

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

LA TENTATION  
DES ACTIFS À RISQUE

LE THÈME DU MOIS

LE CSPP, OUTIL CLÉ DE  
LA DERNIÈRE PHASE  
DU QE EUROPÉEN

RESEARCH  
STRATEGY  
& ANALYSIS

## VUES DES CIO

# La tentation des actifs à risque

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les investisseurs ont connu une année facile en 2017, avec peu d'à-coups de marché, une volatilité historiquement faible et des rendements plutôt élevés. L'année 2018 à peine entamée, la tentation de se positionner sur des actifs à risque reste forte. **L'environnement économique demeure solide.** Aux États-Unis, la réforme fiscale et les dépenses d'infrastructure attendues devraient donner un nouveau souffle à l'économie, qui reste dynamique. Dans la zone euro, l'emploi progresse au rythme le plus rapide depuis dix ans, et les bonnes données économiques vont dans le sens d'une poursuite de la reprise en 2018. La dynamique économique du Japon a également été soutenue, tandis que celle des économies émergentes s'accélère de nouveau, bien qu'avec des différences d'un pays à l'autre. La reprise des dépenses d'investissement est également une nouvelle thématique qui pourrait soutenir ultérieurement les marchés d'actions, de même que les mesures de relance budgétaire des États-Unis, qui n'ont pas été entièrement escomptées par les marchés. Jusqu'à présent les banques centrales ont maintenu un rythme asynchrone, ce qui a permis au marché et à l'économie réelle d'absorber sans heurts le resserrement très graduel de la Réserve fédérale. Cependant, **les marchés financiers tablent implicitement sur un scénario idéal**, si bien que tout signe de surchauffe économique (inflation, salaires) ou l'impression que les banques centrales se trouvent «derrière la courbe» pourraient entraîner une remontée brutale des taux d'intérêt et de la volatilité des actifs à risque. Enfin, **les tensions géopolitiques restent d'actualité.** Dans ce contexte, les investisseurs doivent résister à la tentation d'augmenter agressivement l'exposition aux risques dans leur portefeuille. Tout en conservant une approche constructive sur les actifs à risque, **nous pensons que 2018 ne sera pas une année sans heurts (i.e. il ne faut pas tabler sur une évolution des marchés aussi directionnelle qu'en 2017).** On peut distinguer plusieurs phases de marché qui devraient s'inverser au cours de l'année. La situation économique favorable donnera probablement lieu à des taux d'intérêt plus élevés, réduisant ainsi les fenêtres d'opportunités dans les segments les plus prisés. Dans un environnement de valorisations élevées, de complaisance excessive et de conditions de liquidité fragiles, la normalisation des taux d'intérêt est un vrai défi. Sans compter les risques géopolitiques susceptibles de se matérialiser. Dans ces conditions des turbulences de marché sont inévitables. Les investisseurs doivent donc se préparer à une distribution asymétrique des gains et des pertes et se concentrer sur des stratégies de contrôle rigoureux du risque, de recherche de la qualité, d'augmentation des liquidités au sein des portefeuilles, de diversification effective des risques, tout en considérant différents scénarios possibles.

### Nos convictions

- **Gestion diversifiée :** Les investisseurs doivent aborder 2018 avec un appétit modéré pour le risque, en donnant la préférence aux actions de régions susceptibles de bénéficier d'une phase de fin de cycle (Europe, Japon) ou d'un regain de reflation (États-Unis). Tenant compte de la complaisance du marché, la priorité consiste à réduire le risque de taux d'intérêt en maintenant une approche prudente vis-à-vis de la duration et des risques de crédit et de liquidité, tout en évitant les entreprises dont le ratio de *spread* par unité de levier semble faible. Les stratégies de couverture resteront décisives en 2018 pour protéger du risque extrême (*tail risk*) et de résurgence de la volatilité.
- **Marchés obligataires :** Concernant les taux, les perspectives sont celles de hausses modérées en 2018, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro, sans exclure la possibilité d'une réévaluation des attentes d'inflation et d'une normalisation des politiques des banques centrales. Les investisseurs doivent privilégier une vision à court terme pour l'instant. La courbe américaine s'est aplatie depuis le mois de septembre. Le risque que présentent les positions de courte durée est que la courbe américaine reste plate et que le rebond des rendements à long terme ne se matérialise pas. Les perspectives du crédit sont encore favorables, même si la marge de compression des *spreads* est faible. Les obligations des marchés émergents restent attractives, mais avec des rendements attendus plus bas qu'en 2017.
- **Actions :** Nous sommes toujours optimistes au sujet des actions internationales. La reprise des dépenses d'investissement et une prolongation du cycle américain pourraient être des thèmes porteurs en 2018. Les valorisations des marchés émergents restent intéressantes par rapport à celles des marchés développés. L'idée est de se concentrer sur les scénarios « bottom up », afin de tirer profit de la durabilité de la croissance et de la qualité des bénéfices, qui sera l'un des thèmes-clés, aussi bien pour les marchés émergents que pour les marchés développés.
- **Actifs réels :** Les conditions économiques restent favorables en 2018. En effet, avec une croissance solide et une résurgence modérée des craintes inflationnistes, les matières premières, l'immobilier, la dette privée et le déploiement de stratégies de capital ou de rachat peuvent constituer des moyens intéressants de diversifier les portefeuilles avec des actifs réels, en donnant la priorité à la sélection et aux valorisations.



## MACRO

## Banques centrales sous pression avec l'accélération de la croissance mondiale

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

L'économie mondiale continue de s'accélérer de toute part et les signes d'un regain des investissements en biens d'équipement se multiplient (en particulier dans la zone euro et en Asie). La synchronisation de la reprise mondiale renforce sa solidité : les perspectives de croissance mondiale semblent prometteuses pour le premier semestre 2018. Nous révisons une fois de plus à la hausse nos prévisions de croissance pour la plupart des pays.

**Aux États-Unis**, l'optimisme des petites entreprises (enquête NFIB) a atteint son niveau le plus élevé au mois de novembre depuis 1983, probablement en raison des anticipations de réductions d'impôts. Les modèles statistiques des Fed régionales (New York et Atlanta) indiquent une accélération de la croissance au quatrième trimestre, avec un rythme d'expansion de plus de 3 % (taux annualisé) pour le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif. C'est dans ce contexte que le Congrès vient de voter la réforme fiscale. Les deux mesures les plus emblématiques - la baisse de l'impôt sur les sociétés, qui passera de 35 % à 21 % le 1<sup>er</sup> janvier 2018, et la fixation du plafond d'imposition maximum sur le revenu (de 39,6 % à 37 %) - devraient doper la croissance dans les trimestres à venir. Nous avons globalement relevé nos prévisions de croissance de 2,1 % à 2,6 % pour 2018 et nous anticipons une croissance de 2,2 % en 2019. Le ralentissement ne devrait pas se matérialiser avant le second semestre 2019, lorsque les effets multiplicateurs commenceront à s'essouffler. La nature pro-cyclique des baisses d'impôts - dans une économie déjà proche du plein-emploi - augmente la probabilité d'une reprise de l'inflation à un stade ultérieur du cycle. Dans ces conditions, nous anticipons désormais trois hausses de taux (au lieu de deux) de la Fed en 2018. Nous estimons en outre que le risque d'un scénario de "boom-bust" lié à l'accélération des hausses de taux de la Fed en cours d'année doit être sérieusement pris en compte.

**“ Nous estimons que l'écart de production mondial devrait se résorber en 2018 pour la première fois depuis la grande crise financière. ”**

**Dans la zone euro**, la reprise s'intensifie dans tous les pays et les facteurs conjugués d'une progression de la croissance, d'une rentabilité accrue des entreprises et de conditions financières particulièrement accommodantes constituent un cocktail très propice aux investissements. De plus, l'amélioration du marché du travail soutient la demande des ménages et les exportations sont tirées par l'accélération de la demande mondiale. Nous avons révisé nos prévisions de croissance de 2,0 à 2,4 % (2018) et nous estimons que la phase d'expansion de la zone euro a encore de beaux jours devant elle.

Pour ce qui concerne Royaume-Uni, les pays de l'UE ont décidé d'ouvrir la 2<sup>e</sup> phase des négociations, celle des négociations commerciales. Cette seconde phase est de loin la plus compliquée : les négociations seront tendues, en particulier celles qui porteront sur le « passeportage » des services financiers. Cela dit, le gouvernement britannique est faible (la majorité ne tient que grâce au petit parti DUP) et fortement divisé. Les Européens ont ouvert la voie à une période de transition de 21 mois, ce qui signifie que même en l'absence d'accord, le Royaume-Uni conserverait des relations inchangées avec l'UE jusqu'à fin 2020. Cette période de transition réduit considérablement la probabilité d'un Brexit dur. Nous avons légèrement révisé à la hausse nos prévisions de croissance pour le Royaume-Uni en 2018 (de 1,2 % à 1,5 %), soit au même (faible) niveau qu'en 2017.

**Au Japon**, la croissance du troisième trimestre a été relevée de 0,3 % à 0,6 % (2,1 % en glissement annuel) en raison d'un fort rebond des investissements des entreprises. Le commerce international soutient les exportations. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance pour 2018 de 1,2 % à 1,3 %.

Enfin, dans les **économies émergentes**, la croissance dynamique au troisième trimestre et les bons résultats des enquêtes nous incitent à relever nos prévisions de croissance de 4,9 % à 5,0 % en 2018. Pour résumer, nous anticipons maintenant une légère accélération de la croissance mondiale, passant de 3,8 % en 2017 à 3,9 % en 2018.

Dans ce contexte, nous estimons que l'écart de production (*output gap*) mondial devrait se résorber en 2018 pour la première fois depuis la grande crise financière. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela signifie que la probabilité d'une « surprise inflationniste » va augmenter d'ici fin 2018. Dans ces conditions, les questions sur la stratégie des banques centrales seront de nouveau au cœur de l'actualité.

## GESTION DIVERSIFIÉE

# Le faible potentiel de hausse des actifs à risque milite en faveur de la valeur relative

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

La re-synchronisation du cycle mondial et de la reprise des investissements internationaux est déjà à l'œuvre. En ce début d'année 2018, nous anticipons un rééquilibrage progressif entre politiques monétaires et politiques budgétaires, avec enfin une reprise de l'accélération de l'inflation sous-jacente dans certaines régions (États-Unis et zone euro). Dans ce contexte, nous devrions passer sans encombre d'une période de rebond des cours des actifs à une période de fin de cycle financier : toujours favorable aux actifs risqués, mais moins favorable pour plusieurs classes d'actifs qu'à l'heure actuelle. La valorisation de la plupart des classes d'actifs paraît excessive, en particulier pour les obligations, alors que le cours des actions intègre déjà l'essentiel de la croissance attendue des bénéfices. En conséquence, le potentiel de hausse des actions paraît plus limité en 2018 qu'en 2017, en ligne avec le stade avancé du marché haussier. La valeur relative sera donc un facteur plus déterminant que les stratégies directionnelles pour ajouter de la valeur aux investissements diversifiés dans l'année à venir.

