

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

LA VOLATILITÉ EST DE RETOUR

LE THÈME DU MOIS

**L'ITALIE EN 2018 : AMÉLIORATION
DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET
INCERTITUDE ENTOURANT L'ÉLECTION**

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

VUES DES CIO

La volatilité est de retour

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

La correction brutale des actions et la hausse des rendements à l'œuvre depuis le début de l'année ont entraîné des turbulences mettant un terme à l'« état de grâce » auquel s'étaient habitués les marchés. L'indice VIX a rebondi au-delà de 37, un niveau inédit depuis 2015. Rappelons que l'année 2017 avait été très favorable aux investisseurs : l'indice S & P est ressorti en hausse presque tous les mois de l'année dans un contexte de faiblesse exceptionnelle de la volatilité. Le VIX a atteint 18 des 20 plus bas niveaux enregistrés depuis 20 ans en 2017. La complaisance a poussé de nombreux investisseurs à passer outre les valorisations extrêmement élevées et à prendre des positions suradoptées. Après la forte baisse des actions et l'ajustement des taux à des anticipations d'inflation plus élevées, l'interrogation du marché est désormais de savoir si les conditions qui ont favorisé cette longue période de hausse des actifs peuvent encore perdurer. Nous tablons sur la poursuite, voire l'accélération, de la croissance mondiale synchronisée, avec des dépenses d'investissement bien orientées et un rebond du commerce mondial, mais les perspectives des banques centrales semblent toutefois se compliquer. Ces dernières ont joué un rôle très important dans la rhétorique « conte de fées », et le retrait éventuel des programmes de relance massive (qui ne correspondent plus aux conditions économiques actuelles) pourrait déclencher d'autres épisodes d'agitation sur les marchés. À cet égard, la **volatilité a clairement disparu en 2017** et les investisseurs ont été partiellement influencés par la **complaisance du marché**. En dépit des nombreuses améliorations structurelles, de la forte croissance des bénéfices dans de nombreux secteurs et des progrès considérables réalisés en termes de rééquilibrage dans les marchés émergents, nous constatons que les marchés ont souvent reflété (et reflètent toujours) des comportements asymétriques, privilégiant les nouvelles positives et négligeant les risques. Les troubles géopolitiques ont été largement ignorés. Les inquiétudes liées à d'éventuels déséquilibres à moyen terme (notamment avec l'augmentation constante de l'endettement financier ou l'allocation inadaptée des capitaux compte tenu de la faiblesse artificielle des taux d'intérêt) semblent tombées aux oubliettes et pourraient bien y faire un séjour prolongé. Les conditions financières accommodantes, la croissance mondiale et la complaisance des marchés ont tiré les valorisations à des niveaux élevés, voire excessifs (dans certains secteurs).

Dans ce contexte, le durcissement très progressif, mais inéluctable de la politique monétaire devrait s'accompagner d'une **dégradation de l'environnement des marchés financiers au second semestre**. Selon nous, les investisseurs vont être confrontés à des conditions plus difficiles, caractérisées par des perspectives économiques toujours porteuses, **combinées à des poches de valorisations excessives et une exubérance qui pourraient mener à des corrections** (les entreprises les plus endettées pourraient notamment pâtir de la hausse des taux d'intérêt). La gestion du risque et la diversification deviendraient dans ce cas des axes prioritaires. Nous entrevoyons un risque de hausse brutale des taux d'intérêt assorti d'une correction des marchés actions, dans un contexte de faible volatilité et de complaisance élevée. Les corrélations entre les classes d'actifs pourraient évoluer, avec des répercussions négatives importantes, en cas de turbulences sur les marchés. Il est donc essentiel de privilégier les stratégies d'investissement axées sur la protection du capital des investisseurs en toutes circonstances, et de définir ces dernières dès à présent, car les conditions financières sont encore favorables et il est plus facile de maintenir la liquidité des portefeuilles. Sur le plan des obligations, cela implique de se tourner vers les stratégies à duration flexible et axées sur le risque de crédit, en cherchant à trouver le juste équilibre entre risque et rendement, tout en élargissant les sources de diversification. Sur les marchés actions, il convient de cibler les régions dans lesquelles les marchés ont le moins répercuté les scénarios positifs futurs (UE, Japon) ou qui pourraient bénéficier d'une prolongation du cycle de reflation (États-Unis). Pour ces deux classes d'actifs ainsi que pour les stratégies multi-actifs, il sera important, compte tenu de l'arrivée à maturité du cycle, de rechercher des rendements au sein des titres sous-valorisés plutôt que via des positions directionnelles alternant appétit/aversion pour le risque (risk-on/risk-off). La recherche d'un équilibre entre les stratégies tactiques et de court terme, et les investissements à long terme (y compris en tenant compte d'une prime d'illiquidité) devrait favoriser la résilience des portefeuilles.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

Nous abordons 2018 avec un appétit pour le risque modéré. En termes de classes d'actifs, nous préférons les actions des pays développés à la dette à haut rendement. Nous privilégions les actions pour lesquelles nous anticipons un cycle de bénéfices dynamique et des valorisations correctes (marchés européens et japonais) ou qui devraient bénéficier d'une prolongation du cycle en cours (États-Unis). Face au recalibrage des politiques des banques centrales, nous privilégions la souplesse à l'égard des obligations et des devises mondiales. Nous recherchons des opportunités parmi les actions des marchés émergents dans un contexte d'amélioration des fondamentaux macro- et microéconomiques, et au sein de la dette émergente comme source de portage. Nous favorisons les couvertures structurelles et la diversification des portefeuilles, tout en conservant des réserves de liquidité adaptées.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le « recalibrage » des politiques monétaires devrait accentuer les pressions haussières sur les taux d'intérêt, ce qui nous conduit à recommander une sous-exposition à la duration. Sur les marchés du crédit, les valorisations tendues laissent peu de place à un nouveau resserrement des *spreads*, ce qui signifie que le portage devrait être le principal moteur de performance en 2018. Les obligations émergentes offrent toujours une source de portage intéressante. Nous sommes plus optimistes à l'égard des obligations en devise locale, dont les performances devraient augmenter. L'élargissement des sources de diversification (duration, crédit, devises et types de titres, notamment obligations indexées sur l'inflation, prêts) va jouer un rôle de plus en plus important dans les stratégies obligataires.

