup> semestre 2017 ou en 2018. À noter que la politique budgétaire va probablement prolonger le cycle actuel et inciter la Fed à relever ses taux. Compte tenu des incertitudes entourant toujours la forme définitive de la réforme fiscale, il est difficile d'évaluer son impact sur nos prévisions, que ce soit en termes d'élan à court terme donné au PIB et/ou de soutien à long terme à la croissance potentielle. L'application du cadre du CBO à nos estimations actuelles de croissance du PIB en 2018, en supposant que la réforme sera effective au 1<sup>er</sup> trimestre 2018, dope nos prévisions à hauteur de +0,1 % (avec un effet multiplicateur faible) à +0,45 % (effet multiplicateur élevé).

### Économies émergentes: performance meilleure que prévu au 2<sup>e</sup> trimestre

Au 2<sup>e</sup> trimestre, la croissance en Chine s'est établie à 6,9 % en GA. De plus, malgré l'appréciation du renminbi, les indicateurs économiques sont restés très raisonnables. La Russie et le Brésil sont visiblement sortis de la récession même si leur taux de croissance sont actuellement faibles. Dans ces deux pays, le repli de l'inflation devrait permettre aux banques centrales de poursuivre leur politique accommodante et fournir aux agents économiques des conditions financières favorables.

# GESTION DIVERSIFIÉE

## Grande complaisance sur les marchés

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

### Évaluation globale

Les conditions économiques sont positives et toujours légèrement favorables aux actifs risqués. Nous pensons que les taux de croissance vont se stabiliser aux alentours des niveaux actuels. Il se peut que nous ayons déjà connu la phase dynamique la plus favorable, mais la synchronisation de l'économie mondiale va peut-être engendrer un risque haussier cyclique qui a de grandes chances de stimuler l'inflation.

Nous demeurons conscients de la possibilité d'un regain des risques géopolitiques et de la présence de conditions de fin de cycle (politiques monétaires moins accommodantes, voire plus restrictives que ne l'anticipent le marché). La volatilité est extrêmement faible et les valorisations, élevées dans l'ensemble, exposent les investisseurs à un risque baissier.

Nous sommes donc très attentifs aux segments de marché où la complaisance des intervenants est particulièrement importante (sur les marchés du crédit) et nous continuons d'accorder une grande importance aux couvertures.

### Des idées à conviction forte

Nous continuons de privilégier les marchés actions, conformément à notre scénario central prévoyant une réflation des actifs toujours active au prochain trimestre, avant une transition graduelle vers des conditions de fin de cycle en 2018. Nous préférons les actions européennes, qui sont soutenues par la reprise économique vigoureuse de la zone euro et la dynamique positive des bénéfices des entreprises. Le Japon dispose également de perspectives favorables.

Concernant les marchés émergents, où les fondamentaux se maintiennent relativement bien dans la plupart des pays, notre opinion est positive, notamment vis-à-vis de la Chine : son économie continue de résister et l'abaissement récent du taux cible des réserves obligatoires (ainsi que la possibilité d'autres baisses) est un élément bénéfique pour les banques, qui réduisent leur dépendance envers le financement interbancaire et le système parallèle (« *shadow banking* »). Nous identifions également des opportunités en Corée du Sud et en Russie (par rapport aux autres marchés émergents).

Sur les marchés obligataires, la transition vers un scénario de fin de cycle pourrait s'accompagner d'une hausse des taux (aux États-Unis et dans la zone euro), car nous prévoyons une progression lente de l'inflation et la réduction graduelle des dispositifs de relance des banques centrales.

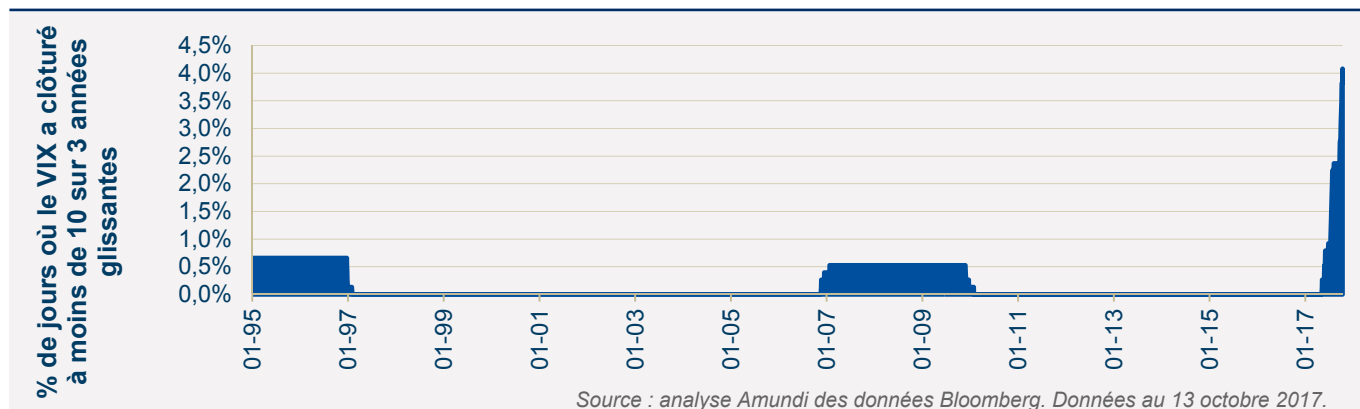
Par conséquent, face à l'absence de potentiel haussier des obligations nominales, nous pensons que les titres indexés sur l'inflation restent intéressants (aux États-Unis, dans l'UE et au Japon). Notre opinion est toujours favorable vis-à-vis des marchés du crédit européens, qui continuent de bénéficier de l'environnement de taux faibles même si leur potentiel de resserrement des *spreads* nous semble limité.

### Risques et couverture

Nous ne nous faisons pas d'illusions concernant les risques politiques et géopolitiques : d'ailleurs, l'une de nos principales préoccupations a trait à l'inefficacité du Président américain, qui pourrait menacer la fluidité de la transition vers le stade de fin de cycle.

L'escalade des tensions en Corée du Nord et au Moyen-Orient ne doit pas non plus être sous-estimée. Il nous semble donc essentiel que les investisseurs adoptent des stratégies de couverture efficaces : nous maintenons, à cet effet, notre opinion positive à l'égard de l'or ou de certaines stratégies de devises, qui tendent à bien se comporter dans les phases d'aversion pour le risque, ainsi qu'une préférence pour des stratégies d'options sur actions, afin de lisser le risque de correction des marchés.

### VIX : la complaisance du marché atteint des niveaux sans précédent



# MARCHÉS OBLIGATAIRES

## L'énigme de l'inflation

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

### Évaluation globale

Le débat concernant l'inflation occupe maintenant une place centrale. Les autorités monétaires cherchent à comprendre la nouvelle nature des relations économiques entre croissance, inflation, chômage et salaires. La faiblesse actuelle de l'inflation pousse les marchés à anticiper un retrait très lent des politiques monétaires expansionnistes. Cet élément est déterminant sur le marché obligataire à l'approche de 2018. Si l'inflation se met à accélérer dans le sillage de l'économie (grâce à de nouvelles mesures de relance budgétaire) et de salaires augmentant sous l'effet du resserrement des marchés du travail (notamment aux États-Unis), alors les banques centrales devront peut-être intervenir plus radicalement, ce qui, actuellement, n'est pas totalement prévu par les marchés. Les investisseurs doivent envisager des stratégies de réduction des risques et d'accroissement de la diversification (titres liquides, de grande qualité et à durée courte dans le crédit, obligations à taux variable, convertibles et obligations contingentes).

### Obligations d'État des marchés développés

Le risque d'un durcissement de ton de la Fed en 2018 s'accroît; nous pensons que les investisseurs doivent maintenir un positionnement sous-exposé à la durée des obligations d'État cœur. En Europe, notre opinion est toujours modérément positive vis-à-vis des obligations de la périphérie, où la croissance soutenue et la faiblesse des taux d'intérêt favorisent des ajustements structurels. Nous sommes désormais un peu plus prudents, car la volatilité fait son retour (situation en Espagne et approche des élections italiennes en 2018). Nous sommes également légèrement optimistes concernant les obligations indexées sur l'inflation.

### Obligations d'entreprise des marchés développés

Les fondamentaux des marchés demeurent relativement stables en Europe et aux États-Unis. Les perspectives du crédit IG américain sont toujours positives, mais avec un potentiel de resserrement des spreads limité. L'augmentation de l'endettement des entreprises est contrebalancé par la solidité de la croissance et la vigueur de la demande des investisseurs. À ce stade du cycle de crédit, nos secteurs favoris sont les banques, les financières et l'énergie. Le crédit européen affiche aussi de bonnes perspectives, mais dans le cadre d'une prudence accrue. Nous préférons les industrielles et les financières, qui bénéficient visiblement de la pentification de la courbe des taux.