### Des idées à conviction forte

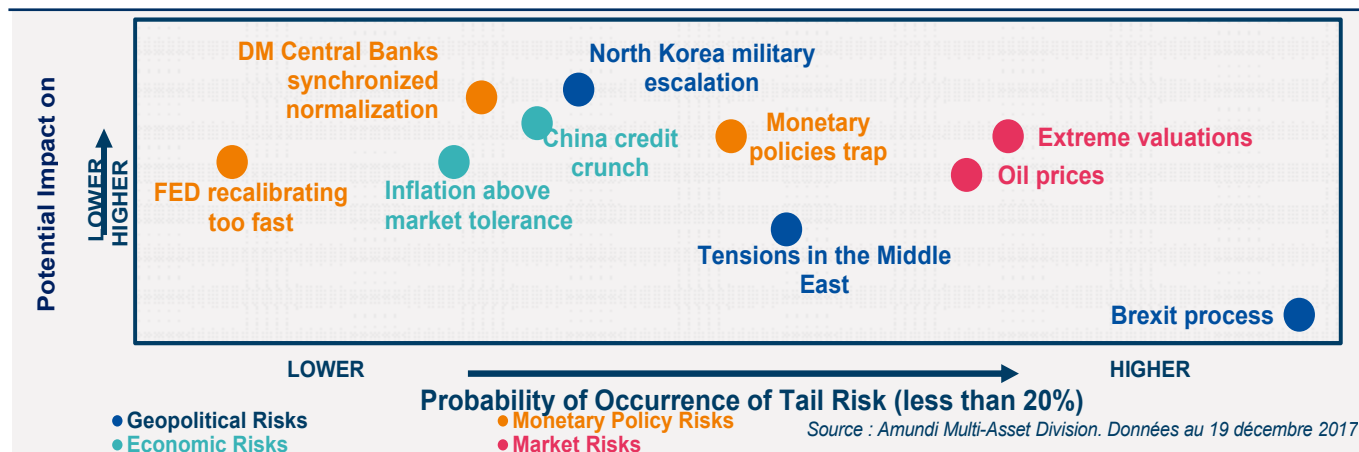
Le stade actuel de fin de cycle laisse encore une certaine marge de hausse pour les marchés d'actions des économies avancées. Aux États-Unis, le marché a déjà en grande partie intégré la croissance ; cependant la bourse américaine pourrait encore bénéficier de l'impact favorable de la réforme fiscale. Les investisseurs doivent donc plutôt envisager des stratégies optionnelles pour tirer parti d'une hausse supplémentaire possible des actions américaines. Dans cette phase du cycle, nous confirmons notre opinion positive sur certains thèmes des marchés émergents (Russie), mais nous estimons que les opportunités en Corée du sud et pour ce qui concerne le thème de la transition en Chine diminuent.

Sur les marchés de taux, notre préférence va toujours au crédit des marchés développés, soutenu par les fondamentaux, mais nous sommes conscients du resserrement des *spreads*. Les valorisations paraissent chères pour les taux allemands et les investisseurs devraient conserver une duration courte. Nous anticipons une hausse des rendements réels au Royaume-Uni, sachant que le *spread* par rapport à celui des autres pays développés se situe à des points hauts historiques. Nous voyons de la valeur dans le point mort d'inflation dans l'UE, aux États-Unis et au Japon. Dans l'UE également, les anticipations d'inflation sur 10 ans sont toujours faibles au vu des données historiques ainsi que comparées au taux d'inflation global, et l'inflation sous-jacente reste faible. Aux États-Unis, l'augmentation des prix du pétrole ainsi que la concrétisation du projet de réforme fiscale devraient relancer le scénario de reflation. Nous voyons des opportunités sur le marché des changes, en particulier pour la parité couronne norvégienne/euro, en raison de la reprise attendue en raison de la récente hausse des prix du pétrole. Nous nous intéressons également à la parité dollar néo-zélandais (NZD)/dollar australien (AUD) au vu des données macro-économiques divergentes entre les deux pays et de la faiblesse excessive du dollar néo-zélandais post élections. Notre opinion est négative sur la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar américain, car cette devise nous paraît surévaluée et exposée à l'actualité du Brexit.

### Risques et couverture

Tenant compte d'une cartographie des risques surchargée, les investisseurs doivent tenter de protéger leurs portefeuilles des événements géopolitiques négatifs (par le biais de l'or et du dollar américain) et des pics de vente induits par l'aversion au risque, qui peuvent entraîner des corrections importantes à la fois sur les marchés en actions et obligataires (par le biais des options sur devises, de la protection du haut rendement ou des titres S&P500).

### La cartographie des risques pour 2018



## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Les mots clés pour 2018 : flexible et proactif

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

#### Évaluation globale

En 2018, une transition pourrait s'opérer entre la phase actuelle du marché de taux, selon laquelle les principaux acheteurs (banques centrales) achètent quel que soit le niveau de rendement, et une phase future où les investisseurs évalueront le ratio risque/rendement avant d'acheter, comme dans des conditions de marché « normales ». Elle ne sera probablement pas linéaire et nécessitera de la souplesse pour gérer les portefeuilles à taux fixes. Même si une normalisation progressive des politiques monétaires semble déjà prise en compte par le marché, toute accélération de l'inflation ou réaction trop tardive des banques centrales pourrait entraîner des ajustements plus radicaux et douloureux sur le marché. En 2018, les investisseurs obligataires devraient privilégier une approche souple et proactive, en utilisant tous les leviers disponibles pour générer de la valeur : durée dynamique et exposition au crédit, obligations indexées sur l'inflation et en suivant, si possible, continuum du crédit.

#### Obligations d'État des marchés développés

Les marchés financiers sont encore trop complaisants à l'égard des politiques des banques centrales (BC). Aux États-Unis, la Fed a révisé à la hausse les perspectives économiques (révision du PIB de 2,1 % à 2,5 % et taux de chômage de 4,1 % à 3,9 %), mais n'a pas modifié la trajectoire attendue des taux. La Fed se trouve derrière la courbe et nous anticipons une accélération du rythme des hausses de taux en 2018, en particulier si l'impact de la réforme fiscale commence à se faire sentir. La courbe s'est beaucoup aplatie depuis l'été. Si les marchés commencent à réévaluer les anticipations de fonds de la Fed, les rendements à long terme rebondiront à partir des niveaux actuels. Les investisseurs devraient privilégier une vision à court terme sur le marché des obligations d'État américaines pour l'instant. Dans la zone euro, le profil risque/rendement n'est pas attractif pour les emprunts d'État cœur et la durée devrait rester courte. Les marchés sont très complaisants au sujet de la partie courte de la courbe des taux euro, sachant que la première hausse n'est pas anticipée avant fin 2019. Une réévaluation pourrait entraîner un aplatissement de la courbe des taux en 2018. Nous voyons des opportunités dans les obligations périphériques. Les obligations indexées sur l'inflation devraient également être prises en compte. Elles pourraient fournir une protection à faible coût en cas de réaction épidermique du marché aux initiatives des BC, car elles impliquent encore un point mort d'inflation très bas.

#### Obligations d'entreprise des marchés développés

Une accélération de la croissance économique reste favorable au secteur des obligations d'entreprise, même si les valorisations sont très tendues. Dans la zone euro, nous voyons de la valeur dans les titres de dette subordonnée, aussi bien financiers que non financiers, et à haut rendement, tout en étant conscients du risque idiosyncrasique. Les obligations convertibles peuvent être une source de diversification dans le secteur du revenu fixe. Sur le marché du crédit IG américain, les investisseurs doivent centrer leur attention sur la finance et l'énergie. Les futures corrections du segment du haut rendement pourraient offrir de bonnes opportunités d'achat, tenant compte des fondamentaux sous-jacents solides. La qualité et la liquidité seront des facteurs cruciaux pour limiter le risque de crédit.

#### Obligations émergentes

Les *spreads* des marchés émergents sont serrés et les attentes de rendement/flux totaux dépendent fortement des bons du Trésor américain. Un risque pour le marché serait que les bons du Trésor à 10 ans atteignent le seuil critique de 3,5 %. Ce n'est toutefois pas notre scénario central. Nous anticipons des rendements de 4-5 % pour la dette des pays émergents en devises dures et de 7-8 % en devises locales en 2018. Les obligations des pays émergents suivront probablement un scénario de revenu plutôt que de compression des rendements sur les marchés de taux mondiaux.

#### Rendement US 2-10 ans : trop d'aplatissement



## ACTIONS

# Impact de la reprise des dépenses d'investissement et de la réforme fiscale américaine

ROMAIN BOSCHER, Co-Directeur du Métier Actions  
DIEGO FRANZIN, Co-Directeur du Métier Actions  
MAURO RATTO, Responsable des Marchés Émergents  
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

### Évaluation globale

Les perspectives restent encourageantes pour 2018 au vu de la dynamique robuste de l'économie, qui devrait continuer à tirer la croissance des bénéfiques. La reprise des dépenses d'investissement devrait être une surprise positive, non encore pleinement intégrée par les prix du marché, de même qu'une nouvelle accélération de la tendance reflationniste aux États-Unis. Après la phase de marché baissier de 2017, les valorisations des actions paraissent globalement élevées, bien que sans excès, si on les compare aux autres phases de fin de cycle de marché. Les investisseurs doivent toujours rechercher les bonnes opportunités en termes de valeur dans certains secteurs (énergie, valeurs financières, distributeurs américains, infrastructures et banques nationales). Le curseur devrait selon nous se déplacer progressivement en cours d'année, de la croissance des bénéfiques à leur durabilité. À cet égard le Japon présente un scénario convaincant.