ACTIONS

La croissance généralisée des bénéfices devrait continuer à soutenir les actions internationales avec une surperformance possible des secteurs cycliques et un risque de correction des secteurs surachetés. Les valeurs de croissance semblent parfaitement valorisées tandis que des opportunités subsistent parmi les valeurs de rendement. Nous restons optimistes vis-à-vis des actions européennes, au sein desquelles nous privilégions toujours les vecteurs de croissance spécifiques. Nous restons positifs à l'égard des actions japonaises compte tenu des progrès réalisés en termes de gouvernement d'entreprise et de croissance nominale. Les actions émergentes restent attrayantes, portées par la croissance des bénéfices et un positionnement technique relativement favorable.

ACTIFS RÉELS

Dans les prochaines années, les responsables politiques vont donner la priorité à une transition vers une reprise moins cyclique, mais plus structurelle: nous pensons donc qu'investir dans les infrastructures peut être un moyen intéressant de diversifier les risques et d'accroître les performances; ces actifs peuvent en outre offrir des flux de trésorerie élevés et prévisibles, grâce à un cadre contractuel de long terme très solide (p. ex., la transition énergétique en France). Cependant, compte tenu de la forte hétérogénéité de cette classe d'actifs, une approche sélective est recommandée.

MACRO

Les banques centrales optent pour la prudence, y compris en cas de « surprise inflationniste »

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

La poursuite de l'expansion synchronisée de l'économie mondiale en 2018 fait désormais l'objet d'un large consensus. Les prévisions des économistes ne diffèrent plus que de quelques dixièmes cette année. Nous tablons sur une très légère accélération de la croissance mondiale de 3,8 % en 2017 à 3,9 % en 2018, tant dans les pays avancés que dans les pays émergents. Deux facteurs pourraient toutefois interrompre ce cycle : un durcissement synchronisé des politiques monétaires dans le sillage d'une surprise inflationniste, ou encore une correction généralisée sur les prix des actifs financiers et réels. Intéressons-nous à ces deux points.

- **Un cycle qui dure :** la plupart des enquêtes (ménages, entreprises) indiquent que la conjoncture reste particulièrement bien orientée en ce début d'année. Aux États-Unis, les baisses d'impôts vont stimuler l'activité dans les trimestres à venir. Il existe un large consensus chez les économistes pour dire que l'impact sera de courte durée (quelques trimestres) et de faible amplitude (multiplicateurs réduits quand l'économie est au plein-emploi). La zone euro connaît une reprise étonne par sa vigueur : l'indice de confiance de la Commission européenne est à son plus haut niveau depuis la naissance de l'euro et nous tablons sur une croissance de 2,4 % en 2018 (soit un rythme proche de celui des États-Unis, plus de deux fois supérieur à la croissance potentielle et supérieur de 0,2pp au Consensus). Au Japon, le cycle est en passe cette année de devenir le cycle le plus long depuis la seconde guerre mondiale, soutenu par la croissance du commerce mondial et l'investissement. Enfin, la Chine ralentit doucement et de façon ordonnée avec une évolution jugulée de la dette des entreprises non financières.
- Les cycles ne meurent pas de vieillesse. Ils peuvent toutefois venir buter sur les déséquilibres qu'ils engendrent. La dette accumulée, tantôt celle des États (tantôt celle des entreprises non financières ou des ménages) est préoccupante à moyen terme. L'environnement actuel de croissance robuste et de taux d'intérêt faibles est toutefois propice au désendettement.
- La longueur du cycle d'expansion ne doit pas occulter son manque de vigueur qui lui-même s'explique par l'affaiblissement de la croissance potentielle mondiale (lié au vieillissement de la population et à la faible productivité). On estime que la croissance potentielle est désormais à peine supérieure à 1,5 % aux États-Unis, à peine supérieure à 1,0 % en zone euro, de l'ordre de 0,7 % au Japon, et probablement guère supérieure à 5-6 % en Chine.
- La croissance demeurera supérieure au potentiel dans la plupart des pays en 2018 et 2019. Dans ces conditions, on estime que l'output gap mondial va se fermer cette année pour la première fois depuis la grande crise financière.
- La disparition des excès de capacité devrait entraîner une remontée de l'inflation. Si le consensus s'accorde sur cet effet, son ampleur est en revanche très incertaine. D'un point de vue économique, c'est sans doute le risque le plus important dans la mesure où ni les agents économiques, ni les banques centrales ne sont préparés à une remontée rapide de l'inflation.

“ Les annonces récentes des banques centrales laissent entendre qu'elles préféreraient rester « derrière la courbe », au moins pendant un certain temps.”

Que feraient les banques centrales en cas de « surprise inflationniste » ?

Leur communication laisse à penser qu'elles seraient enclines à rester « derrière la courbe » et ce pour plusieurs raisons.

- Provoquer une remontée généralisée des taux d'intérêt précipiterait un durcissement généralisé des conditions monétaires et financières et des perturbations financières.

- Les agents endettés, fragilisés par l'augmentation des charges de la dette, seraient contraints de revoir à la baisse leurs dépenses, ce qui se traduirait par moins d'investissement et moins de consommation.
- Dans ces conditions, le cycle mondial se retournerait et l'inflation ne tarderait pas à ralentir de nouveau. Dit autrement, a posteriori la remontée des taux des BC apparaîtrait comme une erreur de politique monétaire.
- Un argument de nature théorique permet aux BC d'éviter de remonter brutalement leurs taux en cas de remontée soudaine de l'inflation. Dans la mesure où l'inflation est demeurée excessivement faible pendant une longue période, les BC peuvent, dans un premier temps, laisser l'inflation dépasser leur cible sans faire déraiser les anticipations d'inflation, le temps de compenser le manque d'inflation observé depuis la grande crise financière. En effet, leur mandat de stabilité des prix doit se lire sur l'ensemble d'un cycle. La BoJ a déjà communiqué en ce sens. Sur la période récente, Ben Bernanke a rouvert le débat aux États-Unis. Il faut aux BC de pédagogie pour expliquer leur stratégie. Car il est essentiel dans ce cas de continuer à ancrer les anticipations d'inflation des agents économiques.