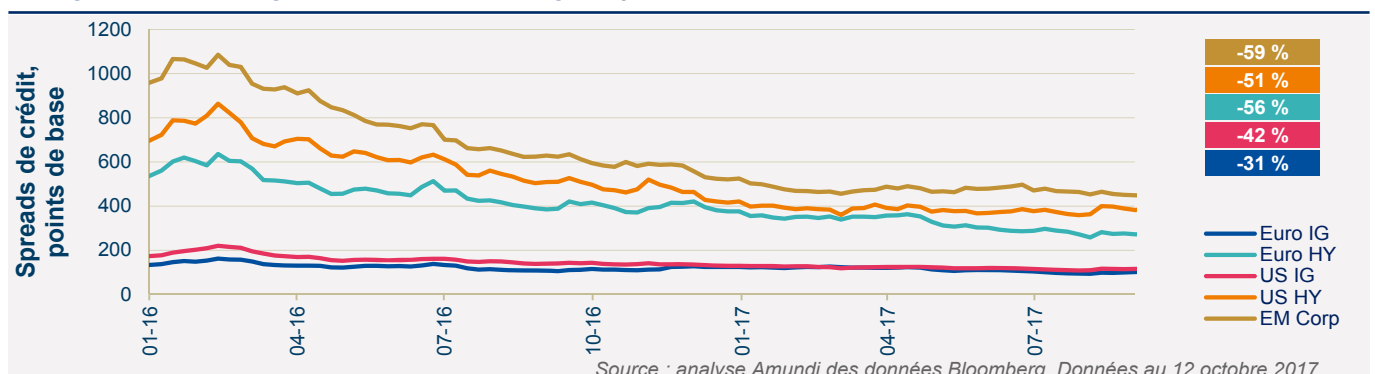
### Obligations émergentes

Selon nous, la dette émergente doit de plus en plus être considérée comme un thème de portage et de diversification, car les spreads ont peu de perspectives en termes de compression. Par rapport à d'autres segments du marché obligataire (HY en euro par exemple), les *spreads* émergents nous paraissent toujours attractifs, surtout sur les marchés du crédit. Nous maintenons une approche prudente à l'égard de la dette souveraine, qui peut être exposée au risque de relèvement des taux aux États-Unis. L'appréciation de l'USD peut également entraîner une pause temporaire dans le parcours des devises locales. En termes géographiques, nous privilégions les pays dont l'amélioration des fondamentaux n'est pas encore totalement intégrée par les prix du marché (Brésil, Russie) ou dont les valorisations sont basées sur un risque plus élevé (Argentine).

### Devises

Amélioration des conditions pour l'USD (divergences entre les politiques de la Fed et de la BCE, projet budgétaire de Donald Trump). Nos perspectives sont négatives pour la GBP, à cause des risques liés au Brexit, et pour le yen.

### Compression des *spreads* de crédit depuis janvier 2016



## ACTIONS

### Valorisées pour la perfection

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

La dynamique positive de l'économie soutient toujours la croissance des bénéfices dans l'ensemble du monde. L'attention se porte maintenant sur la prolongation du cycle actuel, qui peut continuer à doper les marchés actions pendant les prochains mois jusqu'à l'entrée dans un stade plus mature, qui devrait survenir en 2018. Cette transition à l'esprit, les investisseurs doivent selon nous commencer à équilibrer leurs portefeuilles entre des thèmes cycliques et défensifs, en privilégiant les valeurs de qualité.

#### Europe

Le marché anticipe un scénario très positif : croissance économique vigoureuse entraînant une hausse des bénéfices, inflation modeste et pas de surprise majeure de la part des banques centrales. Même si nous sommes toujours optimistes envers les actions de l'UE dans les prochains trimestres (le cycle des bénéfices étant à un stade plus précoce qu'aux États-Unis), nous pensons que les investisseurs doivent commencer à rechercher plus d'équilibre entre les valeurs cycliques (industrie et consommation discrétionnaire) et défensives (santé, par exemple). La hausse des taux d'intérêt devrait continuer de soutenir le redressement du secteur financier et des thèmes « value ». Des prises de bénéfices ne sont pas à exclure dans les secteurs qui viennent d'afficher des performances particulièrement bonnes (petites capitalisations italiennes par exemple).

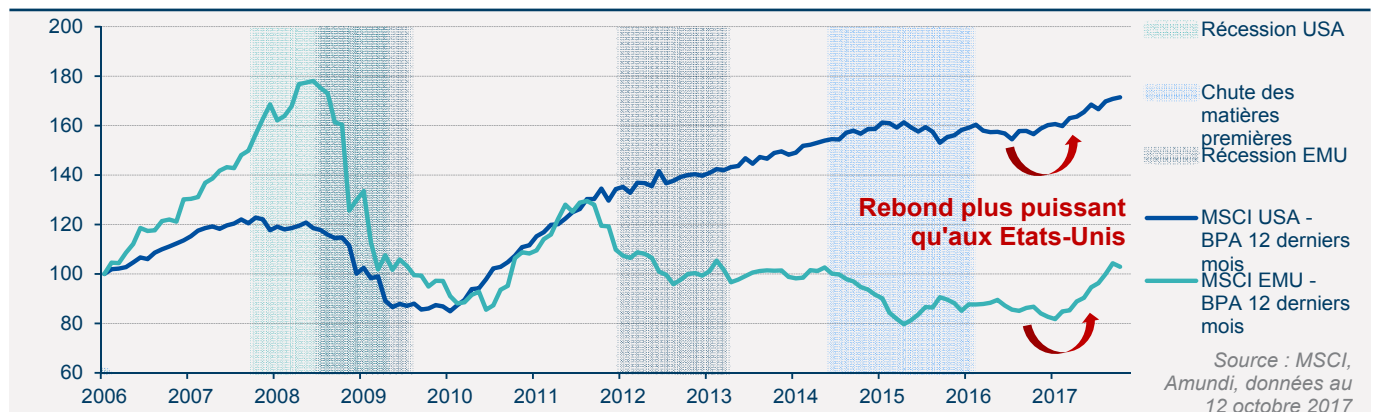
#### États-Unis

Les anticipations entourant la réforme tant attendue du régime fiscal américain ont enclenché un nouveau mouvement de « reflation trade ». Celui-ci peut entraîner la surperformance temporaire des actions américaines vs européennes malgré des valorisations moins intéressantes, même si, selon nous, le marché s'est un peu emballé à court terme. Un accord raisonnable sur la réforme fiscale au premier semestre 2018 (issue anticipée à 50 %) pourrait jouer positivement sur deux tableaux : une baisse d'impôts pour les entreprises leur permettant d'augmenter leurs bénéfices dans les prochaines années, avec un impact favorable sur les cours de Bourse, et des mesures encourageant le rapatriement des bénéfices gardés à l'étranger. Ce rapatriement pourrait réduire l'inefficacité du capital de nombreuses multinationales qui accumulent des liquidités et favoriser des investissements, des rachats d'actions ou des augmentations de dividende. L'accélération de l'inflation peut être bénéfique pour les banques.

#### Marchés émergents

Au cours des 3 derniers mois, les fondamentaux des entreprises se sont améliorés, notamment en Chine, au Brésil et en Turquie, où les prévisions de résultat net dans les 12 prochains mois ont été révisées à hauteur de plus de 10 %. Les actions émergentes continuent de bénéficier de la synchronisation de la croissance mondiale et de conditions financières adéquates. Selon nous, la sélection (des pays, des secteurs et des entreprises) va devenir de plus en plus indispensable à mesure que nous entrons dans une phase de resserrement des politiques monétaires des pays développés. Nous maintenons notre préférence pour les secteurs cycliques dans les trois régions émergentes. Nous privilégions l'Asie à l'EMEA (où notre opinion est positive envers les banques) et à l'Amérique latine. Les principaux risques à surveiller sont la normalisation des politiques monétaires l'an prochain et l'évolution de la situation en Corée du Nord.

#### Redressement des bénéfices par actions (BPA) aux États-Unis et dans la zone euro



## ACTIFS RÉELS

# Les infrastructures pour augmenter la diversification

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

### Les investissements dans les infrastructures sont en hausse

Les infrastructures ont connu un vif regain de popularité ces dernières années, car la faiblesse des taux a poussé les investisseurs à renoncer au critère de liquidité pour améliorer leurs rendements à long terme. La demande en infrastructures s'accroît au fil du temps, car cette classe d'actifs apporte une diversification du risque de portefeuille et une couverture contre l'inflation. Ces investissements sont aussi devenus très intéressants grâce aux garanties des pouvoirs publics (de nombreux projets impliquent les gouvernements ou des collectivités territoriales), ce qui contribue à réduire l'historique du risque de défaut.

Par conséquent, les actifs d'infrastructure internationaux ont bénéficié d'investissements record de 413 milliards USD en 2016 (+14 % par rapport à 2015) d'après les statistiques de Preqin.

Compte tenu de cette demande soutenue, les placements concernent des actifs au profil moins traditionnel que les routes, centrales électriques ou aéroports, et s'étendent à de nouveaux secteurs qui n'étaient auparavant pas considérés comme des infrastructures, à l'image des maisons de retraite.

Avec la présence d'investisseurs plus nombreux, la concurrence pour des placements appropriés atteint des niveaux sans précédent, qui tirent les valorisations à la hausse et compliquent l'identification d'actifs offrant un prix et des caractéristiques d'investissement adaptées. D'où l'importance d'une grande sélectivité sur cette classe d'actifs pour dénicher des opportunités durables à un prix raisonnable.

### Réduire le déficit de financement des infrastructures

Les investissements dans les infrastructures peuvent jouer un rôle capital dans la croissance économique en augmentant la productivité des entreprises et en créant de nouveaux emplois.