### Europe

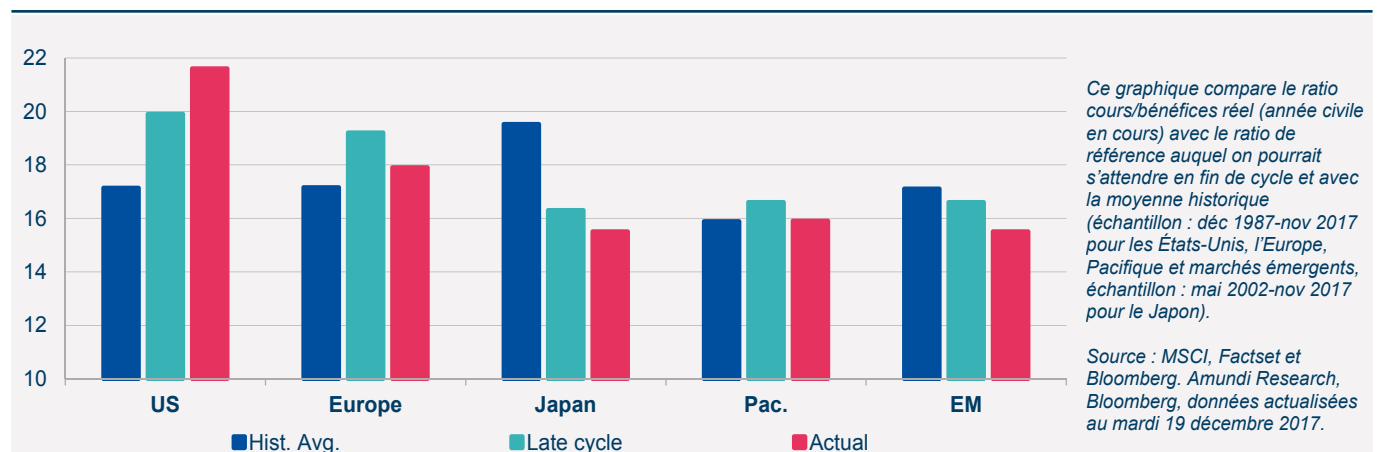
Les arguments en faveur d'une renaissance européenne sont toujours d'actualité. Comme en témoigne la révision significative des chiffres du PIB pour 2018 (de 1,8 % à 2,3 %) effectuée par la BCE au cours de la réunion du mois de décembre, les perspectives économiques devraient se consolider ultérieurement. Les investisseurs devraient conserver une approche équilibrée des différents thèmes du segment des grandes capitalisations. La sélection « bottom up » et le risque idiosyncrasique resteront deux facteurs-clés essentiels en 2018. Les secteurs défensifs, l'industrie, l'énergie et l'informatique pourraient offrir des opportunités intéressantes. Sur le marché des petites et moyennes capitalisations, nous conservons un point de vue positif sur les thèmes cycliques.

« Une sélection active sera déterminante pour trouver des zones de valeur restantes ou une croissance supérieure des bénéfiques. »

### États-Unis

Le marché américain termine l'année sur une course finale pilotée par l'anticipation d'un accord sur la réforme fiscale et de l'effet dopant des dépenses d'infrastructure qui pourraient continuer à avoir un impact positif sur l'économie au cours des 12/18 prochains mois. Il s'agit selon nous d'événements significatifs qui ne sont pas encore pleinement pris en compte dans les prix du marché. Ils entraîneront probablement une rotation en faveur des secteurs cycliques du marché intérieur, en particulier ceux des valeurs financières, des produits de consommation discrétionnaires et des entreprises nationales. Nous apprécions les multinationales qui effectuent d'importants rapatriements de liquidités. En nous projetant en 2018, nous estimons que les craintes d'une bulle sur le marché actions américain sont exagérées. Par rapport aux crises précédentes (2000, 2007), nous ne voyons pas d'excédent en termes de flux. Les opérations

### PE réel/PE fin de cycle de référence



de fusion-acquisition devraient raviver et soutenir les marchés maintenant que la réforme fiscale est effective. Les conditions financières restent favorables. Nous anticipons une progression du BPA sous l'effet combiné de l'amélioration de l'économie américaine, d'une économie mondiale plus solide et des réductions d'impôts. Au vu des valorisations élevées, la croissance des bénéfices joue un rôle important de soutien du marché. Certains titres étant surévalués, le facteur-clé sera la sélection des titres.

### Marchés émergents

Facteurs favorables pour les marchés d'actions émergents. Des valorisations intéressantes sur une base relative, des actions des marchés émergents, un positionnement technique toujours favorable (reprise du flux d'actions, mais flux obligataire toujours à la traîne), une amélioration de la productivité qui devrait soutenir la croissance des bénéfices, une amélioration de la balance extérieure qui soutient la durabilité de la croissance et enfin une politique d'offre qui devrait contribuer à réduire la volatilité des prix des matières premières. Favoriser les titres cycliques par rapport aux valeurs défensives et préférer la Chine et la Russie sont nos idées à conviction forte pour 2018.

## ACTIFS RÉELS

### Actifs réels toujours en faveur en 2018

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

#### Les actifs réels devraient continuer d'être soutenus par une croissance forte et résiliente...

Nous estimons que le contexte international macroéconomique et financier restera favorable aux actifs réels en 2018. Le potentiel de croissance est proche de son point de réalisation aux États-Unis, le regain de vigueur de la zone euro a des répercussions positives sur les investissements et l'emploi et l'économie du monde émergent poursuit sa dynamique. En effet, la Russie et le Brésil semblent enfin sortir de la récession et les perspectives de croissance de la Chine paraissent relativement stables. Nous pensons que la demande en actifs réels dans les pays développés et émergents restera soutenue par les conditions de marché, ainsi que par des facteurs structurels.

#### ... par la politique des banques centrales

Les investissements en actifs réels devraient être favorisés par rapport aux actifs traditionnels en raison de la normalisation en douceur de la politique des banques centrales et d'une résurgence des craintes d'inflation. Ces craintes vont sans aucun doute raviver l'intérêt pour ces actifs qui se sont révélés être une bonne protection contre l'inflation. Dans cette optique, l'immobilier et l'infrastructure compteront parmi les stratégies de protection les plus intéressantes contre l'inflation. Les investissements en infrastructure, en particulier, commencent à intéresser les investisseurs en raison de leur potentiel de diversification des risques et d'une faible exposition historique au risque de défaut (garantie de l'État).

“L'environnement macroéconomique et financier nous paraît toujours favorable aux actifs réels en 2018.”

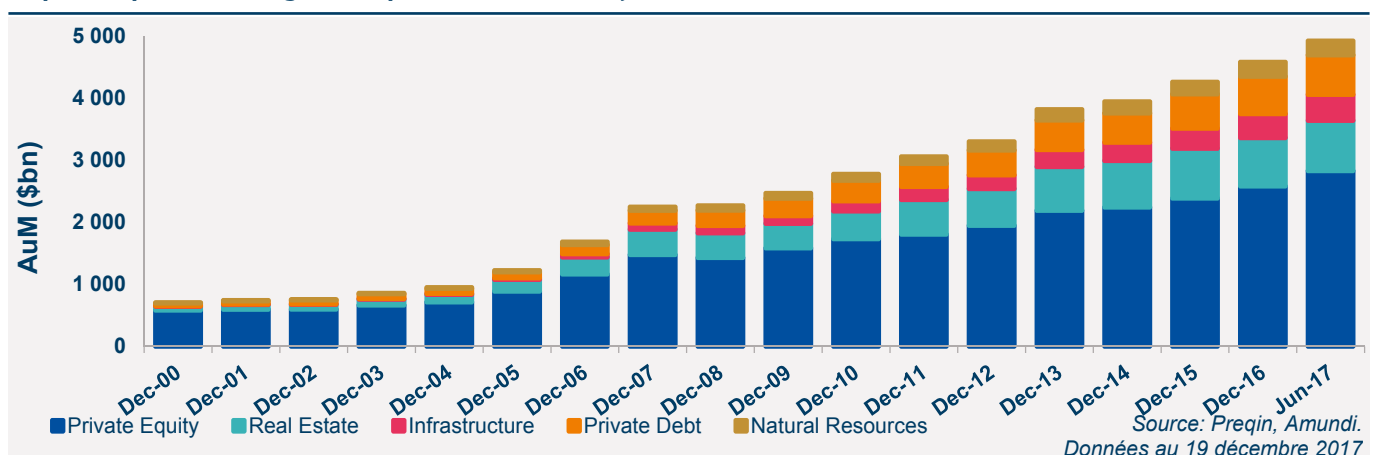
#### ... par un environnement de faibles taux d'intérêt

La croissance modérée des rendements obligataires et la demande structurellement élevée de revenu rendent les actifs réels intéressants aux yeux des investisseurs qui souhaitent bénéficier des avantages de la diversification, sans pour autant renoncer à des revenus réguliers potentiels. À cet égard, la dette privée peut être considérée comme une solution de remplacement potentiellement intéressante des produits à revenu fixe traditionnels en raison de son modèle de flux de trésorerie stables et prévisibles et de la préservation du capital. La classe d'actifs de dette privée capte la prime d'illiquidité et accroît la diversification, réduisant ainsi le risque de concentration des portefeuilles de crédit, en donnant accès à la fois à la dette d'entreprise et aux actifs réels qui ne sont pas disponibles sur les marchés traditionnels de la dette. En dehors des marchés, la réglementation restrictive, avec l'introduction de Bâle III, favorise indirectement la dette privée au sein du continuum du crédit pour couvrir les actifs résultant de la désintermédiation du marché bancaire.

#### ... et par le cycle économique.

L'économie entre dans sa fin de cycle et le marché baissier est en phase de maturité. En conséquence, les valorisations de la plupart des classes d'actifs paraissent tendues, les marchés actions et obligataires étant déjà tout au mieux correctement valorisés. Les investissements dans la dette privée présentent un potentiel de rendement plus élevé en raison d'une prime d'illiquidité intéressante (jusqu'à 400 points de base par rapport aux marchés d'actions cotés locaux comparables). Les investisseurs doivent toutefois garder à l'esprit que la création de valeur dans cette catégorie d'actifs nécessite du temps et que le *private equity* ne doit pas être utilisé à un horizon d'investissement inférieur à 10 ans.

#### Capitaux privés sous gestion par classe d'actifs, 2000-2017





**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 (+/+/+++).

Notre vue à 3-6 mois		Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs			
	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	→			●

**DEVICES ET ACTIFS RÉELS**

DEVICES	+ 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, au mardi 19 décembre 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 CSPP, outil clé de la dernière phase du QE européen

SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit

### L'essentiel

La BCE a déjà initié le resserrement de sa politique monétaire, qui porte moins sur les achats d'obligations d'entreprises que sur les autres programmes depuis avril 2017, mois au cours duquel le montant des achats mensuel a été réduit de 80 Md€ à 60 Md€. Récemment, le président Mario Draghi n'a pas été le seul membre du Conseil des Gouverneurs de la BCE à souligner qu'en 2018, la banque « continuerait d'acheter des **quantités importantes** d'obligations d'entreprise dans le cadre de son programme. » Certes, l'adjectif « important » n'apporte aucune indication précise sur le volume pour 2018, mais il annonce incontestablement une hausse en pourcentage de la part du CSPP dans l'ensemble des dispositifs de la BCE et par rapport au programme d'achats d'emprunts d'État. Dans ce document, nous abordons le CSPP de la BCE sous trois angles différents : son impact structurel sur le marché des obligations d'entreprises en euros, l'état actuel du programme et son évolution en 2018 et au-delà, ainsi que le raisonnement qui sous-tend notre scénario attendu.