Le point de vue des stratégestes

Des fondamentaux toujours robustes malgré l'accroissement de la volatilité

Le très bon début d'année des marchés actions vient d'être interrompu brutalement par une correction importante.

1. Les raisons de cette correction

Après la publication du dernier rapport sur le marché du travail américain, les signes de regain des tensions salariales ont déclenché des craintes inflationnistes, ainsi que le sentiment que la Fed allait se trouver dépassée: rapidement, le marché est devenu trop tendu et a réagi de manière désordonnée, les facteurs techniques déclenchant les mécanismes de « stop-loss ». L'accroissement de la volatilité pourrait être une tendance durable, qui correspond probablement à un retour après les niveaux extrêmement faibles observés ces dernières années. Pour l'heure, nous recommandons la prudence, mais nous pensons que les investisseurs doivent se tenir prêts à exploiter activement les opportunités qui naîtront de ces nouveaux accès de volatilité (tendance caractéristique d'une transition vers la fin du cycle financier).

2. Des fondamentaux toujours favorables

La correction récente du marché n'est pas justifiée par les fondamentaux macro- et microéconomiques. Nous attendons depuis longtemps des signes d'inflation des salaires, et leur apparition ne fait que confirmer nos perspectives positives pour l'économie. D'autre part, les craintes inflationnistes nous semblent déplacées, car le ruissellement de l'inflation des salaires sur les prix sous-jacents est limité. Dans ce contexte d'embellie économique, les entreprises ont publié des résultats solides, corroborant notre avis selon lequel le cycle des BPA sera décisif pour garantir la poursuite du mouvement haussier des actions. Par conséquent, les fondamentaux sont intacts.

GESTION DIVERSIFIÉE

Des opportunités de valeur relative de plus en plus nombreuses

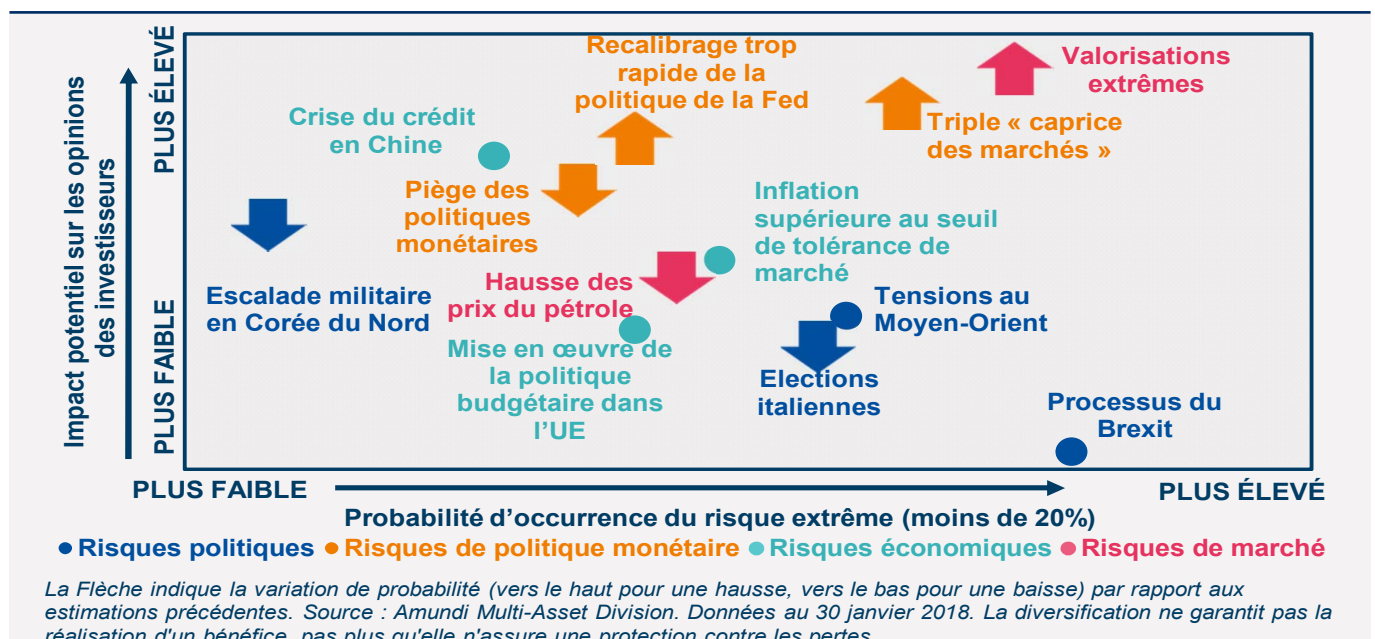
MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Nous préconisons toujours une transition en douceur entre la période de reflation des actifs et l'entrée dans une phase avancée du cycle financier ; de même, nous prôtons un rééquilibrage progressif des politiques monétaire et budgétaire. Les conditions financières restent avantageuses, mais la liquidité mondiale diminue compte tenu de la réduction prévue des bilans des banques centrales. Avec l'inflexion des mesures d'assouplissement quantitatif dans les pays développés et la hausse éventuelle des taux d'intérêt, 2018 verra probablement des rendements plus faibles et une volatilité accrue dans la plupart des catégories d'actifs. Les efforts des banques centrales pour maintenir la croissance, les anticipations d'inflation et la stabilité financière pourraient faire naître des déséquilibres financiers, ce qui constitue selon nous le risque principal. Nous entamons l'année avec un certain optimisme à l'égard des actifs risqués (notamment les actions) en raison des perspectives macroéconomiques favorables, du rebond des investissements et de la solidité des projections de croissance du BPA. Les valorisations élevées dans de nombreux segments nous incitent toutefois à la prudence. Dans ces conditions, nous recommandons de favoriser les opportunités de valeur relative par rapport aux stratégies directionnelles « risk-on/risk-off ». Des stratégies de couverture joueront également un rôle clé pour se prémunir contre la hausse future de la volatilité.