On estime par exemple que le projet de 1000 milliards USD de dépenses d'infrastructures du Président Trump au cours des 10 prochaines années pourrait créer plus de 11 millions de postes<sup>1</sup>. Malgré ces bienfaits, l'écart ne cesse de se creuser entre l'offre et la demande d'infrastructures dans le monde. D'après les estimations de l'OCDE, 6300 milliards USD de dépenses d'infrastructure seraient nécessaires chaque année entre 2016 et 2030 pour soutenir la croissance et le développement<sup>2</sup>.

Sous la contrainte budgétaire, le secteur public ne peut financer toutes ces dépenses, si bien que la contribution du capital privé aiderait à résorber ce déficit de financement.

### Prochaines étapes en matière d'investissement dans les infrastructures

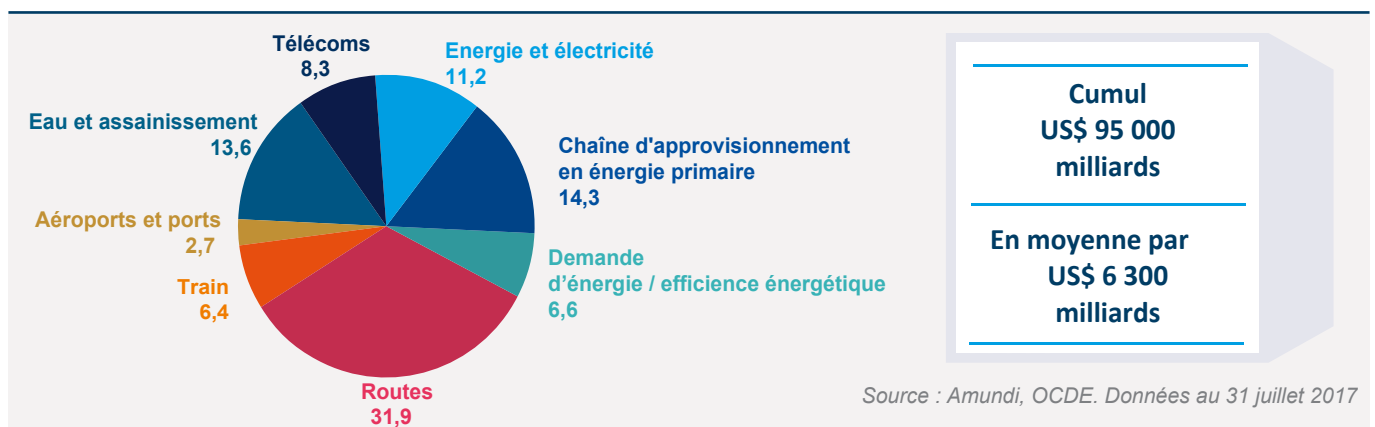
Même si la demande en investissements d'infrastructure n'a jamais été aussi forte, on considère parfois que cette classe d'actifs est moins fiable et moins accessible que les marchés d'actifs traditionnels. Nous pensons qu'il est essentiel que des incitations adaptées soient créées pour renforcer la confiance envers ce secteur (par exemple plus de transparence, une bonne gouvernance d'entreprise), et que des instruments financiers soient fournis pour faciliter l'accès à la classe d'actifs.

Pour finir, la mise en œuvre de réformes structurelles est peut-être le chaînon manquant qui permettrait de doper sensiblement les dépenses en infrastructures, et par conséquent de raviver les économies.

<sup>1</sup> Georgetown University Center, 2017.

<sup>2</sup> OCDE, 2017.

### Estimation des dépenses d'infrastructure nécessaires sur la période 2016-2030 (en milliers de milliards USD)



**Allocation d'actifs : perspectives multi-classes d'actifs**

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions vs Govies	→						■	
Actions vs crédit	→					■		
Crédit vs Govies	→					■		
Duration	→			■				
Pétrole	→					■		
Or	→					■		
Monétaire Euro	→				■			
Monétaire USD	→					■		

Le tableau ci-dessus représente notre évaluation des classes d'actifs à horizon 3-6 mois, sur la base des vues exprimées lors de notre dernier comité d'investissement. Les perspectives, modifications de celles-ci et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/+++).

**Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs**

Notre vue à 3-6 mois	Classe d'actifs	Variation 1 mois	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
EMPRUNTS D'ÉTAT	-- US	→	●●		
	-- Cœur Euro	→	●		
	+ Périphériques Euro	→			●
	- RU	→	●		
	- Japon	→	●		
CRÉDIT	+/- IG États-Unis	→			●
	+/- IG Euro	→			●
	-/- HY États-Unis	→	●		
	+/- HY Euro	→			●
	+ Dette émerg., devises fortes	→			●
	+ Dette émerg., devises locales	→			●
ACTIONS	+ US	→		●	
	++ Zone euro	→			●●
	= RU	→		●	
	+ Japon	→			●
	+ Pac. hors Jap.	→			●
	+ ME internationaux	↗			

**DEVISES ET ACTIFS RÉELS**

DEVISES	+ EUR/USD	↗
	= EUR/GBP	↘
	= EUR/JPY	→
	= USD /JPY	→
ACTIFS RÉELS	+ Immobilier	→
	++ Infrastructures mondiales	→
	+ Dette privée	→

**LÉGENDE**

-	Négatif
=	Inchangé
+	Positif
●	Sous-pondération
●	Neutre
●	Surpondération

Source: Amundi, 20 septembre 2017. Les perspectives de performance à 3-6 mois reflètent nos opinions de recherche basées sur le rendement attendu de chaque classe d'actifs. 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

# Le projet de réforme fiscale aux États-Unis et ses impacts sur les profits des sociétés cotées

IBRA WANE, Stratégie et Recherche Économique

### L'essentiel

Le président américain vient d'annoncer son très attendu projet de réforme fiscale. Les actions américaines étant devenues chères, nous nous sommes concentrés sur ce qui pourrait impacter les résultats des entreprises cotées. Étant donné l'importance de Wall Street pour les autres places, c'est plus qu'un simple problème américain. À première vue, la baisse du taux d'impôts sur les sociétés (IS) de 35 % à 20 % devrait dopper les bénéfices. Le taux effectif d'imposition des sociétés cotées étant cependant bien loin du taux théorique, la réalité est beaucoup plus nuancée. Par ailleurs, on note de fortes disparités en fonction du secteur d'activité, de la part des ventes à l'international ou de la taille de la capitalisation. Dans ce contexte, les conclusions générales s'avèrent trompeuses. Au final, seul quatre secteurs sur dix devraient bénéficier de la baisse du taux d'IS. En revanche, les valeurs domestiques et les petites et moyennes capitalisations devraient largement tirer leur épingle du jeu.

### Un projet qualifié d'historique...

Le président américain a présenté le 27 septembre dernier les grandes lignes de sa réforme fiscale qu'il a lui-même qualifié d'historique... Celle-ci comprend trois volets : la fiscalité des ménages, l'impôt sur les sociétés et le rapatriement des profits à l'étranger. À ce stade, il ne s'agit que d'un projet qui devra passer le filtre du Congrès pour devenir définitif. Compte tenu de son échec cuisant avec l'abrogation de l'Obamacare, le président Trump ne devrait pas ménager sa peine pour le faire aboutir.

### Des conséquences multiples...

Les conséquences de celui-ci peuvent être appréhendées de multiples manières : impacts sur le pouvoir d'achat des ménages, les investissements des entreprises, la croissance du PIB, sur les déficits... Dans le cadre de cette note, nous nous pencherons plus particulièrement sur **les impacts concernant les bénéfices des sociétés cotées**. Les actions américaines étant en effet très chères, cette réforme - susceptible de gonfler les bénéfices - était très attendue par Wall Street. **Par ailleurs, dans la partie Q&A<sup>1</sup> de cet article, différents spécialistes maison ont résumé les grandes caractéristiques du projet, son impact potentiel sur le PIB et les marchés financiers.** Le rapatriement des liquidités est un autre aspect décisif de la réforme. Ceci devrait principalement concerner les multinationales, notamment celles de la Tech. Si le projet se matérialisait, ceci devrait dopper les rachats de titres, mais à ce stade, compte tenu du manque de détails, il est difficile d'être plus précis.

### Du principe à la réalité

Concernant l'impôt sur les sociétés (IS), ce projet prévoit que la taxe fédérale passerait de 35 % à 20 %. Toutes choses égales par ailleurs, ceci signifierait que les sociétés payant l'impôt à taux plein devraient voir bondir leurs résultats de +23 %. Entre le principe et la réalité, il y a toutefois bien des nuances, voire des surprises. On verra ainsi que le taux d'IS effectif du MSCI USA était déjà très inférieur au taux théorique. Par ailleurs, il y a de fortes disparités d'un compartiment de la cote à l'autre en fonction du secteur d'activité, de la taille d'entreprise, du degré d'internationalisation...

Au-delà des constats généraux, les impacts d'une telle réforme devront bien sûr être jugés en fonction des spécificités de chaque entreprise. Pour s'en tenir à deux sociétés relativement proches - *Morgan Stanley et Citigroup* - le CEO de la première indiquait en juin dernier lors d'une conférence<sup>2</sup> que, toutes choses égales par ailleurs, si son taux d'IS tombait à 25 %, ses résultats gonfleraient de 15 %, alors que pour celui de Citigroup, l'impact ne serait que

“Une réforme très attendue par Wall Street.”