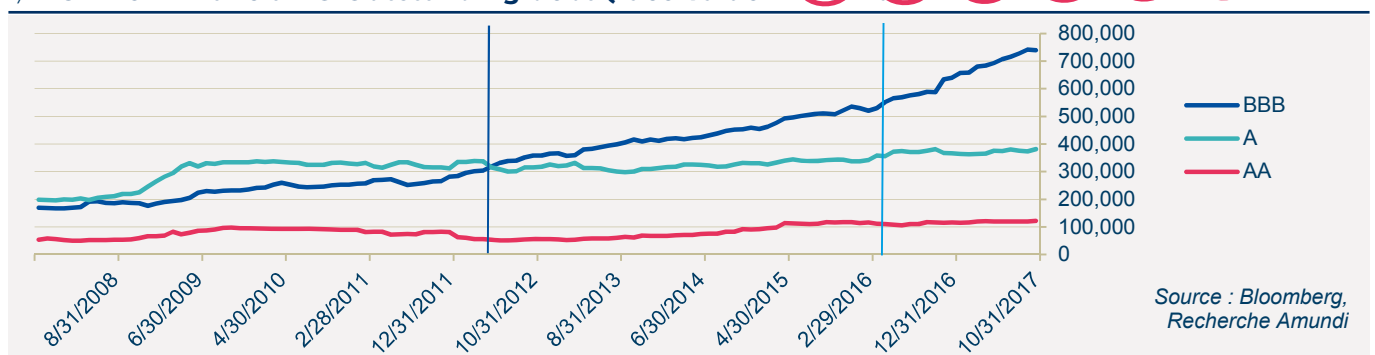
## Les impacts structurels du plan CSPP sur le marché des obligations d'entreprise en EUR sont appelés à durer. Voyons de quelle manière

### Taille et composition du marché : un soutien solide pour les titres non-financiers BBB et BB

Avant l'annonce du CSPP, l'offre d'obligations d'entreprise non-financières IG était assez faible malgré le QE déployé à l'époque sur d'autres classes d'actifs. Les volumes provenaient essentiellement d'émetteurs domiciliés dans la zone euro, en particulier après l'annonce du CSPP faite par la BCE en mars 2016. L'impact positif du CSPP sur l'offre a été à la fois de nature quantitative et qualitative, au sens où les émissions d'obligations périphériques ont repris et où la durée moyenne des nouveaux titres émis s'est allongée. Après sept mois de niveaux d'émission très faibles, le marché primaire des obligations HY en EUR a connu également une plus grande activité à partir de mars 2016, grâce à l'annonce du CSPP. Cependant, les volumes de dette HY n'ont pas accéléré de la même manière que les obligations IG. Quoi qu'il en soit, comme pour le crédit IG, le regain d'appétit pour le risque des investisseurs a été tiré par l'allongement de la durée moyenne des nouveaux titres émis. Depuis l'annonce du CSPP, la taille du marché des obligations IG non-financières BBB a augmenté de 42 %. Sa croissance avait été inférieure de moitié à la suite du discours de Mario Draghi dans lequel il s'engageait à tout faire pour préserver l'euro, concluant par « croyez-moi, ce sera suffisant ». Dans le graphique ci-dessous, la ligne verticale en bleu clair représente l'annonce du CSPP et celle en bleu foncé le discours « croyez-moi ! » de Mario Draghi. Depuis l'annonce du CSPP, la taille du segment BB est passée de 63 % à 74 % de l'ensemble du marché du crédit spéculatif en EUR. Celui-ci affiche une tendance remarquable depuis quelques années, non seulement en termes de croissance mais également de qualité moyenne. La Grande crise financière a provoqué une migration notable des titres BB vers la catégorie B, puis une autre depuis la catégorie B vers le segment CCC. Quant à la crise de la dette souveraine, elle a vu grossir le segment BB en raison des volumes importants tombés dans la catégorie des « anges déchus ». La qualité moyenne du crédit HY en EUR s'améliore assez nettement depuis l'annonce du CSPP, ce qui donne actuellement aux titres spéculatifs européens un profil de risque beaucoup plus avantageux en moyenne que celui du marché en USD.

“La qualité moyenne du crédit HY en EUR s'améliore assez nettement depuis l'annonce du CSPP”

### 1/ EUR non-financial IG Outstanding debt (face value in EUR bn)



**Demande : flux d'investissement stables vers les obligations IG**

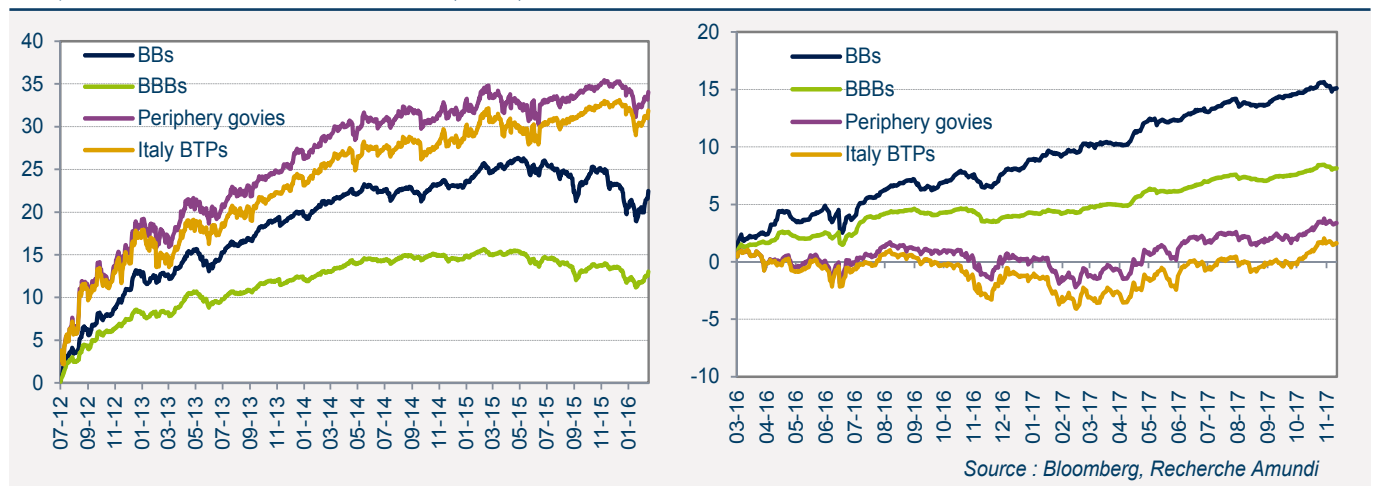
Le CSPP a largement stimulé la demande des investisseurs privés pour les obligations d'entreprise en EUR : les flux investis dans le crédit IG ont été robustes et stables, à de rares exceptions près (par exemple au moment de l'élection de Donald Trump), alors que les fonds d'obligations spéculatives se sont montrés plus volatils, réagissant mal, notamment, à l'annonce du Brexit. Les flux investis dans le crédit IG se sont concentrés sur les instruments à court terme, en raison de la plus forte quête de rendement sur ce segment .

“Le CSPP a largement stimulé la demande des investisseurs privés pour les obligations d'entreprise en EUR”

**Impact sur les performances relatives des classes d'actifs obligataires**

Les deux graphiques illustrent la surperformance du segment « crossover » et des obligations périphériques/italiennes par rapport aux Bunds avant et après l'annonce du CSPP. Le premier graphique représente la période comprise entre le fameux discours « *croyez-moi!* » de Mario Draghi et l'annonce du CSPP, tandis que le second couvre la période qui a suivi. Ces deux éléments révèlent des tendances assez différentes, aussi bien en termes de surperformance cumulée que de surperformance ajustée de la volatilité.

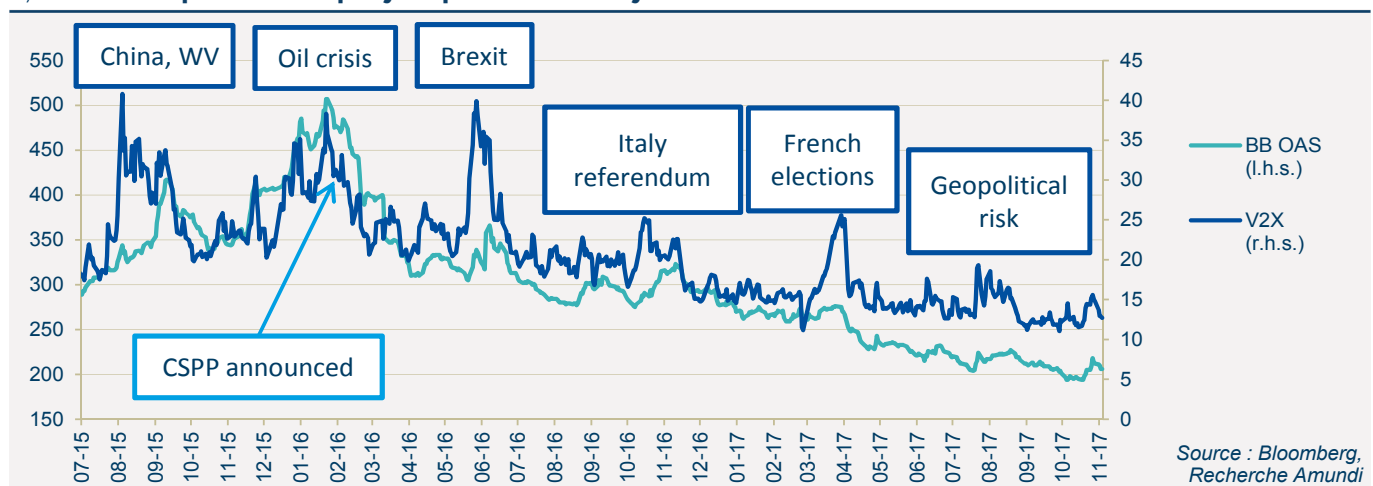
**2&3/ Cumulated excess returns (in %) over Bunds**