Des idées associées à des convictions fortes

Nous conservons notre appétit pour le risque, mais nous conseillons aux investisseurs d'être prêts à réduire et modifier leur allocation au risque en 2018. À court terme, le marché a corrigé par rapport à des niveaux surachetés, mais la volatilité pourrait bien s'installer. Parmi les actifs risqués, nous préférons toujours les actions, notamment européennes et japonaises, par rapport aux obligations d'entreprise à haut rendement. Sur les marchés obligataires, nous anticipons une hausse des taux allemands à la faveur de l'expansion économique actuelle. Compte tenu de son portage supérieur, nous restons favorables à l'égard du crédit européen (IG) que nous privilégions à la dette

Indice de force relative (RSI)



souveraine 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. Les points morts d'inflation de l'UE, des États-Unis et du Japon nous paraissent attrayants. Dans l'UE également, les anticipations d'inflation sur 10 ans sont toujours faibles au vu des données historiques et du taux d'inflation global; de plus, l'inflation sous-jacente reste faible. Aux États-Unis, la hausse des cours du pétrole pourrait entraîner une hausse temporaire de l'inflation, qui devrait toutefois se stabiliser autour de l'objectif de la Réserve fédérale américaine (Fed).

Nous identifions des opportunités de valeur relative sur la courbe des rendements de la Suède, qui devrait s'aplatir à mesure que la Riksbank durcit le ton, la conjoncture économique (croissance et inflation) étant solide et les taux négatifs. Le marché des changes nous semble également porteur d'opportunités, en particulier pour la paire couronne norvégienne/euro, compte tenu de la hausse des prix du pétrole et du durcissement du ton de la banque centrale norvégienne lors de sa réunion de décembre 2017. La livre sterling a bénéficié des espoirs liés à l'avancement des négociations sur le Brexit, mais nous anticipons une volatilité accrue et des pressions baissières à l'avenir.

“Des actifs risqués surachetés nécessitent une protection du capital à court terme.”

Risques et couverture

Les valorisations extrêmes de certains segments du marché constituent une source de préoccupation majeure. La correction que nous avons prévue a bien eu lieu, mais nous ne sommes pas à l'abri d'autres ajustements. Une réduction tactique du risque, des stratégies optionnelles et des réserves de liquidité suffisantes devraient atténuer les effets des corrections temporaires, mais il existe des facteurs d'aggravation possibles (via les ETF ou en raison de titres surachetés). Une exposition à l'or devrait protéger les investisseurs en cas d'escalade des tensions géopolitiques (Moyen-Orient, Corée du Nord), mais également de repli des marchés obligataires si les banques centrales interrompent trop rapidement leurs mesures de relance monétaire. Les obligations indexées sur l'inflation et les actifs réels en général devraient offrir une protection contre une hausse inattendue et prolongée de l'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le portage au centre des stratégies en 2018

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

Évaluation globale

Les marchés commencent à intégrer le durcissement des politiques monétaires ainsi que la hausse progressive des anticipations d'inflation: les bons du Trésor à deux ans ont dépassé le seuil psychologique de 2 % (un niveau qui n'avait pas été observé depuis la faillite de Lehman Brothers). Avec l'adoption de la réforme fiscale américaine, nous pensons que la Fed relèvera ses taux à trois reprises en 2018. Cette dernière devrait poursuivre le retrait progressif de ses mesures de relance monétaire, avec le risque d'être en décalage par rapport à la courbe si la conjoncture économique s'améliore davantage. De nouvelles annonces de la BCE (p. ex., révision de la *forward guidance*) et de la BoJ (révision de l'objectif de rendement pour l'emprunt d'État à 10 ans) pourraient élever la volatilité sur les marchés obligataires. Dans ce contexte, la flexibilité et la diversification des sources de performance seront cruciales, de même que la recherche des meilleures opportunités de portage. Les investisseurs actifs pourront tirer parti d'opportunités de valeur relative, tandis que les stratégies directionnelles « *risk-on/risk-off* » devraient être moins porteuses.

Obligations d'État des marchés développés

Dans un contexte de rendements nuls, voire négatifs, des emprunts d'État des principaux pays, nous recommandons une sous-exposition à la duration dans la zone euro et aux États-Unis. Nous avons en outre une opinion négative sur les obligations d'État britanniques et japonaises compte tenu de valorisations inopportunes.

Nous décelons des poches de valeur dans les marchés périphériques européens. Au niveau des taux, la courbe américaine commence à se pentifier sous l'effet de la réévaluation des anticipations d'inflation aux États-Unis.

Obligations d'entreprise des marchés développés

La demande reste forte, portée par la conjoncture économique favorable. Les fondamentaux des entreprises semblent sains, de nombreuses entreprises affichant des bilans équilibrés. Les entreprises ont tiré parti des coûts de financement historiquement bas pour refinancer leurs dettes, ce qui devrait améliorer les ratios de couverture des intérêts. Le portage devrait être le principal moteur de performance en 2018 dans la mesure où les *spreads* sont déjà très resserrés. La dette subordonnée des entreprises financières et non financières est attrayante. Les obligations à haut rendement peuvent également offrir des opportunités, tandis que les obligations convertibles peuvent constituer une source de diversification dans le secteur des produits de taux. Aux États-Unis, les obligations d'entreprise ne sont que modérément intéressantes, dans un contexte de stabilité relative des fondamentaux. Les titres à haut rendement, y compris les prêts bancaires, recèlent quelques opportunités, les *spreads* inférieurs à la moyenne résultant en partie des taux de défaut très faibles. La sélection de titres joue cependant un rôle de plus en plus important.