<sup>1</sup> Voir Q&A page 13

<sup>2</sup> Cf. le WSJ du 29 septembre 2017

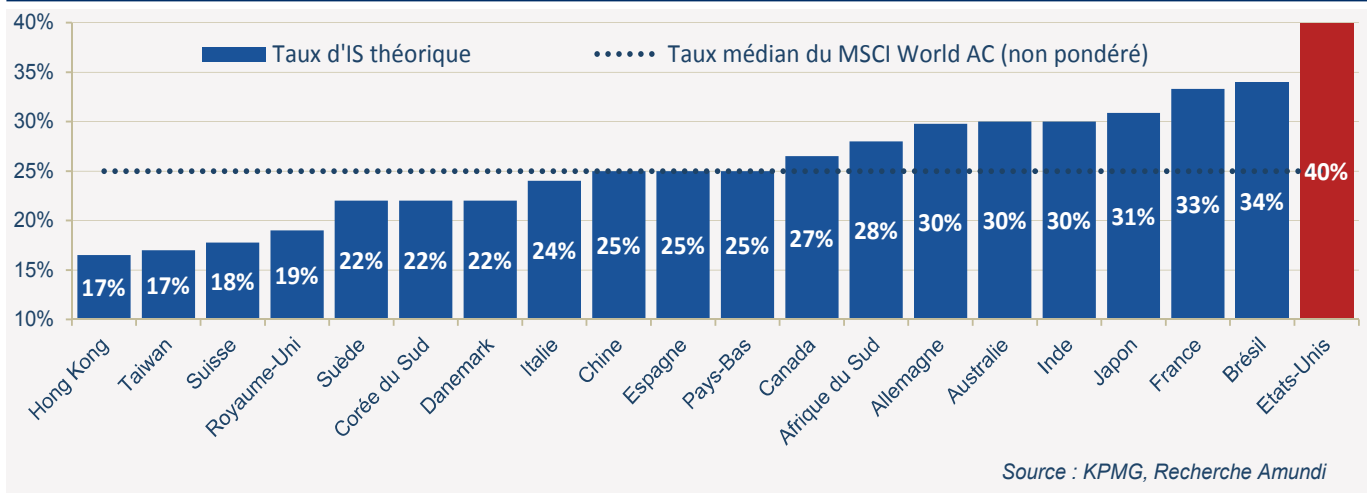
de 5 %. Dans certains cas, la baisse du taux d'IS peut même s'avérer couteuse! C'est le cas notamment des sociétés ayant accumulé des actifs d'impôt différé (AID) au fil de la crise. Par exemple, à fin 2016, il figurait 7 Mds de \$ d'AID éligibles aux États-Unis au bilan de *Bank of America* mais ces derniers devront désormais être dépréciés de 3 Mds pour tenir compte de la baisse du taux d'IS...

**Un taux d'IS théorique jusque-là très supérieur à celui des autres pays membres du MSCI Monde...**

Le graphique 1 compare le taux d'IS 2017 théorique des vingt principaux pays constituant le MSCI World AC (96 % de la capitalisation totale de l'indice). On précisera que ces taux calculés par KPMG combinent le cas échéant différentes taxes nationales et locales. Ainsi, aux États-Unis, au taux fédéral de 35 % se rajoute des taxes locales de 5 % en moyenne, d'où un taux global de 40 %. On notera que ce taux de 40 % était le plus élevé de l'échantillon. Mais, dans l'hypothèse où la réforme aboutisse et à taxes locales inchangées, le taux d'IS américain théorique serait - toutes choses égales par ailleurs - ramené de 40 % aujourd'hui (35 % + 5 %) à 25 % demain (20 % + 5 %), ce qui le situerait a) vers la médiane de l'échantillon et reviendrait b) à gonfler les résultats de 25 %!

“Un taux effectif d'imposition très inférieur au taux théorique.”

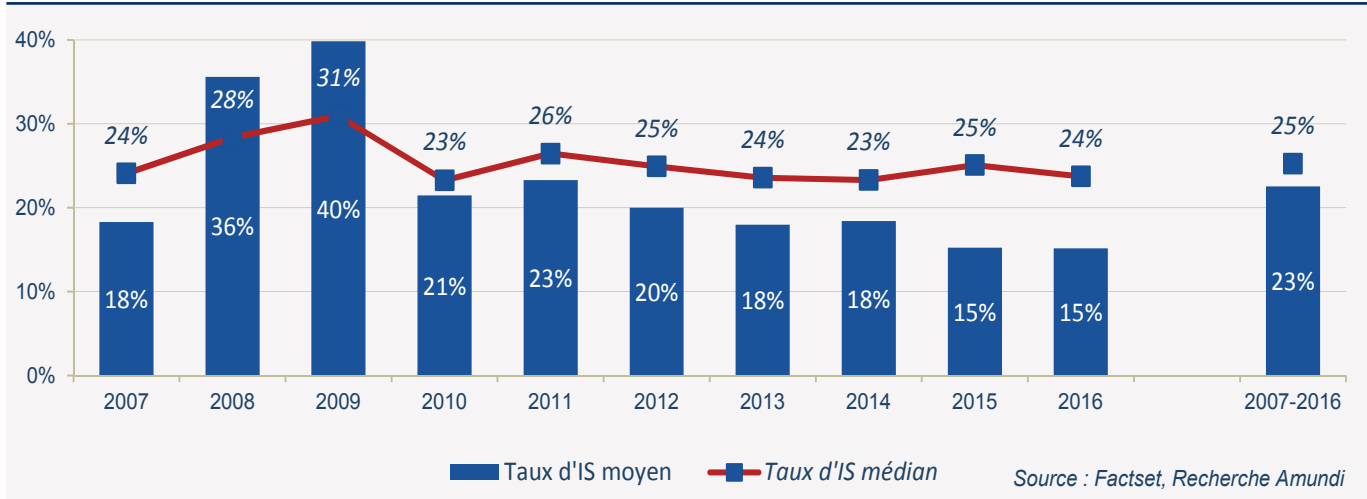
**1/ Taux d'impôt théorique sur les sociétés par pays en 2017**



**... mais un décalage énorme entre la théorie et la réalité**

De prime abord, cette baisse semble donc massive. Mais dans la réalité, au-delà du taux théorique, il convient de s'interroger sur la pression fiscale effective des actions américaines. Or, le graphique 2 nous indique que le taux d'IS médian de l'indice MSCI USA n'était que de 24 % en 2016 (et de 25 % en moyenne de 2007 à 2016) au lieu de 40 % en théorie! La réalité est donc plus sobre qu'il n'y paraît. Quoiqu'il en soit, dans certains cas, les effets de la réduction du taux d'IS théorique de 40 % à 25 % seront loin d'être

**2/ Taux effectif d'imposition du MSCI USA de 2007 à 2016**

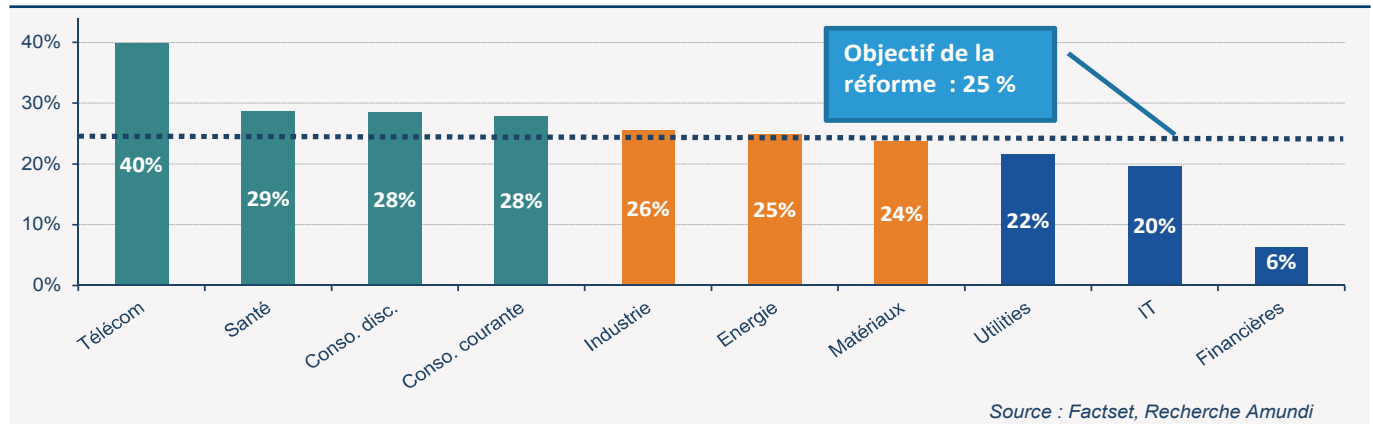


négligeables. Pour bien appréhender ces effets, nous mettrons en évidence trois grands facteurs: le secteur, la localisation et la taille.

**Le facteur sectoriel.** Le graphique 3<sup>3</sup>, montre qu'en moyenne, de 2007 à 2016, la moitié des secteurs du MSCI USA a connu un taux d'IS effectif supérieur à 25 % avec, au tout premier rang, les Télécoms (40 %). Au-delà des moyennes, depuis dix ans, certains secteurs, comme les Télécom ou la Santé ont connu neuf fois sur dix une pression fiscale effective supérieure à 25 %. Cette occurrence est également très élevée pour la Consommation courante (huit fois) et la Consommation Discrétionnaire (sept fois). En revanche, elle tombe à cinq pour l'Industrie et l'Energie, quatre pour les Matériaux de base, deux pour les Utilities et les Financières et une fois seulement, en 2009, pour le IT.