**Impact sur la sensibilité à la volatilité implicite des actions et au risque politique**

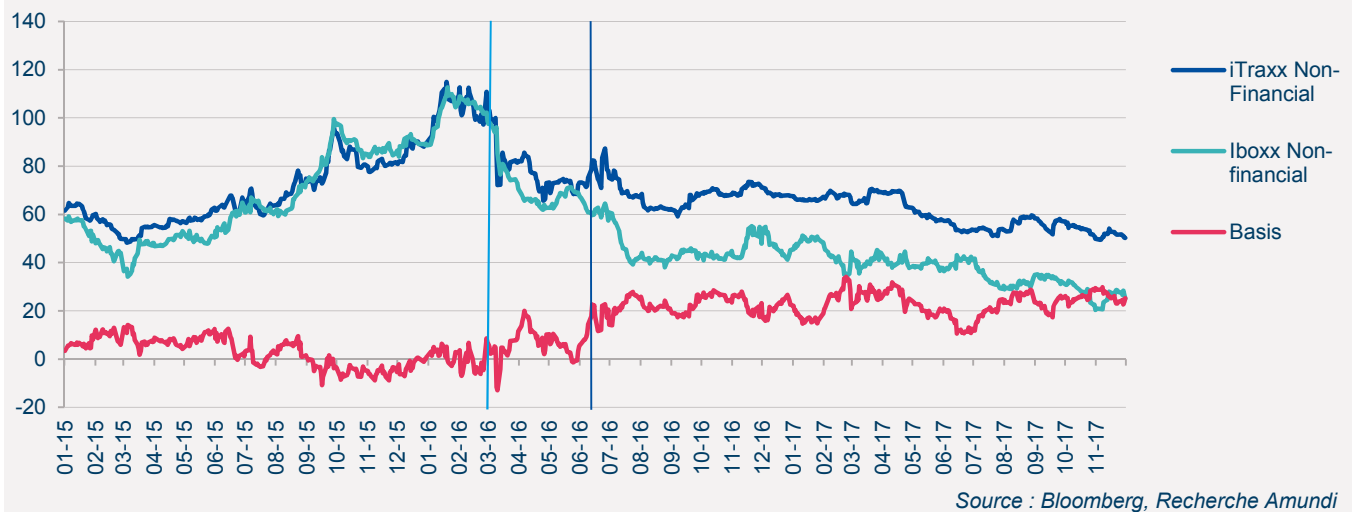
Les données empiriques de ces 18 derniers mois semblent indiquer que la classe d'actifs devient moins sensible aux pics passagers de la volatilité implicite des actions. Le choc du Brexit, en particulier, a été le premier vrai « test de résistance » pour le marché, mais les risques politiques et géopolitiques qui sont apparus ensuite tendent également à confirmer une baisse de la corrélation entre les spreads et l'indice V2X par rapport à la période précédant le lancement du CSPP.

**4/ EUR BB Spread vs Equity Implied Volatility**



**La base CDS/obligation a renoué avec des niveaux positifs et stables. L'annonce du « tapering » n'a pas entraîné de compression, signe que, de l'avis du marché, le CSPP aura encore un impact important en 2018.** Comme le montre le graphique, l'annonce et le lancement du CSPP (indiqués respectivement par les lignes verticales en bleu clair et en bleu foncé) ont donné lieu à un nouveau régime de base qui est toujours bel et bien en place.

## 5/ EUR Non-financial Basis

**Revers de la médaille : les effets (indésirables) de valorisations plus tendues**

Les spreads du crédit HY en EUR sont inférieurs à leur juste valeur. L'écart entre les spreads et la juste valeur a atteint un pic début 2016 à 170 pb. Depuis, grâce principalement au CSPP et au raffermissement de la dynamique macro- et microéconomique, les spreads se sont régulièrement rapprochés de leur juste valeur, qu'ils ont fini par atteindre en décembre 2016. À partir de là, les spreads HY ont été systématiquement inférieurs à leur juste valeur. Cependant, tout comme les spreads du marché, la juste valeur a eu tendance à diminuer sous l'effet de l'amélioration des fondamentaux, de la contraction des spreads souverains et de la volatilité obstinément faible.

**Le CSPP après 18 mois****Beaucoup de marge de manœuvre, et encore un long chemin à faire...**

18 mois après le lancement du CSPP, les achats cumulés d'obligations d'entreprise opérés par la BCE représentaient 130 milliards EUR fin novembre. La banque centrale détient actuellement un peu plus de 15 % des presque 840 milliards EUR de dette éligible. La contribution du marché primaire reste limitée et sa part dans l'ensemble des opérations du CSPP est restée stable en 2017 à 14 %. Autrement dit, la BCE a continué de jouer un rôle assez important au niveau du marché secondaire.

**... grâce à un portefeuille très étendu**

Même si les positions du CSPP représentent toujours une faible proportion de l'encours éligible, la BCE a réparti ses achats sur un nombre remarquablement élevé d'émissions. De fait, le portefeuille du CSPP contenait pas moins de 1046 émissions différentes à l'heure de la rédaction de cet article. Seuls 69 titres de l'univers éligible ne sont pas encore inclus, ce qui signifie qu'environ 94 % du nombre d'obligations éligibles sont « touchées » par la BCE, ou 92 % de la dette éligible. Ce vaste périmètre est d'autant plus remarquable au regard de l'accélération de l'activité enregistrée sur le marché primaire depuis le lancement du CSPP.

« La banque centrale détient actuellement un peu plus de 15 % du total de dette éligible »

**Une approche « neutre à l'indice de référence »...**

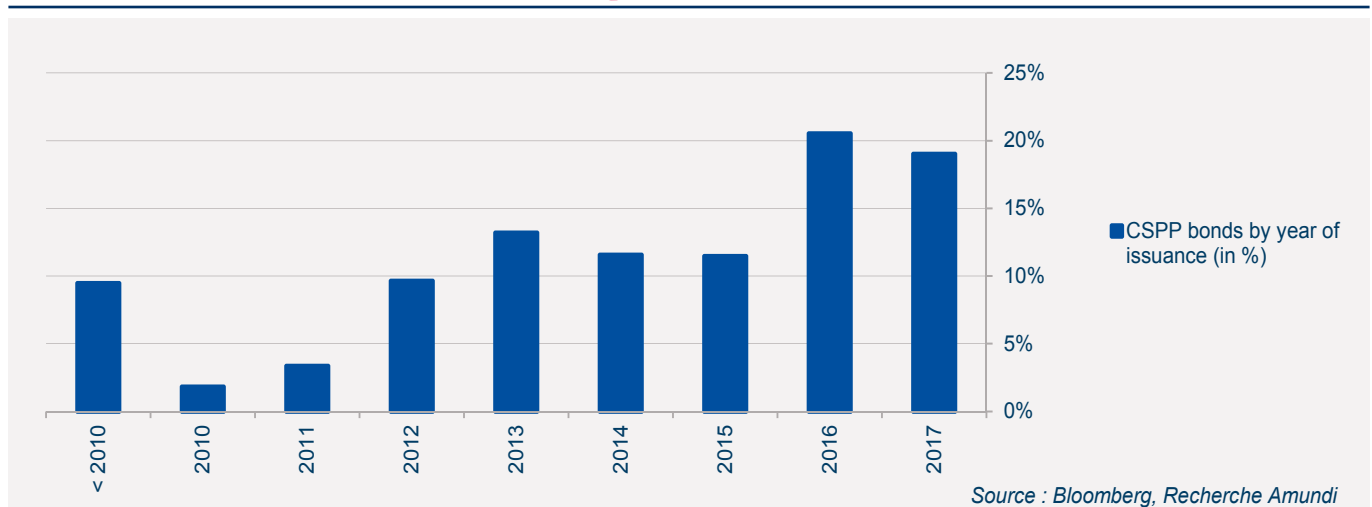
Comme nous le savons, la BCE ne communique pas sur le volume d'achats par titre. Toutefois, en juin dernier (date du premier anniversaire du CSPP), la banque a publié des informations intéressantes sur le détail de ses positions. Des informations concernant la ventilation par pays, secteur et notation, mais aussi, et c'est plus intéressant, par année d'émission de l'obligation. En résumé, comme on pouvait s'y attendre, la BCE a commenté que « la composition du portefeuille du CSPP [reflétait] globalement celle de l'univers obligataire éligible » et que « la répartition des positions du CSPP par pays [reproduisait] fidèlement celle de l'univers éligible. Il n'y a pas non plus d'écart important [...] en termes de secteurs d'activité économique ou de catégories de notation. » En octobre, la BCE a de nouveau communiqué le détail des achats du CSPP par notation, secteur et pays. Cette approche « neutre à l'indice de référence » est assez compréhensible, dans la mesure où la banque cherche à éviter toute déformation involontaire du marché ou discrimination. À cet égard, sur la base des chiffres de fin octobre, le portefeuille de la BCE, comme l'indice de référence, présente un biais en faveur des obligations BBB (49 % des positions vs. 45 % de l'univers), des secteurs de la consommation et des services aux collectivités (qui représentent ensemble 54 %) et des entreprises des pays « cœur » (54 % des positions du CSPP sont émises par des entreprises allemandes et françaises). Les émetteurs italiens et espagnols représentent ensemble 11 % des titres en portefeuille, un poids quasiment identique à celui qu'ils occupent dans l'indice de référence.



**... mais avec une durée plus longue qui rendra probablement les réinvestissements plus nombreux après 2018**

Qu'en sera-t-il des réinvestissements pendant les prochaines années? Les chiffres les plus intéressants publiés par la BCE en juin concernaient la répartition de ses positions par année d'émission. La banque centrale a insisté sur le fait que « les positions du CSPP [tendaient] à donner plus d'importance aux titres émis récemment ». Ce qui est dû à la fois à la participation de la BCE sur le marché primaire et à la plus grande liquidité des obligations nouvellement émises. Par conséquent, en juin 2017, plus de la moitié des positions du CSPP étaient concentrées sur des titres émis en 2016 et au 1er semestre 2017, alors que ces obligations ne représentaient qu'environ un tiers de l'univers éligible. Autrement dit, la BCE « sous-pondère » les titres plus anciens et « surpondère » les obligations émises au cours des derniers trimestres. D'après notre analyse de la composition actuelle du portefeuille du CSPP, et compte tenu de l'activité soutenue du marché primaire après la publication de ces données, aujourd'hui cette surpondération est probablement encore plus importante qu'en juin. En réalité, depuis, le poids des obligations éligibles au CSPP émises en 2016 ou 2017 est passé d'un tiers à 40 % du marché, ce qui laisse à penser que les positions correspondantes du CSPP sont certainement plus élevées que les « plus de 50 % » communiqués il y a maintenant presque 6 mois. Il s'agit d'une précision importante lorsque l'on évalue les volumes des réinvestissements d'obligations d'entreprise, car ceux-ci vont bien évidemment dépendre de la maturité moyenne du portefeuille. Nous avons donc analysé dans un premier temps la distribution des quelque 1000 obligations détenues par la BCE par année d'émission. En dehors des 40 % émises au cours des deux dernières années, 23 % ont été émises en 2014 et 2015, et 22 % en 2012 et 2013. L'échéancier des maturités du CSPP est donc visiblement plus éloigné que celui de l'indice de référence. Ce qui explique le volume (en apparence décevant) d'obligations d'entreprise arrivant à maturité au cours des 12 prochains mois dans le portefeuille. En réalité, les échéances des obligations émises ces 2 dernières années seront progressivement de plus en plus nombreuses jusqu'à des pics qui ne surviendront pas avant 2023, et très peu de titres arriveront donc à maturité en 2018 et 2019. Il est donc probable que la seule chose ou presque qui distingue le portefeuille du CSPP des indices de référence soit sa durée moyenne, qui, d'après les chiffres publiés et l'activité du marché primaire, est vraisemblablement plus éloignée.