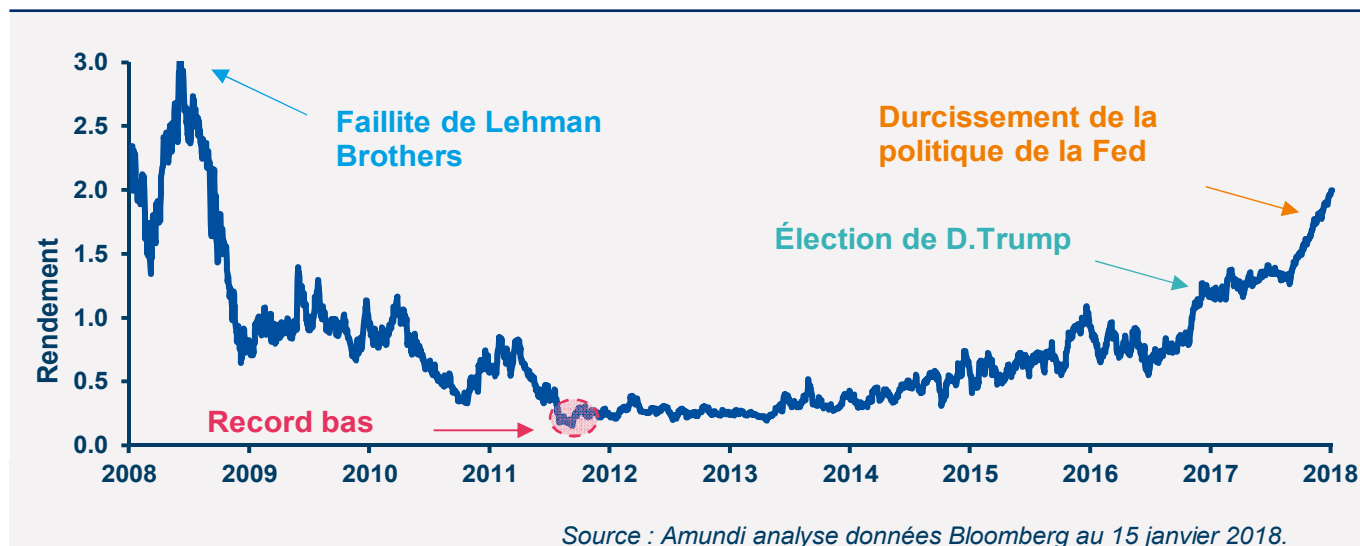
“Au vu de la normalisation de la politique monétaire et des *spreads* inférieurs aux moyennes historiques, le portage sera prépondérant en 2018.”

Obligations émergentes

Le portage devrait également occuper le devant de la scène des obligations émergentes en 2018. Les élections vont rythmer l'actualité de l'année, en particulier dans les principaux pays d'Amérique latine (Mexique, Brésil et Colombie notamment), de même que l'évolution de la politique de la Fed. Nous sommes plus optimistes à l'égard des obligations en devise locale, qui affichent des performances supérieures. Les obligations d'entreprise émergentes (duration courte) peuvent offrir des opportunités, tandis que les bénéfiques poursuivent leur rebond dans un contexte de faiblesse des taux de défaut. Sur le plan de la dette souveraine, nous sommes récemment devenus plus optimistes à l'égard du Brésil et de l'Argentine, qui affichent une dynamique économique plus soutenue et où le risque politique s'est normalisé (Argentine) ou va se normaliser (Brésil).

Portage: stratégie d'investissement consistant à emprunter à un taux d'intérêt faible et à placer la somme dans un actif offrant un taux de rendement plus élevé. *Duration*: mesure de la sensibilité du prix (valeur du principal) d'une obligation en cas de variation des taux d'intérêt, exprimée en nombre d'années.

Bons du Trésor à deux ans



ACTIONS

Une pause est la bienvenue dans un marché haussier

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

Évaluation globale

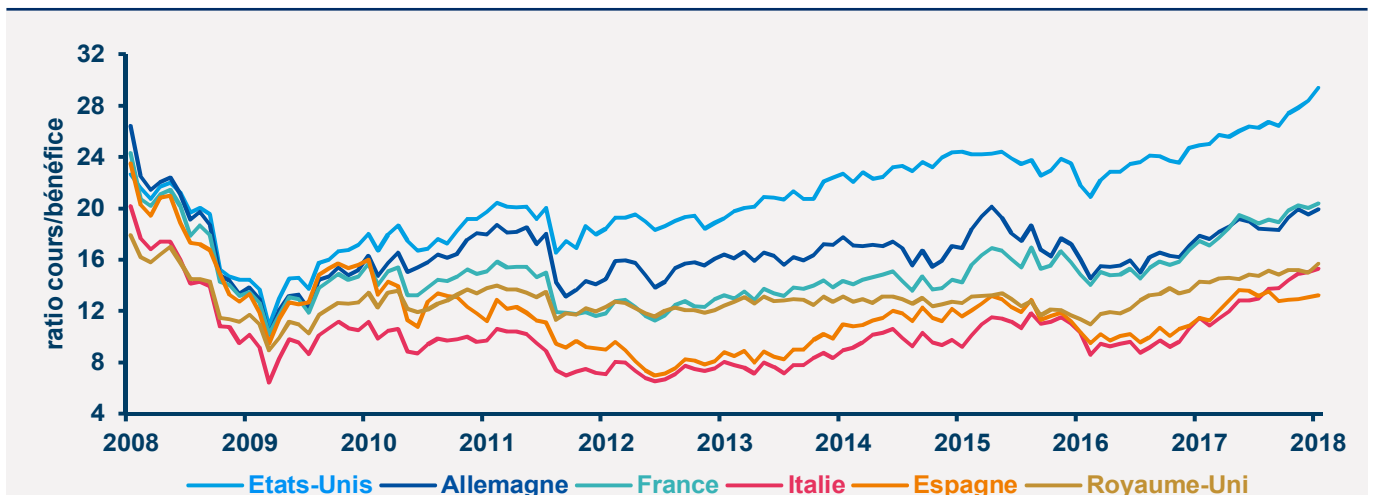
La pause que nous anticipions a fini par arriver, créant de nouvelles opportunités pour s'exposer au marché à des niveaux plus sains. Le début d'année en trombe des marchés actions a reflété la confiance des investisseurs à l'égard des perspectives économiques dans un contexte de croissance mondiale (toujours plus) solide. Le rebond des dépenses d'investissement est une thématique émergente qui pourrait soutenir ultérieurement les marchés. Les fondamentaux du marché sont toujours très positifs, mais la prudence est de mise car d'autres corrections sont encore possibles. La pérennité des bénéfices va rester un point d'attention majeur durant cette phase.

“Optimisme du marché vis-à-vis de la croissance des bénéfices : la complaisance du marché est le principal risque.”