“Des disparités flagrantes selon le secteur, le degré d'internationalisation et la taille”

### 3/ MSCI USA : Taux d'IS effectif par secteur (moyenne 2007-2016)

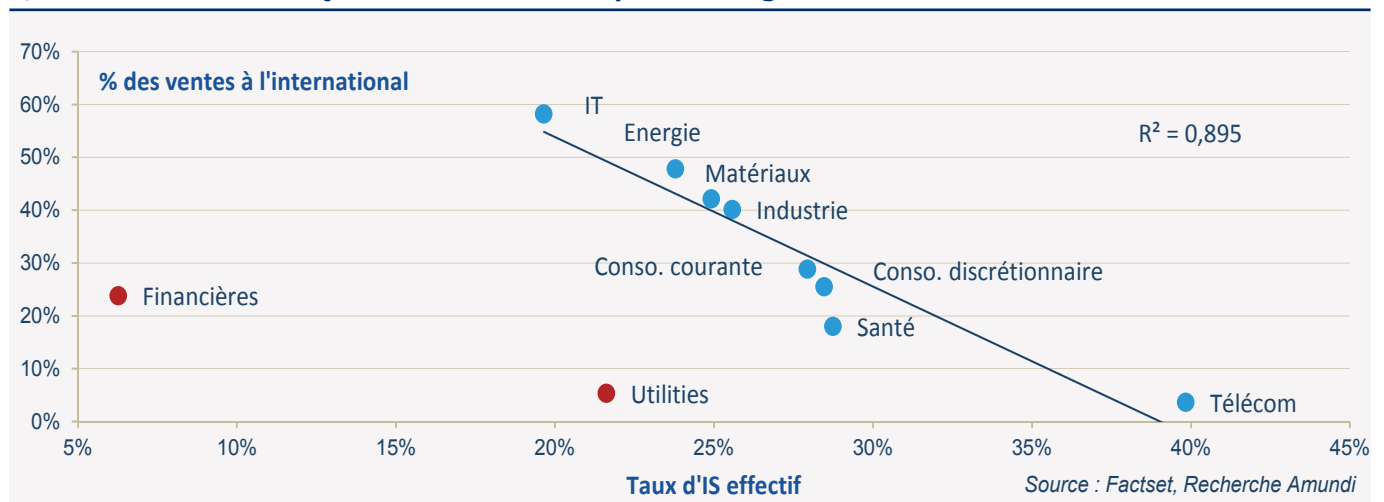


En résumé, quatre secteurs (en vert ci-dessus) semblent tout particulièrement appelés à bénéficier de la baisse annoncée du taux d'IS: les Télécom, la Santé, la Consommation courante et la Consommation Discrétionnaire. Trois autres secteurs (en orange), l'Industrie, l'Energie et les Matériaux de base devraient également en bénéficier, mais dans une moindre mesure. Enfin, les trois derniers (en bleu foncé) - les Utilities, l'IT et les Financières - constituent chacun un cas spécifique sur lequel nous reviendrons.

**Le facteur localisation.** À quelques exceptions près comme les Utilities et les Financières, il y a à l'évidence, une relation puissante entre le pourcentage de ventes aux États-Unis et le taux de pression fiscale. Ainsi, plus un secteur est international et moins sa pression fiscale est élevée. L'exemple type qui défraye la chronique ces temps-ci est le secteur du IT. Les géants du secteur comme Google, Apple, Facebook et Microsoft étant notoirement peu fiscalisés, en particulier en dehors de leurs frontières.

Amazon que l'on assimile souvent aux quatre sociétés précédentes comme faisant partie des fameux GAFAM n'appartient pas toutefois au secteur IT mais à celui de la Consommation discrétionnaire - Distribution par Internet, au même titre que Netflix ou

### 4/ Pression fiscale moyenne 2007-2016 et pourcentage des ventes à l'international



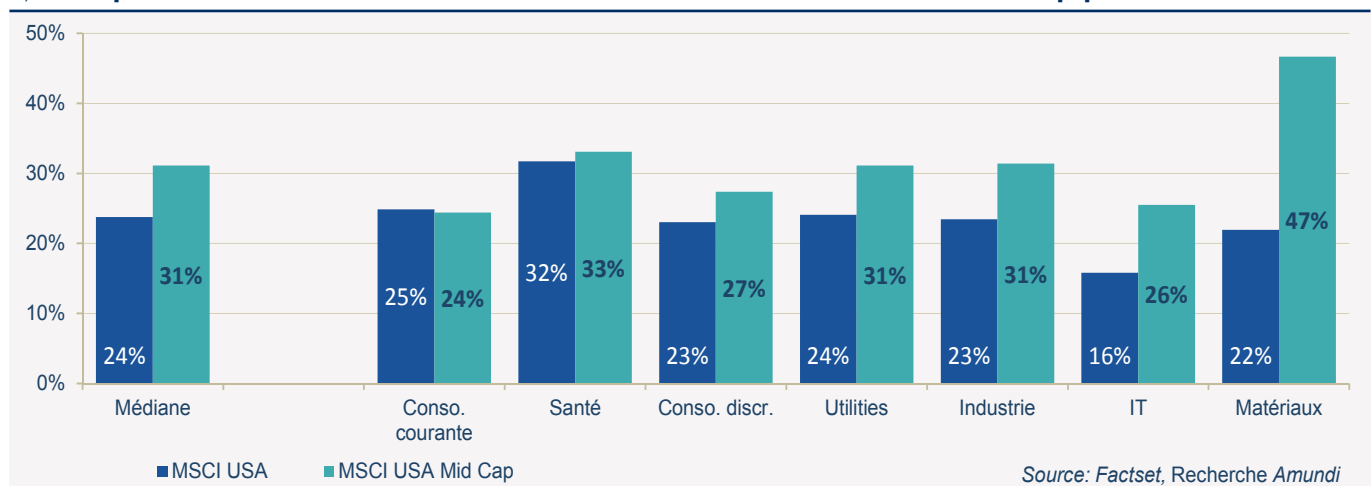
<sup>3</sup> Voir également le tableau 1 avec le détail année par année en page 4

Tripadvisor. Par ailleurs, Amazon est (pour l'instant?) moins international (34 % du CA contre 55 % pour les quatre autres en moyenne) et plus fiscalisé que les autres GAFAM (37 % d'IS contre 18 % en moyenne).

Concernant les Utilities, ce secteur est très domestique (95 %) mais pourtant peu imposé. Dans le cas d'espèce l'explication se trouve du côté de l'assiette de l'impôt; en contrepartie de leur revenu régulé, leur possibilité de déduction était jusque-là très large. Enfin, s'agissant des Financières, si leur taux d'IS moyen sur la période 2007-2016 a été proche de zéro (6 %), ceci reflète la dégradation de leur profitabilité au début de la Grande Crise Financière (2008-2009) et la constitution d'importants actifs d'impôts différée depuis.

**Le facteur taille.** Le graphique 5 compare le taux d'IS du MSCI USA et des Mid Cap. Globalement, le taux d'IS médian de l'indice des valeurs moyennes est 7 points plus haut que celui des grandes valeurs. Par ailleurs, quand l'information sectorielle est disponible, on constate que dans cinq cas sur sept, le taux d'IS des valeurs moyennes est largement supérieur à celui des grandes; seules la santé et la consommation courante faisant quasiment jeu égal.

### 5/ Comparaison du taux d'IS effectif du MSCI USA et du MSCI USA Mid Cap par secteur



### Pour conclure

L'avenir dira si la réforme fiscale annoncée passera le cap du Congrès. Si les grandes lignes du projet devaient être maintenues, l'impact sur les résultats des sociétés cotées serait cependant plus limité qu'il n'y paraît compte tenu du décalage massif entre le taux d'IS théorique (40 % y compris les taxes locales) et le taux effectif (25 % en moyenne de 2007 à 2016). Parmi les grandes capitalisations, quatre secteurs sur dix – Telecom, Santé, Consommation discrétionnaire et Consommation courante - devraient bénéficier de la baisse projetée du taux d'IS. De même, valeurs domestiques et petites et moyennes capitalisations devraient également largement en bénéficier.

#### MSCI USA : taux d'impôt sur les sociétés par secteur (2007-2016)

MSCI USA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Moyenne 2007-2016
Télécom	32 %	38 %	40 %	23 %	45 %	62 %	57 %	35 %	35 %	31 %	<b>39,8 %</b>
Santé	26 %	27 %	30 %	24 %	30 %	31 %	30 %	31 %	27 %	32 %	<b>28,7 %</b>
Consommation discrétionnaire	62 %	33 %	34 %	28 %	26 %	19 %	9 %	26 %	26 %	23 %	<b>28,5 %</b>
Consommation courante	27 %	30 %	32 %	30 %	29 %	30 %	29 %	28 %	21 %	25 %	<b>27,9 %</b>
Industrie	22 %	24 %	25 %	28 %	27 %	25 %	25 %	24 %	33 %	23 %	<b>25,6 %</b>
Énergie	26 %	32 %	27 %	21 %	27 %	24 %	23 %	21 %	-19 %	68 %	<b>24,9 %</b>
Matériaux de base	13 %	23 %	34 %	27 %	26 %	33 %	22 %	13 %	24 %	22 %	<b>23,8 %</b>
Utilities	11 %	24 %	26 %	7 %	24 %	25 %	24 %	23 %	27 %	24 %	<b>21,6 %</b>
IT	15 %	19 %	30 %	18 %	19 %	21 %	18 %	21 %	18 %	16 %	<b>19,7 %</b>
Financières	-67 %	46 %	103 %	-9 %	-3 %	-20 %	11 %	0 %	-6 %	8 %	<b>6,3 %</b>
<b>Moyenne</b>	18 %	36 %	40 %	21 %	23 %	20 %	18 %	18 %	15 %	15 %	<b>22,5 %</b>
<b>Médiane</b>	24 %	28 %	31 %	23 %	26 %	25 %	24 %	23 %	25 %	24 %	<b>25,2 %</b>

## Questions/réponses sur la réforme fiscale aux États-Unis

### 1. Introduction, justification.

*Par Paresh Upadhyaya, Directeur Stratégie Devises, États-Unis*

Le 27 septembre, l'administration Trump et les chefs de file républicains du Congrès ont présenté le « cadre » qui pose les fondements de la nouvelle réforme fiscale. L'objectif de cette réforme est de simplifier le code de la fiscalité, doper les investissements et la consommation et rendre le taux de l'impôt sur les sociétés davantage compétitif par rapport au reste du monde.