**6/ CSPP bonds: breakdown by year of issuance**



**Pourquoi et comment la BCE va moins réduire le CSPP que les autres programmes du QE en 2018**

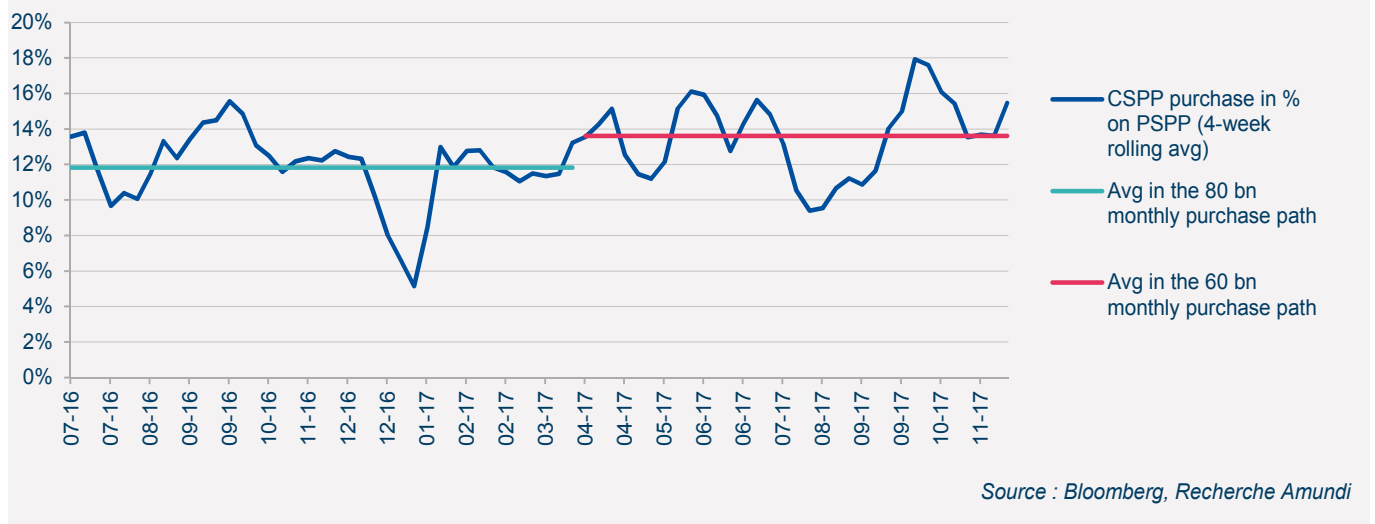
**Depuis avril 2017, le « tapering » de la BCE touche moins ses achats d'obligations d'entreprise que ses autres programmes...**

Mario Draghi n'a pas été le seul membre du Conseil des Gouverneurs de la BCE à souligner qu'en 2018, la banque « continuerait d'acheter des **quantités importantes** d'obligations d'entreprise dans le cadre de son programme. » À la suite des propos de Mario Draghi concernant les annonces d'octobre, Ewald Nowotny a également déclaré que « **la part des achats d'obligations d'entreprise pourrait augmenter par rapport à janvier.** » Des commentaires en ligne avec le communiqué de presse d'octobre, qui reprenait l'adjectif « importants » pour qualifier les achats d'obligations du CSPP.

En réalité, d'après les chiffres de la BCE, la réduction des achats du QE de 80 milliards à 60 milliards EUR par mois depuis avril 2017 a moins concerné les obligations d'entreprise, car la taille relative du CSPP dans le QE global a augmenté. En effet, comme on le voit dans le graphique ci-après, les achats hebdomadaires moyens d'emprunts d'État ont diminué de 24 %, mais ceux d'obligations privées du CSPP n'ont baissé que de 14 %, ce qui a fait passer de 12 % à 14 % le poids du CSPP par rapport au PSPP. Certes, l'adjectif « important » n'apporte aucune indication précise de volume pour 2018, mais il annonce incontestablement une hausse de la part du CSPP dans l'ensemble

des dispositifs de la BCE et par rapport aux achats d'emprunts d'État. À supposer que les achats mensuels passent de 6,5 milliards EUR actuellement à 5 milliards EUR, ils représenteraient 16 % de l'ensemble des futurs achats du QE (contre 11 % actuellement) et 22 % des achats du PSPP (contre 14 % actuellement). Comparé à la composition actuelle des portefeuilles de la BCE, cette augmentation serait effectivement « importante ». Des volumes d'achats supplémentaires d'environ 45 milliards EUR représenteraient un accroissement d'environ 33 % par rapport aux 130 milliards EUR du CSPP en fin d'année, tandis qu'en ajoutant les réinvestissements aux nouveaux achats, le portefeuille du PSPP augmenterait seulement de 11 %.

## 7/ CSPP purchases already increased in relative terms



### ...et de nombreuses raisons justifieraient un nouvel accroissement du poids du CSPP l'an prochain

Il y a sûrement beaucoup de raisons pour conduire une stratégie de QE basée sur un rythme d'achats d'obligations d'entreprise qui ne devrait pas beaucoup ralentir en 2018. Certaines de ces raisons ont trait aux facteurs techniques, et d'autres ont davantage à voir avec les fondamentaux et l'efficacité de la transmission de la politique monétaire.

#### Raisons liées aux facteurs techniques

D'un point de vue technique, le « problème de la rareté » n'affecte pas du tout la classe d'actifs, puisque la BCE détient à peine 15 % de l'univers éligible des obligations d'entreprise, ou 22 % lorsque l'on tient compte de la limite par émetteur. Des pourcentages qui contrastent nettement avec les chiffres beaucoup plus élevés des achats cumulés de la BCE au niveau des obligations sécurisées ou des Emprunts d'État allemands (la banque centrale détient quasiment 90 % du volume autorisé de Bunds en tenant compte de la limite par émetteur). La limite par émetteur est plus élevée pour les obligations privées que publiques, et parmi les différents programmes du QE, le CSPP est celui qui a été lancé le plus récemment. Il a effectivement commencé en juin 2016, alors que le PSPP a été lancé un an plus tôt et que le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées a démarré 18 mois avant le CSPP. La flexibilité, une caractéristique souvent citée par les membres du conseil lorsqu'ils évoquent le QE, est probablement liée à la marge de manœuvre dont dispose le CSPP dans son univers éligible, qui peut servir à atténuer les tensions dans les segments « trop prisés » et à rassurer les sceptiques qui doutent de la viabilité des futurs achats. Ensuite, de par sa nature, le CSPP soulève globalement moins de « questionnements politiques » que le PSPP, car il n'applique pas de clé de répartition et que la part des pays « cœur » est visiblement plus élevée que celle des autres pays, ce qui correspond à la composition de l'indice de référence du marché des obligations d'entreprise.

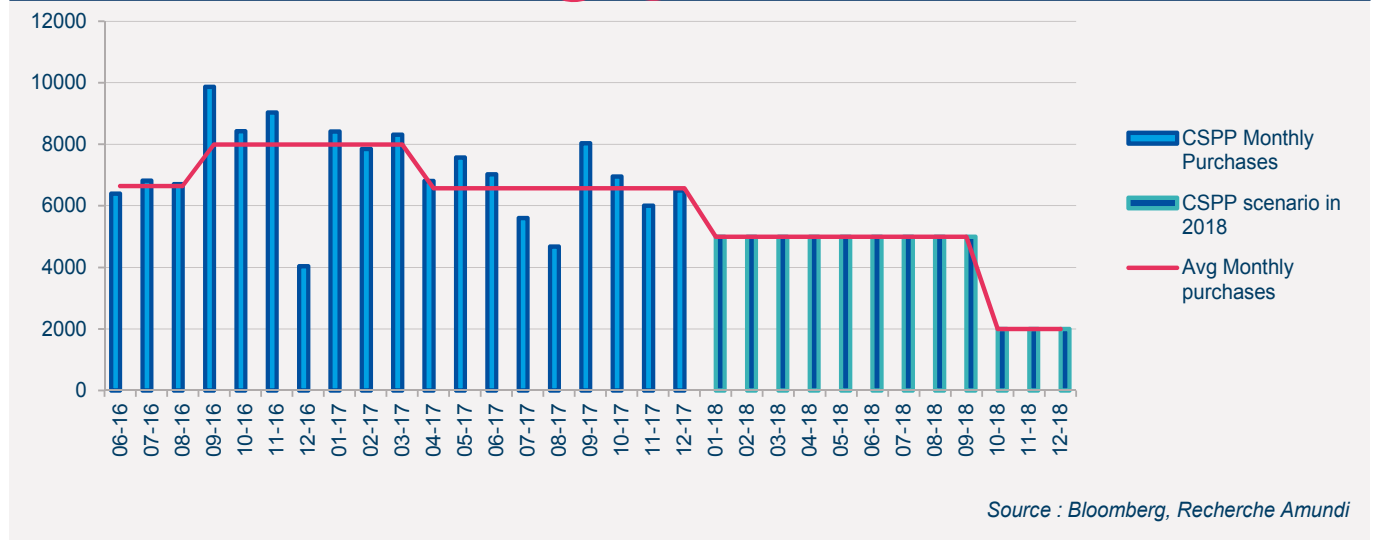
Le CSPP représente seulement 5 % du total des achats du QE. 84 % du portefeuille de la BCE se compose d'instruments du secteur public, 10 % d'obligations sécurisées, et 1 % d'ABS. Selon les chiffres publiés par la banque centrale, sur les quelque 140 milliards EUR de titres arrivant à échéance dans les 12 prochains mois, les obligations d'entreprise ne représentent que 4 milliards EUR, soit largement moins que le PSPP (107 milliards EUR), mais également moins que les obligations sécurisées (19 milliards EUR) et même les ABS (7 milliards EUR). Par conséquent, la BCE pourrait déplacer une partie de ses réinvestissements depuis les autres programmes du secteur privé vers celui des obligations d'entreprise.