Europe

Après une période de sous-performance relative par rapport aux autres marchés développés au second semestre 2017, les actions européennes devraient reprendre le devant de la scène, portées par un cercle vertueux associant des perspectives économiques de mieux en mieux orientées, une croissance du BPA favorable, une hausse des dépenses d'investissement et des fusions-acquisitions dynamiques (grandes et moyennes capitalisations). Nous privilégions toujours les thématiques cycliques et les situations spécifiques. Si la poursuite de l'appréciation de l'euro constitue un risque, celui-ci devrait être compensé par les facteurs positifs susmentionnés. Nous tablons donc sur une croissance du BPA stable à environ 10 % en 2018.

Ratio cours/bénéfices (PER) de Shiller aux États-Unis et en Europe



Source : Recherche Amundi, Datastream. Données au 16 janvier 2018.

États-Unis

Les risques qui pèsent sur les actions américaines relèvent toujours plus de difficultés tactiques que des fondamentaux. Le BPA progresse très fortement aux États-Unis et la réforme fiscale devrait intensifier cette tendance, car ses effets ne nous semblent pas pleinement intégrés dans les prévisions de BPA, ce qui suggère que des révisions à la hausse restent possibles au premier semestre. Certains segments du marché, notamment les valeurs de croissance, sont très onéreux, mais des opportunités subsistent du côté des valeurs de rendement, lesquelles sont soutenues par l'accélération de la croissance des bénéficiaires à la faveur de la réforme fiscale et du dynamisme du PIB nominal.

La réforme fiscale confère également un potentiel haussier supplémentaire à certains titres des secteurs de la grande consommation et de la distribution, dont les valorisations reflètent des modèles économiques dépassés. La thématique de la remise en état et de la rénovation de logements est solide et prend de l'ampleur tout en offrant des valorisations toujours attrayantes. En raison du prolongement du cycle haussier malgré la correction récente, la sélection d'actions et la rotation sectorielle sont cruciales pour éviter le surachat et privilégier les titres de qualité à des prix raisonnables.

Marchés émergents

La saison de publication des résultats du troisième trimestre s'est achevée sur un bon *momentum*. Les flux d'investissement sont de retour et pourraient augmenter davantage avec les perspectives bénéficiaires favorables liées à la croissance mondiale synchronisée et à la hausse de la productivité. Les valorisations sont relativement attrayantes par rapport aux marchés développés. L'Asie offre les opportunités les plus intéressantes (le marché chinois est attrayant, tandis que le marché indien est un peu onéreux), suivie de la région EMEA (en lien avec la thématique de la reprise européenne). L'Amérique latine est exposée aux risques liés aux négociations de l'ALENA et au calendrier électoral bien rempli de 2018. Les perspectives des matières premières pourraient éclaircir ce tableau. Au Brésil, les thématiques liées à la reprise économique lente, mais régulière, peuvent se révéler judicieuses.

Sur le plan sectoriel, dans les marchés émergents, nous privilégions les valeurs cycliques (en particulier les financières et les valeurs technologiques) par rapport aux valeurs défensives. Les prévisions de BPA restent favorables pour le secteur technologique, mais ce contexte porteur devrait également concerner d'autres secteurs (tels que les biens de consommation cyclique) en 2018.

ACTIFS RÉELS

La Directive Solvency II devrait soutenir les investissements en infrastructures

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

Une étape importante pour les investissements dans les infrastructures

En Europe, les investissements dans les infrastructures ont pâti de la crise économique et ont depuis affiché une croissance inférieure à celle enregistrée dans les autres économies développées. Pour stimuler les investissements à long terme dans les projets d'infrastructures européens, la Commission européenne a adopté une modification du Règlement délégué Solvabilité II visant à abaisser le capital de solvabilité requis (SCR) jusqu'à 30 % pour les investissements en infrastructures à long terme éligibles des compagnies d'assurance, selon la « formule standard » de Solvabilité II¹. Les nouvelles règles pourraient impliquer une réduction de près de 30 % de l'exigence de fonds propres liée aux investissements dans des projets d'infrastructures.

¹ La Directive Solvency II définit une formule standard pour le calcul du capital de solvabilité requis (SCR) afin de refléter le profil de risque de la plupart des compagnies d'assurance et de réassurance. Cette formule se caractérise par une structure modulaire, c'est-à-dire que l'exposition à chaque type de risque est évaluée distinctement, avant de regrouper l'ensemble des expositions.

Une opportunité d'investissement pour les assureurs européens

La faiblesse des taux d'intérêt a conduit les investisseurs institutionnels à rechercher des placements offrant des performances supérieures à celles de la dette souveraine et des obligations d'entreprise à haut rendement, associées à une source de revenus stable. Dans ce contexte, les infrastructures peuvent constituer une alternative fondée davantage sur l'arbitrage entre rendement et liquidité que sur l'équilibre entre rendement et risque. Cette option est particulièrement judicieuse pour les compagnies d'assurance compte tenu de leurs passifs illiquides. Ces dernières peuvent donc intégrer, dans des proportions raisonnables, un plus grand nombre d'actifs moins liquides à leurs portefeuilles, ce qui les aidera à atteindre leur objectif de performance. À long terme, des flux de trésorerie stables se révèlent plus attrayants que des gains à court terme. La diversification est également un facteur important, d'une part par rapport aux autres risques d'investissement, et d'autre part compte tenu des risques de tarification des primes de risque supportées par les assureurs. Les autorités réglementaires évaluent les risques liés aux infrastructures de façon plus favorable que pour les autres actifs. Parce qu'elles sont protégées par la réglementation ainsi que par les volumes et les coûts, les infrastructures peuvent générer des flux de trésorerie plus sûrs que les autres actifs. Ce profil de risque attrayant est la raison d'être des normes prudentielles préférentielles.