Même si les modalités restent assez vagues, cette réforme prévoit une réduction de l'impôt sur les sociétés de 35 % à 20 %, limite le taux maximum appliqué aux entrepreneurs individuels à 25 % et introduit des mesures destinées à promouvoir le rapatriement des bénéficiaires et à empêcher les entreprises américaines de transférer leurs bénéfices dans les paradis fiscaux.

Pour les individus, le projet prévoit également l'instauration de trois tranches, contre sept actuellement, de 12 %, 25 % et 35 % (on ne connaît pas encore les tranches de revenu auxquels s'appliqueraient ces taux), tout en laissant ouverte la possibilité d'un taux pour une quatrième tranche plus élevée destinée aux individus fortunés.

L'adoption d'un projet de loi est un long processus législatif. De plus, étant donné la complexité des questions fiscales et des demandes des différents lobbies et politiciens, le programme fiscal définitif sera forcément différent.

#### Calendrier du programme fiscal

- Début/mi octobre - Vote des comités du budget de la Chambre des représentants et du Sénat sur le projet de loi fiscal
- Fin octobre - La Chambre des représentants et le Sénat réconcilient leurs projets de loi
- Le 13 novembre au plus tard, les comités du budget de la Chambre des représentants et du Sénat votent sur le projet de loi fiscal
- Novembre - Vote probable de la Chambre des représentants
- Novembre/Décembre - Vote du Sénat
- T1 2018 - Adoption définitive de la réforme fiscale

### 2. Comment évaluer l'impact de la réforme fiscale sur le PIB américain ?

*Par Annalisa Usardi, Recherche stratégique et économique, Italie*

Tenant compte du degré d'incertitude qui entoure la formulation finale du projet de loi, il est difficile d'évaluer l'impact de cette réforme sur nos projections de PIB. La multitude de publications portant sur l'estimation du multiplicateur budgétaire soulignent l'impact plus élevé sur la croissance d'une relance budgétaire directe, réalisée au moyen de l'augmentation des dépenses publiques, plutôt que d'une baisse d'impôts, et mettent en évidence l'impact différent d'une même réforme en fonction de la phase du cycle économique.

Pour ce qui concerne l'impact à court terme, le Bureau du Budget du Congrès (CBO) a pris en compte un large éventail de publications et de modèles et fourni des estimations agrégées de multiplicateurs budgétaires applicables à l'économie américaine. En appliquant cette grille à nos estimations actuelles de croissance du PIB en 2018 et en partant du principe qu'une réforme sera mise en œuvre au premier trimestre 2018, nous obtenons un impact allant de +0,1 % (effet multiplicateur faible) à +0,45 % (effet multiplicateur élevé) sur nos estimations 2018, par rapport à notre scénario de base. Nous obtenons des résultats similaires (+0,4 %) en appliquant le modèle BVar, pour qui l'impact principal sur la croissance proviendrait des investissements (majoration de +1 % des investissements) et, dans une moindre mesure, de la consommation (majoration de +0,2 % de la croissance des dépenses de consommation).

### 3. Pensez-vous que cette réforme puisse avoir un impact sur la croissance potentielle à long terme ?

*Par Annalisa Usardi, Recherche stratégique et économique, Italie*

À long terme, le manque de précisions rend l'évaluation de l'impact sur la croissance potentielle encore plus problématique. Les modifications induites par une réforme fiscale, du point de vue de l'épargne, de l'investissement, des incitations professionnelles, de la redistribution des revenus ainsi que sur les déficits et la dette, peuvent avoir des conséquences différentes selon la manière dont la réforme a été conçue. Au plan qualitatif, une réforme fiscale efficace visant à doper la productivité, comme cela devrait être le cas aux États-Unis, doit non seulement accroître la trésorerie des sociétés (ce dont les entreprises américaines ne manquent pas), mais

surtout dynamiser l'investissement et augmenter l'intensité capitalistique. Une amélioration des infrastructures et une réglementation plus efficace constitueraient un cadre plus propice pour stimuler la productivité des entreprises. Pour l'instant cependant, il est difficile d'évaluer de quelle manière l'administration actuelle mettra en œuvre son programme d'infrastructures et d'assouplissement de la réglementation.

#### 4. Quel serait selon vous l'impact sur les finances publiques?

*Par Paresh Upadhyaya, Directeur Stratégie Devises, États-Unis*

Selon le *Tax Policy Center* (centre de politique fiscale), le programme fiscal réduirait les recettes fédérales de 2,4 billions de dollars en 10 ans. L'analyse des écarts montre que l'impôt sur le revenu augmenterait de 470 milliards de dollars sur 10 ans, mais que ceci serait largement annulé par la baisse de l'impôt sur les sociétés (-2,6 billions de dollars) et l'élimination des droits de succession et de donation (-240 milliards de dollars). Le parcours de ce programme fiscal demeure semé d'obstacles, l'un d'eux étant la suppression de la déduction des impôts locaux et d'État. Cette mesure a déjà soulevé l'opposition des Républicains du congrès qui vivent dans des quartiers aisés et qui seraient les plus pénalisés dans ce scénario. Cependant, la retirer du projet de loi final se traduirait par un énorme trou dans le financement des réductions d'impôt et entraînerait une hausse significative du déficit budgétaire. Il en résulterait un nouveau blocage, à savoir la progression des déficits qui provoquerait la colère des pourfendeurs du déficit.

#### 5. Quelles seraient les conséquences de l'adoption de la réforme sur le revenu fixe et le dollar?

*Par Paresh Upadhyaya, Directeur Stratégie Devises, États-Unis*

Étant donné que l'impact sur l'économie et, en conséquence, sur l'inflation serait probablement modeste, l'impact sur les rendements des bons du Trésor devrait également être limité. Cependant, si le projet de loi final comporte davantage de mesures de relance et aggrave le déficit, les rendements des bons du Trésor pourraient augmenter sensiblement, alors que les marchés intègrent un cycle de resserrement plus agressif de la part de la Fed, ce qui aurait également pour effet de doper le dollar. De plus, dans le cadre global de la réforme de l'impôt sur les sociétés et potentiellement en vue de financer le programme de relance budgétaire, il existe une proposition de dispense fiscale de rapatriement. Cette dispense fiscale exceptionnelle accorderait aux entreprises multinationales un faible taux d'imposition des profits rapatriés de l'étranger. Une proposition similaire, appelée le *Homeland Investment Act* (HIA) en 2005, avait rapporté environ 300 milliards de dollars (USD et non-USD). Le montant de ces profits à l'étranger est compris entre 2,5 et 3 billions de dollars. Selon une estimation prudente, ce scénario 2005, où les entreprises américaines avaient rapatrié 30 % de leurs bénéficiaires, pourrait se répéter ce qui correspondrait à 780 milliards de dollars. Étant donné que l'essentiel des gains réalisés à l'étranger se trouvent en Europe, au Canada, au Royaume-Uni, en Suisse, à Singapour, au Mexique et au Japon, nous estimons que l'euro, le dollar canadien, la livre britannique, le franc suisse, le peso mexicain et le yen japonais seraient les plus vulnérables en cas de rapatriement.

#### 6. Quelle serait selon vous la réaction du marché actions américain au projet de loi? À quel point le marché l'a-t-il intégré?

*Par Marco Pirondini, Responsable Actions, États-Unis*

S'ils se matérialisaient, il y a principalement deux aspects qui pourraient avoir un impact sur le marché : la baisse de l'impôt sur les sociétés et le rapatriement des gains réalisés à l'étranger. Le premier pourrait engendrer une hausse d'environ 10 % des BPA, avec un impact positif évident sur les valorisations. Le second pourrait réduire l'inefficacité du capital que l'on constate dans un grand nombre de multinationales détenant une abondante trésorerie à l'étranger. Des montants considérables pourraient se libérer au profit de l'investissement, des dividendes et des rachats d'actions. Éliminer la distorsion créée par les bénéficiaires étrangers permettrait également à certaines entreprises de premier plan de réaliser les scissions censées augmenter leur valorisation. Concernant les ménages, nous n'anticipons pas de baisse d'impôt importante, mais, à la marge, celles-ci devraient toutefois conforter les dépenses de consommation.