#### Raisons liées aux fondamentaux

S'agissant des raisons liées à la transmission de la politique monétaire, l'impact macroéconomique du CSPP a été récemment évalué par un document de travail de la Banque d'Italie (« *Macroeconomic effects of non-standard monetary policy measures in the euro area: the role of corporate bond purchases* », N. 1136, septembre 2017), ainsi que par d'autres études. Leurs conclusions sont assez encourageantes en ce qui concerne la contribution à la croissance du PIB, en particulier dans le cas d'un programme prolongé. Comme nous l'avons déjà démontré dans d'autres numéros de Cross Asset, le CSPP joue un rôle décisif en assouplissant les conditions de financement pour les

entreprises (accès à des coûts d'emprunt plus faibles et disponibilité de plus grands volumes de crédit), ce qui soutient la reprise des investissements et de l'emploi. Un arrêt prématuré de ce programme risquerait de créer des courants défavorables dans ces deux domaines (investissements et emploi) qui dictent actuellement la reprise macroéconomique, *a fortiori* dans cette phase du cycle, et au moment où les spreads souverains et les conditions de financement bancaire ont déjà largement profité des plans CBPP et PSPP en place depuis plus longtemps. Il serait donc logique que le CSPP soit le dernier programme à être interrompu puisque c'est aussi le dernier à avoir été mis en place. Ce qui signifie que le CSPP pourrait même survivre au PSPP.

8/ CSPP tapering scenario in 2018



## Les principaux facteurs de risque

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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

Risque # 1

20 %  
probabilité

**La politique budgétaire pro-cyclique pousse la Fed à remonter ses taux plus rapidement que prévu**

**Analyse** | Maintenant que les baisses d'impôts ont été votées par le Congrès, la question est de savoir quel sera l'impact économique. Une mauvaise interprétation des intentions/décisions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB supérieure à 2 %, une inflation proche de 2 % et une économie de plus en plus proche du plein-emploi, le taux réel 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 évidemment éviter toute erreur de communication, d'où la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25pb, certes bien mal préparé. Notons cependant que l'impact favorable à court terme de la réforme fiscale devrait permettre à la Fed de continuer à relever ses taux d'intérêt sans accroître le risque de récession, donc sans dommage pour les marchés financiers.

**Impact de marché** | Si la Fed accélère ses hausses de taux, 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. Attention : nous anticipons déjà une hausse de taux de plus que les marchés en 2018. Il suffirait que l'inflation sous-jacente où les salaires accélèrent plus nettement pour ouvrir la porte à davantage de hausses de taux.

Risque # 2

10 %  
probabilité

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

**Analyse** | La croissance économique chinoise reste solide (et plus résiliente que ne le pensaient bon nombre d'observateurs), 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 continue de fléchir. 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 la monnaie chinoise n'est plus aujourd'hui sous-évaluée.

**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 (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, 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 # 3

70 %  
probabilité

**Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni**

**Analyse** | Selon les estimations, le RU « pourrait perdre » à moyen terme 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. C'est tout l'enjeu de la phase 2 des négociations qui va s'ouvrir. De nombreux sujets de tensions existent non seulement entre le Royaume-Uni et les pays de l'UE mais aussi au sein même du gouvernement britannique., et les semaines et mois à venir le montreront clairement.

**Impact de marché** | Même si la probabilité de « hard Brexit » a fortement diminué, et si la pression est moins forte avec la période de transition de 21 mois qui se dessine, les négociations commerciales s'annoncent tendues cette année. Dans le cas où les dispositions seraient en fine défavorables au Royaume Uni, on assisterait 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 # 4

75 %  
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 de l'ensemble des taux d'intérêt à de bas niveaux ; baisse de la volatilité et maintien de bas niveaux, resserrement des *spreads* de crédit, quasi-disparition des risques souverains dans certains cas... 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 à un fléchissement éventuel d'activité 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 notamment par une remontée de la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers et des *spreads* de crédit.

Risque # 5

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. Chiïtes, 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 des conflits en cours. La situation de la Catalogne inquiète également, tant 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, mais ils sont nombreux et pour la plupart incertains. 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 # 6

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 (nominale, réelle ou potentielle), 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 encore plus drastique du programme d'achat de la BCE), iv) une résurgence de l'inflation et/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 désormais plus solide et plus durable, des anticipations d'inflation extrêmement (anormalement?) faibles, les débats sur la fin des taux négatifs et du QE de la BCE, 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 fragiliserait la croissance et porterait 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, Responsable de la Macroéconomie

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



#### Scénario central (probabilité 75 %): Poursuite de l'expansion de l'activité mondiale

- **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. Les grandes économies émergentes continueront également de croître à un rythme soutenu. Le rééquilibrage en cours en Chine se fait en douceur si bien que le ralentissement demeure sous contrôle. La plupart des économies sont tirées par la demande domestique et l'on note un redémarrage de l'investissement dans de nombreuses zones (États-Unis, Europe, Japon, Asie). La resynchronisation du cycle mondial engendre des effets multiplicateurs via le commerce qui entretiennent la reprise à l'échelle mondiale et la rendent plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est nettement repris en 2017 (+5 % sur un an). Il demeure stimulé par la resynchronisation du cycle mondial et par l'investissement en biens d'équipement. Cet effet devrait néanmoins progressivement s'estomper cette année: nous tablons sur une stabilisation du ratio du commerce mondial au PIB mondial à l'avenir.
- **États-Unis:** la croissance est solidement ancrée en ce début d'année. La plupart des enquêtes continuent de s'améliorer. Les estimations des Fed régionales indiquent que la croissance est restée supérieure à 3 % en rythme annualisé au T4 pour le 3<sup>e</sup> trimestre consécutif. 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 voté en décembre diminuent très nettement le risque de récession à l'horizon de 2018 et 2019.
- **Zone euro:** la reprise est générale, avec un redémarrage de l'investissement dans la plupart des pays. La croissance est avant tout tirée par la demande intérieure mais bénéficie également d'un environnement mondial très porteur. Le risque politique s'est considérablement affaibli, en devenant plus local (le statut de la Catalogne en Espagne est avant tout un problème domestique, tandis qu'en Italie, les partis anti-euro n'ont aucune chance d'avoir une majorité absolue lors des élections prévues le 4 mars). 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 l'an prochain. Toutefois, grâce à des conditions de crédit qui resteront dans l'ensemble très accommodantes, la croissance devrait se maintenir très nettement au-dessus de son potentiel en 2018 et 2019.
- **Royaume-Uni:** en décembre, les pays de l'UE ont suivi les recommandations de la Commission selon lesquelles « des progrès suffisants » avaient été réalisés pour ouvrir les négociations commerciales entre le Royaume-Uni et l'UE. De plus, les pays de l'UE acceptent désormais le principe d'une période de transition limitée dans le temps jusqu'à fin 2020, période pendant laquelle le R-U conserverait de facto l'accès au marché unique. Dans ces conditions, la menace d'un « hard Brexit » n'est plus d'actualité du moins en 2019. L'incertitude va certes continuer de peser sur l'économie britannique mais de façon plus diffuse. Nous tablons sur une croissance qui se stabilise en 2018-2019 à 1,5 %, soit nettement en deçà du potentiel de croissance britannique mais sans ralentissement brutal..
- **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. La vigilance continue néanmoins de s'imposer.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente, qui est excessivement faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées), devrait se redresser graduellement en 2018. Ceci dit, 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). Si l'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste, la probabilité d'une « surprise inflationniste » augmente néanmoins à mesure que les capacités excédentaires disparaissent à l'échelle mondiale (on estime que l'output gap mondial se fermera en 2018 pour la première fois depuis la grande crise financière). Le risque est plus clairement identifiable aux États-Unis en raison de la proximité de l'économie au plein-emploi et de la disparition de certains facteurs temporaires (comme la baisse des prix des services de téléphonie mobile observée au printemps 2017) qui vont mécaniquement pousser l'inflation à la hausse à la fin du T1 2018 (effet de base).

- **Prix du pétrole:** nous nous attendons à ce que les prix du pétrole (Brent) refluent légèrement à partir du niveau actuel. À 67\$ (Brent), le risque nous semble désormais asymétrique (davantage de risque de le voir baisser que de le voir s'envoler). En effet si les prix se maintiennent durablement très au-dessus du point mort de rentabilité des gisements américains, la production américaine finira par s'accroître fortement.
- **Politiques budgétaires.** Deux pays retiennent particulièrement l'attention cette année: les États-Unis et l'Allemagne. Aux États-Unis, les baisses de l'IR et de l'IS qui viennent d'être votées (entre autres mesures) par le Congrès en décembre sont effectives dès le début de cette année, ce qui va doper la croissance dans les 18 prochains mois. En Allemagne, des baisses d'impôts se profilent également en 2018. En moyenne, les politiques budgétaires seront neutres voire légèrement expansionnistes dans les grands pays avancés.
- **Les banques centrales continueront en 2018 d'abaisser le degré d'accommodation monétaire,** qui est excessif au regard de la reprise en cours. La Fed continuera de remonter ses taux directeurs (nous anticipons désormais 3 hausses de 25pb en 2018) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE pourrait, quant à elle, mettre fin à son programme de QE dès le T4 2018, ce qui ouvrirait potentiellement la porte à un 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt début 2019. Ceci dit, les politiques monétaires resteront globalement accommodantes car même si un peu d'inflation cyclique se matérialise plus tard dans l'année, l'inflation restera très en deçà de sa moyenne historique pour les raisons structurelles évoquées (aplatissement de la courbe de Phillips, poursuite d'une pression baissière sur les prix de nombreux biens et services).



### Scénario pessimiste (probabilité 10 %): Ralentissement économique dû à des erreurs de politique économique (normalisation trop rapide de la politique monétaire ou mesures protectionnistes) ou à une crise géopolitique

- La politique budgétaire pro-cyclique force la Fed à accélérer le processus de normalisation monétaire.
- Mesures protectionnistes (États-Unis) à l'approche des élections de mi-mandat.
- Crise internationale liée à une très forte aggravation des tensions géopolitiques actuelles (Moyen-Orient, Corée).

#### Conséquences:

- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Risque d'un *deleveraging* précipité.
- Avec les turbulences financières induites, le cycle s'interrompt brutalement et l'inflation ne parvient pas à se stabiliser.
- Les banques centrales sont obligées d'avoir de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



### Scénario optimiste (probabilité 15 %): nouvelle accélération marquée de la croissance mondiale en 2018

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

- Nette accélération tirée par l'investissement des entreprises, le commerce mondial et la synchronisation du cycle global.
- Dans un environnement très porteur, la politique fiscale américaine pro-cyclique génère une accélération de la croissance interne plus forte qu'attendu. Poursuite du cycle d'accélération dans la zone euro, stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Avec une inflation qui resterait au plus bas, les banques centrales maintiendraient dans un premier temps des conditions monétaires assouplies, permettant un « mini boom ».