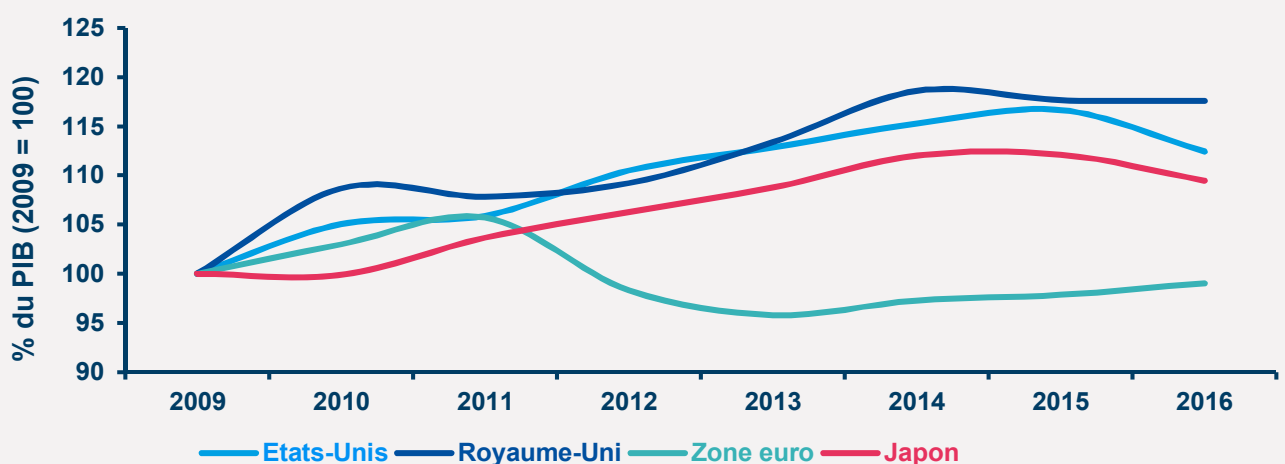
“Le règlement délégué Solvabilité II devrait stimuler davantage les investissements à long terme dans les infrastructures.”

Quelles sont les menaces potentielles ?

Pour qu'un investissement soit éligible à ces conditions prudentielles favorables, les projets d'infrastructures privées devront satisfaire à une longue liste de critères d'éligibilité visant à protéger les investisseurs ; ces critères concernent à la fois les perspectives de revenus liées au projet d'infrastructure et la sécurité du montage financier pour les investisseurs, ainsi que la capacité de l'assureur à évaluer les risques de ses investissements. Finalement, la décision d'appliquer ou non un capital de solvabilité requis (SCR) de 30 % incombe à l'assureur sous le contrôle de l'autorité nationale de surveillance. En conséquence, il est encore plus difficile pour les compagnies de bénéficier de ces avantages prudentiels dans la mesure où leurs conditions de mise en œuvre sont sujettes à interprétation, ce qui constitue une vraie difficulté. Les compagnies d'assurance peuvent craindre que les nouveaux investissements en infrastructures choisis par les fonds d'investissement ne répondent pas pleinement aux exigences réglementaires.

Pour surmonter ces obstacles, nous pensons que les investisseurs doivent envisager de collaborer avec des experts industriels afin d'accéder aux projets d'infrastructures et d'accroître la diversification de leurs portefeuilles, ainsi qu'avec des professionnels en mesure de leur garantir la conformité de leurs placements à la réglementation en vigueur.

Évolution de la formation brute de capital fixe depuis la crise



Source : Amundi selon données Banque Mondiale. Données au 16 janvier 2018.

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	Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs		
			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, au 16 janvier 2018. 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

L'Italie en 2018: amélioration des perspectives économiques et incertitude entourant l'élection

ANDREA BRASILI, Recherche macroéconomique

L'essentiel

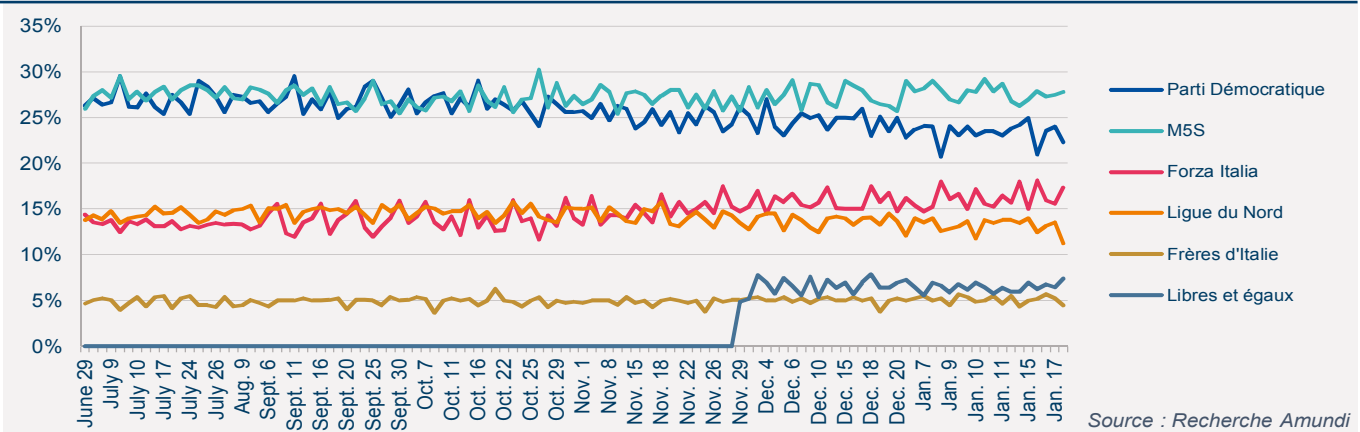
Les élections législatives italiennes auront lieu le 4 mars. D'après les sondages, l'issue la plus probable est celle d'un parlement sans majorité. La suite n'est pas évidente à imaginer, mais l'Italie a l'habitude des gouvernements « non politiques », autrement dit qui ne sont pas directement sortis des urnes. Les programmes électoraux suscitent des inquiétudes quant à leurs conséquences sur les comptes publics; cependant, les candidats adoucissent leurs postures les plus radicales. De plus, l'amélioration de l'économie (caractérisée par un accroissement constant de sa compétitivité) et la probabilité d'un résultat électoral contrasté permettent d'envisager une sorte de continuité des axes politiques. L'accélération structurelle de la croissance peut ouvrir la voie à une tendance baissière du ratio dette/PIB, une issue qui serait favorable aux marchés et réduirait le risque pays.