#### 7. Quels seront selon vous les moteurs du marché actions américain d'ici la fin de l'année?

*Par Marco Pirondini, Responsable Actions, États-Unis*

Le marché a commencé à réagir à la réforme fiscale depuis janvier et devrait continuer de le faire. Toutefois, plus le temps passe, plus le risque qu'elle n'aboutisse pas augmente. Concernant 2018, cette réforme fiscale est certes cruciale, mais la baisse du dollar constatée en 2017 et le maintien d'une croissance mondiale soutenue devraient également prolonger le cycle bénéficiaire américain.

## Les principaux 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	<b>30 %</b> probabilité	<b>Déception à propos de la politique économique aux États-Unis</b>
<p><b>Analyse</b>   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. La baisse de l'impôt sur les sociétés représente de grands enjeux pour certains secteurs (voir thème du mois). Les baisses d'impôt (et la relance éventuelle 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. Certes, l'accord passé avec les Démocrates a apaisé les craintes, mais ce n'est que partie remise : la prochaine échéance est le 8 décembre.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Si rien n'est voté, miser sur de lourdes désillusions pour des marchés financiers qui attendent sans doute beaucoup trop du Président américain. La résurgence des tentations protectionnistes, un thème de campagne puissant qui pourrait revenir au premier plan au fur et à mesure que les élections mi-mandat approchent, ne sera sans doute pas bien perçue.</p>		
Risque # 2	<b>20 %</b> probabilité	<b>Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed... ou une erreur de la Fed</b>
<p><b>Analyse</b>   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 <i>Fed funds</i> 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.</p> <p><b>Impact de marché</b>   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 <i>spreads</i> de taux entre Europe et États-Unis. Attention : la Fed pourrait bien livrer plus de hausses de taux que ne semblent indiquer les prix implicites.</p>		
Risque # 3	<b>10 %</b> probabilité	<b>Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit/une dévaluation du yuan</b>
<p><b>Analyse</b>   La croissance économique reste solide, mais le modèle économique chinois pousse à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette enflé, 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.</p> <p><b>Impact de marché</b>   Un tel scénario (<i>hard landing</i>, 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.</p>		
Risque # 4	<b>75 %</b> probabilité	<b>Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni</b>
<p><b>Analyse</b>   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).</p>		

**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. À noter que les relations entre le RU et l'UE se sont récemment tendues, et que bien peu de progrès ont été accomplis au cours de ces dernières semaines au cours des négociations officielles.

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 politiques et géopolitiques demeurent**

**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. La situation de la Catalogne inquiète également : la préparation de nouvelles élections permettrait d'atténuer le sentiment de blocage politique, mais le contexte reste confus. 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 dans le cas des États-Unis, une réduction drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation ou des anticipations d'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 des taux longs. Cette conclusion vaut encore plus dans le cas de la zone euro. Mais avec une croissance plus solide, des anticipations d'inflation extrêmement (anormalement ?) faibles, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE (et de la Fed), et les commentaires 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 75 %) : la reprise cyclique se poursuit**  
**Nous avons revu en hausse la probabilité de notre scénario central**  
**(de 70 % à 75 %) et avons abaissé celle de notre scénario baissier de 15 % à 10 %.**

- **Resynchronisation mondiale :** la croissance mondiale a accéléré depuis le début de l'année 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), même s'il sera vraisemblablement en léger retrait. 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 et la rend plus robuste.
- **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.
- **États-Unis :** la croissance a probablement fléchi au T3 en raison des ouragans. Mais l'impact est temporaire, d'autant que s'annoncent des dépenses de reconstruction. La plupart des enquêtes restent à un niveau élevé. La faiblesse de l'inflation, le maintien de conditions monétaires et financières accommodantes (malgré la hausse attendue du taux des fed funds) et le stimulus fiscal qui s'annonce (un avant-projet a été adopté à une courte majorité 51/49 au Sénat) diminuent nettement le risque de récession à l'horizon 2018-19.
- **Zone euro :** la reprise s'est généralisée dans la zone euro, avec un redémarrage de l'investissement dans la plupart des pays. La croissance est avant tout tirée par la demande intérieure. Le risque politique s'est considérablement affaibli, en devenant plus local (statut de la Catalogne en Espagne, élections à venir en Italie au printemps 2018). Une remontée des taux à long terme dans les pays du cœur et une hausse de l'euro devraient accompagner la diminution des achats de titres de la BCE. D'où le léger tassement de la croissance attendu en 2018. Toutefois, grâce à des conditions de crédit qui resteront très accommodantes, la **croissance devrait se maintenir nettement au-dessus de son potentiel en 2018 et 2019.**
- **Royaume-Uni :** les négociations du Brexit ne progressent guère. Elles sont d'autant plus difficiles que la cohésion entre les pays de l'UE s'avère forte. La probabilité d'un « hard Brexit » est non négligeable. Le risque de ralentissement de l'économie britannique nous semble sous-estimé (choc d'incertitude). Néanmoins nous ne prévoyons pas d'impact significatif sur la croissance de la zone euro, soutenue avant tout par la demande domestique.
- **Chine :** la croissance est plus solide qu'attendue. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette reste essentiellement domestique et gérable. Nous nous attendons à la poursuite de la décélération graduelle de la croissance et à un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette). La transition semble sous contrôle.
- **L'inflation sous-jacente, excessivement faible, devrait se redresser très graduellement.** Elle devrait Le ralentissement de l'inflation observé au cours des dernières années est en grande partie structurel (lié à des facteurs d'offre) tandis que la composante cyclique de l'inflation s'est affaiblie (aplatissement de la courbe de Phillips). En définitive, l'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce très modeste. Le risque est néanmoins plus clairement identifiable aux États-Unis en raison de la proximité au plein-emploi, de la hausse des coûts salariaux unitaires, et de la disparition de certains facteurs temporaires (comme la baisse des prix services de téléphonie mobile observée au printemps).
- **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 États-Unis notamment mais aussi possiblement en Allemagne. Aux États-Unis, les républicains avancent sur les grandes lignes d'une réforme fiscale (réforme de l'IR, baisse de l'IS, baisse de l'impôt sur les bénéficiaires rapatriés). Toutefois, le programme (stimulant pour la croissance) est encore loin d'être adopté par le Congrès. En Allemagne, nous attendons des dépenses d'infrastructure mais la difficulté à former une coalition suite aux élections montre que ce n'est pas pour demain. Sans doute pas d'impact visible sur les économies avant fin 2018 voire même 2019.

- **Les banques centrales s'apprêtent à abaisser le degré d'accommodation monétaire :** ce dernier est jugé excessif au regard de la reprise en cours. La Fed continuera de remonter ses taux directeurs et va réduire son bilan (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE s'apprête quant à elle à annoncer (le 26 octobre) une réduction de son programme d'achats de titres, avec probablement une extension de son programme de QE. Ceci dit les politiques monétaires resteront globalement accommodantes (faible inflation au regard des normes historiques). Aux États-Unis, le nombre de hausse de taux l'an prochain dépendra non seulement de la conjoncture mais aussi du caractère plus ou moins stimulant de la politique budgétaire qui sera adoptée. En zone euro, nous n'attendons pas de relèvement des taux directeurs avant 2019



### Scénario pessimiste (probabilité 10 %) : Ralentissement économique dû à une mauvaise mise en œuvre des politiques économiques et / ou à des erreurs politiques (monétaire / fiscal / commerce / réformes)

Le scénario de risque baissier change de nature. Nous ne considérons plus une récession aux États-Unis ou un atterrissage brutal en Chine comme les principaux risques à l'horizon de nos prévisions. Ce sont des facteurs de risque dont la probabilité d'occurrence a nettement diminué au cours des 6 à 12 derniers mois.

- Politique budgétaire mal calibrée (États-Unis notamment)
- Erreurs de politique monétaire (avec un processus de normalisation trop rapide).
- Montée du protectionnisme.
- Absence de réformes.

#### Conséquences :

- La croissance ralentit davantage et l'inflation ne parvient pas à se stabiliser (mais pas nécessairement la déflation).
- Risque d'un *deleveraging* précipité.
- Les banques centrales obligées d'avoir de nouveau recours à des outils non conventionnels.