#### Conséquences:

- Une accélération marquée de la croissance mondiale pour la 2<sup>e</sup> année consécutive augmenterait les anticipations d'inflation, forçant les banques centrales à envisager une normalisation beaucoup plus rapide de leur politique monétaire.
- Hausse des taux directeurs réels (aux États-Unis notamment).
- Compte tenu des turbulences financières induites, le mini-boom du 1<sup>er</sup> semestre ne ferait pas long feu. Risque accru de « boom/bust » (i.e. le *bust* après le *boom*).

## Contexte macroéconomique

		Facteurs de risque
Amériques	<p><b>États-Unis</b></p> <p><b>La croissance reste supérieure à son potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La croissance du PIB a probablement été proche de 3 % au T4. La confiance des entreprises et des ménages reste historiquement élevée, ce qui conforte notre scénario de stabilité de la demande intérieure et de hausse des dépenses d'investissement en 2018. L'adoption récente de la loi sur les réductions d'impôt devrait donner un nouveau coup d'accélérateur à la consommation et à l'investissement, ce qui devrait porter le taux de croissance à un niveau supérieur à son potentiel en 2018 et probablement en 2019. L'amélioration du marché du travail se poursuit à un rythme toutefois plus lent, ce qui n'est pas anormal à ce stade du cycle. L'inflation reste faible, mais nous anticipons un repli de plusieurs facteurs à l'origine de cette faiblesse à l'horizon 2018; l'inflation cyclique devrait augmenter, mais sans qu'il y ait de dépassement significatif et prolongé.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plafond de la dette: les mesures exceptionnelles du Trésor américain permettront de rester sous la limite d'endettement jusqu'à fin mars 2018</li> <li>Le risque protectionniste est toujours présent, négociations concernant l'ALENA</li> </ul>
	<p><b>Brésil</b></p> <p><b>La reprise se confirme</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie poursuit son redressement, soutenue par la demande intérieure. Les ménages bénéficient de salaires réels élevés, dans un contexte de désendettement plus rapide que prévu. L'environnement reste porteur pour l'investissement. L'inflation se stabilise dans la fourchette cible de la BCB et le cycle d'assouplissement touche à sa fin. On anticipe un statu quo de la BCB jusqu'à fin 2018.</li> <li>Le programme de réforme du gouvernement arrive à son terme avec de nombreuses avancées de faible ampleur, mais sans réforme des retraites. Cette dernière, nécessaire pour assurer la stabilité budgétaire du pays, sera probablement conduite par la prochaine administration.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Améliorations des conditions économiques dans un contexte de dérive budgétaire</li> <li>Hausse des risques politiques à l'approche de l'élection présidentielle</li> </ul>
Europe	<p><b>Zone euro</b></p> <p><b>La reprise continue et conserve du potentiel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>La série de bonnes surprises continue. La reprise de l'investissement, les chiffres de consommation solides et la baisse du chômage génèrent un cercle vertueux. L'inflation sous-jacente reste faible. À ce stade, l'appréciation de l'euro (qui reflète en partie l'amélioration économique de la région) ne met pas la reprise en péril.</li> <li>Le risque politique a fortement baissé, notamment après les élections françaises. Cependant, une incertitude résiduelle subsiste du fait des élections à venir en Italie (prévues le 4 mars).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Surréaction de l'euro</li> <li>Risque politique (montée des partis anti-euro en Italie)</li> </ul>
	<p><b>Royaume-Uni</b></p> <p><b>Croissance ralentie par l'incertitude induite par les négociations sur le Brexit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie ralentit depuis début 2017. Les incertitudes concernant les modalités du Brexit font baisser la confiance. La hausse de l'inflation due à la baisse de la livre sterling devrait être temporaire. Malgré le taux de chômage très bas, les salaires ne reprennent pas.</li> <li>Les pays de l'UE ont décidé d'ouvrir des négociations commerciales avec le R-U. Les négociations seront tendues mais les Européens ont ouvert la porte à une période de transition qui maintiendrait des relations inchangées entre le R-U et l'UE jusqu'à fin 2020. Il y a au moins d'incertitude à court terme. Nous avons légèrement révisé à la hausse notre prévision de croissance en 2018 (de 1,2 % à 1,5 %) au même niveau (faible) qu'en 2017.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vers des négociations tendues sur le commerce</li> <li>Le déficit courant reste très élevé</li> </ul>
	<p><b>Chine</b></p> <p><b>Le ralentissement de la croissance devrait s'atténuer</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Les dernières données révèlent un léger ralentissement au T4, l'activité ayant faiblement rebondi après un mois d'octobre médiocre. L'orientation des réformes annoncée lors du 19<sup>e</sup> Congrès du PC a été confirmée. Les autorités insistent sur la nécessité de rechercher un équilibre entre stabilité et réformes structurelles. Les inquiétudes concernant les investissements sont exagérées dans la mesure où les données mensuelles sur les investissements sont probablement faussées en raison de la campagne anti-corruption; d'autres sources évoquent un tableau moins inquiétant.</li> <li>Les dernières données de la BRI ont révélé un ralentissement de la hausse du ratio crédit/PIB. Les sorties de capitaux semblent toujours sous contrôle.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Faux pas politiques dans la gestion de la politique structurelle</li> <li>Tensions géopolitiques avec la crise entre la Corée du Nord et les États-Unis</li> </ul>
Asie	<p><b>Inde</b></p> <p><b>La croissance résiste, mais les dépenses d'investissement restent très en retrait</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>L'économie s'est redressée au S2 2017 après l'instauration de l'impôt sur les biens et les services (GST) en juillet. La décision récente de recapitaliser les banques pénalisées par une exposition aux créances douteuses favorisera une croissance plus durable grâce au crédit et aux investissements privés, mais cela prendra du temps. L'inflation progresse plus vite que prévu, dopée par les prix des légumes. Notre prévision d'un pic situé entre 4,5 et 5 % semble se confirmer. Les risques sont orientés à la hausse. La RBI devrait privilégier le statu quo pendant un bon moment.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'accélération des investissements privés prendra du temps</li> <li>L'inflation progresse plus vite que prévu. Statu quo de la RBI</li> <li>Dérive budgétaire probable</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>Le PIB du T3 a été revu en hausse de 1,3 % à 2,5 % (rythme annualisé). Notre estimation de la croissance en 2017 s'élève désormais à 1,7 % (vs 1,4 % auparavant); nous anticipons ensuite une croissance à 1,3 % en 2018 et 2019, nettement au-dessus du potentiel. L'enquête Tankan est au plus haut depuis 11 ans pour les grandes entreprises et depuis 26 ans pour les petites. Les entreprises anticipent des prix de vente plus élevés. Les plans d'investissement restent plus élevés que la moyenne historique. Le gouvernement encourage les entreprises à augmenter les salaires de plus de 3 % lors des négociations du printemps (via des allègements fiscaux conditionnels).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risques géopolitiques accrus dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord</li> </ul>



## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (8 janvier 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,6	2,2	2,1	2,1	2,1
Japon	1,7	1,3	1,2	0,4	0,6	0,0
Zone euro	2,4	2,4	2,0	1,5	1,4	1,6
Allemagne	2,5	2,5	2,0	1,8	1,8	1,6
France	1,9	2,0	1,6	1,2	1,5	1,4
Italie	1,6	1,4	1,3	1,3	0,9	1,1
Espagne	3,1	2,7	2,6	2,0	1,7	2,3
Royaume-Uni	1,5	1,5	1,2	2,6	2,5	2,5
Brésil	1,0	2,2	2,4	3,4	3,8	4,6
Russie	1,8	2,0	1,8	3,7	3,5	3,8
Inde	6,5	6,9	7,0	3,3	4,4	4,6
Indonésie	5,1	5,3	5,5	3,8	3,7	4,1
Chine	6,8	6,5	6,3	1,6	2,5	2,7
Turquie	6,5	4,4	4,0	11,1	10,0	8,5
Pays développés	2,2	2,3	1,9	1,7	1,7	1,7
Pays émergents	4,9	5,0	5,0	3,5	3,7	3,7
Monde	3,8	3,9	3,7	2,7	2,9	2,9

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	1,50	1,75	1,85	2,25	2,20
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	0,50	0,50	0,55	0,50	0,70

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	1,96	2,00/2,20	2,12	2,20/2,40	2,18
Allemagne	-0,61	-0,60/-0,40	-0,51	-0,40/-0,20	-0,40
Japon	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12	-0,20/-0,00	-0,10
Royaume-Uni	0,49	0,40/0,60	0,55	0,40/0,60	0,62

Taux 10 ans					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,47	2,40/2,60	2,55	2,60/2,80	2,60
Allemagne	0,43	0,60/0,80	0,60	0,80/1,00	0,72
Japon	0,06	0	0,11	0	0,16
Royaume-Uni	1,23	1,20/1,40	1,37	1,20/1,40	1,47

Prévisions de change					
	04/01/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,21	1,20	1,18	1,22	1,21
USD/JPY	113	115,00	114,50	117,00	113,00
EUR/GBP	0,89	0,95	0,89	0,95	0,90
EUR/CHF	1,18	1,20	1,17	1,20	1,19
EUR/NOK	9,74	9,40	9,43	9,20	9,21
EUR/SEK	9,82	9,50	9,61	9,20	9,46
USD/CAD	1,25	1,25	1,26	1,20	1,24
AUD/USD	0,79	0,75	0,77	0,75	0,79
NZD/USD	0,71	0,70	0,70	0,70	0,72
USD/CNY	6,49	6,70	6,65	6,80	6,65



## Publications récentes

### WORKING PAPERS



#### **The covariance matrix between real assets**

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

#### **Analysing the Exposure of Low-volatility Equity Strategies to Interest Rates**

Lauren STAGNOL — Quantitative Research — Amundi, Bruno TAILLARDAT Smart Beta & Factor Investing — Amundi

#### **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



#### **Keep Up The Momentum**

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative

#### **Mégatendances et disruptions - Quelles conséquences pour la gestion d'actifs?**

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

#### **Actifs réels: quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise?**

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

#### **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

### THEMATIC PAPERS



#### **Italie: la croissance est de retour**

ANDREA BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **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

# 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****Directeur de la publication : BLANQUÉ Pascal****Rédacteur en chef : ITHURBIDE Philippe**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msclub.com](http://www.msclub.com)).

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 (LPCC), 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](mailto:info@amundi.com).

Société anonyme au capital de 1086 262 605 € - 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo : iStock by Getty Images - artJazz, hjalmeida

**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, Recherche, Stratégie et Analyse**PONCET Benoit**, Recherche, Stratégie et Analyse