### Scénario optimiste (probabilité 15 %) : poursuite de l'accélération de la croissance mondiale en 2018

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

- **Le commerce mondial :** après une progression spectaculaire au cours des dernières décennies du ratio commerce mondial / PIB mondial (phase de mondialisation), le commerce devrait progresser davantage en ligne avec la croissance du PIB mondial (i.e. « pause dans la mondialisation » et stabilisation du ratio). Mais si le ratio repart à la hausse, la dynamique actuelle se poursuivrait et la croissance mondiale accélérerait 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 États-Unis** leverait les doutes sur le cycle américain lui permettant de se poursuivre plus longtemps. En Allemagne, la politique fiscale pourrait devenir plus expansionniste.
- **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
Amériques	<p><b>États-Unis</b></p> <p><b>La croissance se maintient au-dessus du potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les enquêtes restent solides, en particulier dans le secteur manufacturier. Et le moral des ménages est excellent, ce qui est de bon augure pour les perspectives de la consommation et des dépenses d'investissement à court terme. La croissance a probablement ralenti au T3 2017 en raison des perturbations occasionnées par les ouragans. Les créations d'emploi décélèrent, ce qui n'est pas anormal à ce stade du cycle. Seule ombre au tableau : la faiblesse de l'inflation sous-jacente, ainsi que de l'inflation globale. Nous estimons qu'elle est avant tout liée à des chocs temporaires dont l'impact finira par se dissiper et qu'elle va se redresser, en lien avec le cycle.</li> <li>Les dépenses de reconstruction vont soutenir la croissance dans les prochains trimestres. 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 des baisses d'impôts seront votées au T1 2018</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Facteurs politiques: Débat sur le relèvement du plafond de la dette et négociation difficile du budget et de la réforme fiscale</li> <li>Risque protectionniste toujours présent</li> <li>Potentiel de croissance durablement entamé</li> <li>Érosion des marges des entreprises</li> </ul>
	<p><b>Brésil</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'inflation continue de baisser de sorte que la BCB va prolonger son cycle de baisse de taux. Les indicateurs d'activité s'améliorent doucement. La croissance est ressortie faible mais positive au T2. Le pays est en train de sortir de récession</li> <li>L'environnement politique et le vote sur la réforme des retraites demeurent des risques majeurs dans un contexte où le déficit et la dette publique continuent de se dégrader.</li> </ul>	
	<p><b>Zone euro</b></p> <p><b>La reprise continue et conserve du potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les bonnes nouvelles continuent de s'accumuler. La reprise de l'investissement, la bonne tenue de la consommation et la baisse du chômage créent un cercle vertueux. L'inflation sous-jacente reste faible (1,1 % en septembre). À ce stade, l'euro plus fort (qui reflète en partie l'amélioration économique) ne met pas en risque la reprise. 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 d'euro-scepticisme). La crise en Catalogne devrait rester contenue.</li> </ul>	
Europe	<p><b>Royaume-Uni</b></p> <p><b>Ralentissement dans un contexte de forte incertitude concernant le Brexit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie ralentit depuis début 2017. L'incertitude sur les débouchés futurs, l'investissement et l'immobilier pèsent sur la conjoncture. La hausse de l'inflation, due à la baisse de la livre, est temporaire. Malgré un taux de chômage au plus bas, les salaires n'accélèrent pas.</li> <li>Modalités du Brexit : des désaccords majeurs persistent avec l'UE, y compris à propos du séquençage des négociations. Le calendrier est serré (sortie de l'UE, en principe, en mars 2019) et le risque d'une sortie sans accord augmente. T. May reste affaibli par son échec électoral de juin.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Surréaction de l'euro</li> <li>Risque politique (montée des partis contestataires, notamment en Italie et en Allemagne)</li> <li>Arrêt du cycle américain ou choc en provenance des pays émergents</li> <li>Choc d'incertitude lié au Brexit</li> <li>Déficit externe toujours très élevé</li> </ul>
	<p><b>Chine</b></p> <p><b>Croissance : signes de ralentissement mais pas trop d'effets perturbateurs</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie semble s'affaiblir (fin T3) et devrait encore se tasser au T4 ((effets de base défavorables). Néanmoins, le ralentissement actuel résulte principalement des politiques mises en œuvre dans le cadre de la lutte contre la pollution et la surchauffe de l'immobilier, tandis que d'autres pans de l'économie ont relativement bien résisté. La croissance globale du crédit a ralenti (modérément). La croissance du PIB nominal est restée stable et élevée ce qui démontre que les efforts de réforme de l'offre visant à contenir la croissance réelle sont contrebalancés en termes nominaux. Les sorties de capitaux semblent sous contrôle. Les messages adressés par le 19<sup>e</sup> Congrès du PC signalent clairement l'engagement du pays sur le moyen terme à travers des promesses de réformes structurelles importantes.</li> </ul>	
Asie	<p><b>Inde</b></p> <p><b>Croissance résiliente malgré les chocs de la démonétisation et de la TVA unifiée (taxe GST)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'impact négatif de la démonétisation et du nouveau régime de TVA devrait être temporaire. D'autres problèmes plus structurels, tels que les prêts non productifs dans le secteur bancaire, empêchent toujours une reprise durable de l'investissement.</li> <li>L'inflation devrait s'établir aux alentours de 4,5 % au T1 2018. Nous ne prévoyons pas de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire de la part de la RBI. Les prochaines mesures expansionnistes sont plutôt à prévoir du côté budgétaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erreurs politiques dans la gestion du ralentissement contrôlé de l'économie</li> <li>Tensions géopolitiques avec la crise entre la Corée du Nord et les États-Unis</li> <li>Investissements insuffisants pour stimuler la productivité</li> <li>La diminution des dépenses publiques entrave également la croissance</li> </ul>
	<p><b>Japon</b></p> <p><b>Vers la plus longue phase d'expansion depuis le début des années 60</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie bénéficie de la relance budgétaire, de l'amélioration du cycle industriel et du commerce en Asie. La croissance devrait s'élever à 1,3 % en 2017. L'investissement manque de dynamisme en raison notamment des tensions avec la Corée et de l'incertitude sur la politique future. Mais les profits sont solides et les perspectives sont bonnes. L'économie va vraisemblablement garder sa dynamique en 2018 sous l'effet de la politique d'Abe. Sa victoire aux élections anticipées du 22 octobre lui donne les mains libres pour mettre en place des mesures expansionnistes.</li> </ul>	

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (23 octobre 2017)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
États-Unis	1,5	2,1	2,0	1,3	2,0	2,1
Japon	1,0	1,3	0,9	-0,1	0,5	0,6
Zone euro	1,8	2,1	1,8	0,2	1,5	1,4
Allemagne	1,9	2,1	1,8	0,5	1,7	1,6
France	1,2	1,7	1,5	0,3	1,2	1,6
Italie	0,9	1,5	1,1	-0,1	1,3	0,9
Espagne	3,2	3,0	2,4	-0,2	2,0	1,2
UK	1,8	1,5	1,2	0,7	2,6	2,5
Brésil	-3,6	0,7	1,9	8,7	3,5	3,9
Russie	-0,2	1,7	1,8	7,0	3,9	3,9
Inde	7,1	6,4	7,1	5,0	3,5	4,1
Indonésie	5,0	5,1	5,3	3,5	4,0	3,9
Chine	6,7	6,8	6,5	2,0	1,5	2,4
Turquie	3,2	5,0	3,8	7,8	10,7	9,5
Pays développés	1,6	2,0	1,8	0,7	1,7	1,7
Pays émergents	4,1	4,5	4,7	4,1	4,1	4,3
Monde	3,0	3,4	3,4	2,6	3,0	3,2

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	23/10/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2018	Amundi + 12m.	Consensus T3 2018
États-Unis	1,25	1,50	1,60	1,75	1,95
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,25	0,50	0,45	0,50	0,60

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	23/10/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,58	1,60/1,80	1,77	1,80/2,00	1,87
Allemagne	-0,73	-0,60/-0,40	-0,64	-0,40/-0,20	-0,56
Japon	-0,14	-0,20/-0,00	-0,11	-0,20/-0,00	-0,08
Royaume-Uni	0,45	0,40/0,60	0,53	0,40/0,60	0,63

Taux 10 ans					
	23/10/2017	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,38	2,20/2,40	2,50	2,60/2,80	2,58
Allemagne	0,44	0,60/0,80	0,59	0,80/1,00	0,71
Japon	0,07	0	0,13	0	0,18
Royaume-Uni	1,33	1,20/1,40	1,46	1,20/1,40	1,57

Prévisions de change					
	23/10/2017	Amundi + 6m.	Consensus T1 2018	Amundi + 12m.	Consensus T3 2018
EUR/USD	1,18	1,20	1,18	1,25	1,21
USD/JPY	114	115,00	114,00	115,00	114,00
EUR/GBP	0,89	0,95	0,89	0,95	0,92
EUR/CHF	1,16	1,15	1,14	1,15	1,17
EUR/NOK	9,39	9,00	9,15	8,80	8,95
EUR/SEK	9,62	9,30	9,30	9,10	9,08
USD/CAD	1,26	1,20	1,24	1,20	1,23
AUD/USD	0,78	0,72	0,78	0,70	0,78
NZD/USD	0,70	0,70	0,72	0,70	0,72







# 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](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies  
Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets  
Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate High Yield

## Publications récentes

### Working Papers

#### Understanding the Momentum Risk Premium

Paul JUSSELIN, Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Côme MASSELIN, Thierry RONCALLI — *Quantitative Research — Amundi, TUNG-LAM DAO — Independent Researcher, Paris*

#### 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*

### Discussion Papers

#### Le défi alimentaire: comment aller vers plus de transparence

Marie NAVARRE, Aurélie RENARD, Jérôme TENDEAU — *Analyse ESG*

#### The Quest for Diversification; Why Does It Make Sense to Mix Risk Parity, Carry and Momentum Risk Premia?

Edmond Lezmi, Hassan Malongo, Thierry Roncalli — *Recherche Quantitative Alexandre Burgues, Edouard Knockaert, Raphaël Sobotka — Gestion diversifiée*

#### 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*

### Thematic Papers

#### Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen

Bastien DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*

#### La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?

Bastien DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*

#### Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises

Sergio BERTONCINI — *Stratégie et Recherche Économique*

#### Taux de défaut du haut rendement américain: tendances actuelles et perspectives

Sergio BERTONCINI — *Stratégie et Recherche Économique*

#### Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux

Valentine AINOUIZ, Bastien DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*

## 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. e 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](mailto:info@amundi.com), 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 - 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com) - Crédit photo: iStock by Getty Images - Wicki58