Sondages

Les élections législatives italiennes auront lieu le 4 mars, et c'est bien la seule certitude que l'on puisse avoir à ce sujet. D'après les sondages, l'issue la plus probable demeure celle d'un parlement sans majorité. La coalition de centre-droite (Forza Italia (FI), le parti de Silvio Berlusconi, la Ligue du Nord, son principal allié, et Frères d'Italie) domine toujours les intentions de vote avec entre 35 % et 39 % selon les sondages, et a même opéré une nouvelle remontée depuis peu, mais n'atteint toujours pas le seuil de 40 % qui pourrait garantir une majorité suffisante pour gouverner. Le mouvement populiste et eurosceptique 5 Étoiles sera probablement le parti le plus victorieux, avec un résultat oscillant entre 26 % et 29 % des suffrages, mais ses représentants affirment qu'ils n'essaieront pas de former une coalition après l'élection (soulignons également que leur discours quant à la sortie de l'Europe s'est nettement adouci). La gauche est divisée, et le Parti démocrate de Matteo Renzi est crédité de 22 % à 25 % des intentions de vote, voire 25 % à 28 % avec le soutien d'alliés minoritaires. Il existe une infime possibilité pour que la combinaison des systèmes de proportionnelle et de majorité uninominale à un tour permette au centre-droite d'obtenir une majorité suffisante, mais le plus probable est qu'aucun des trois grands groupes en lice ne soit en mesure de former seul un gouvernement.

“D'après les sondages, l'issue la plus probable demeure celle d'un parlement sans majorité.”

1/Sondages sur l'élection italienne



Source : Recherche Amundi

La suite n'est pas évidente à imaginer, mais l'Italie a l'habitude des gouvernements « non politiques », autrement dit qui ne sont pas directement sortis des urnes. Le Président Sergio Mattarella cherchera donc à trouver un accord entre les candidats et à créer un nouveau gouvernement.

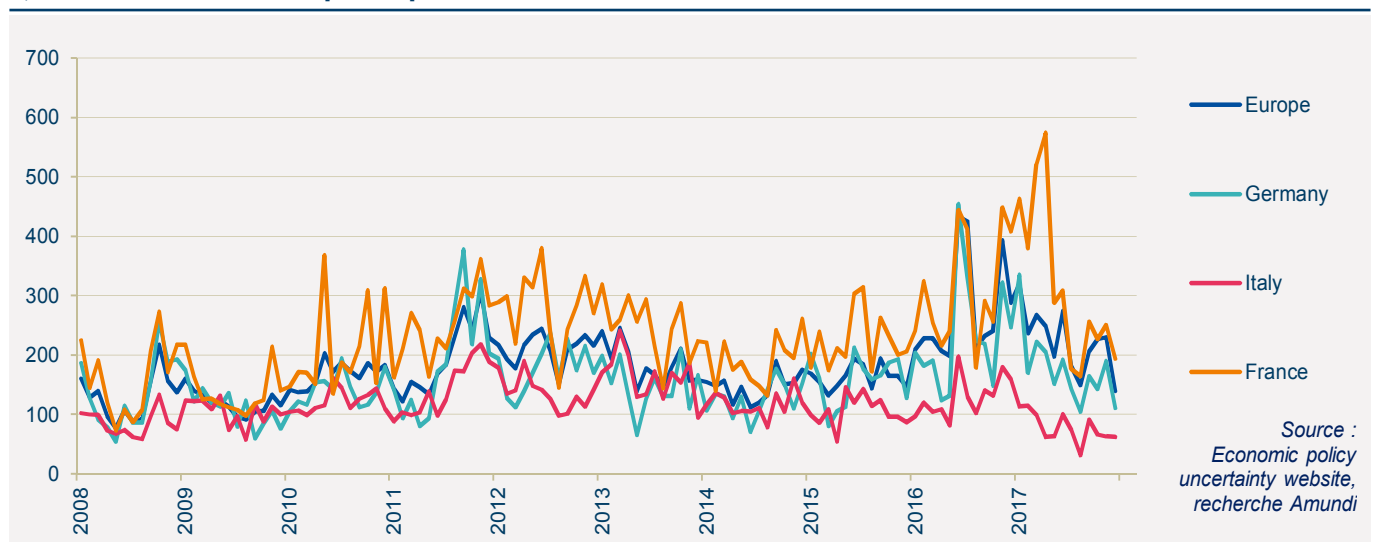
Dans ce cas, il est également possible que Paolo Gentiloni, le Premier ministre intérimaire de l'Italie (qui, de facto, était déjà considéré comme une sorte de « soignant » au chevet du pays au moment de sa nomination, ce qui lui vaut une certaine sympathie de l'opinion publique) reste en poste.

Le risque qui effraie le plus le marché est celui d'une victoire nette du parti 5 Étoiles ou M5S (un mouvement populiste, *anti-establishment* et eurosceptique), mais ce risque est extrêmement faible. Il est aussi difficile d'imaginer que M5S puisse former une coalition (après les résultats de l'élection) avec les autres eurosceptiques de la scène politique italienne, à savoir la Ligue du Nord, car le total des sièges (dont ils sont crédités) ne leur donnera pas la majorité.

Comme dans beaucoup de pays, les électeurs sont de plus en plus mécontents de la politique et les dernières élections ont montré une hausse constante de l'abstention.

Il faut cependant préciser que malgré l'absence de clarté des différentes issues possibles, les indicateurs d'incertitude des politiques économiques¹, comme celui représenté dans le graphique ci-dessous, n'ont pas enregistré de pic récent en Italie (alors que c'est le cas en France et, dans une moindre mesure, en Allemagne).

2/Indice d'incertitude politique



De plus, à l'heure actuelle le sentiment du marché est en situation de déni des risques : les actions italiennes surperforment le reste de l'Europe (depuis le début de l'année, l'indice FTSE MIB est en hausse de 5,2 % contre -1,1 % pour l'EuroStoxx, principalement sous l'impulsion des petites et moyennes capitalisations, qui bénéficient d'avantages fiscaux offerts aux investisseurs) et le *spread* entre le BTP et le Bund demeure relativement bien ancré à 145 pb en moyenne depuis novembre 2017 (il est même resté inférieur à 130 pb ces deux dernières semaines, malgré la hausse du rendement allemand).

Programmes électoraux

Il est difficile de résumer les grandes propositions des différents partis, mais concentrons-nous au moins sur les positions les plus médiatisées des trois principaux blocs et sur celles qui peuvent avoir le plus de conséquences sur l'économie.

Le M5S est partisan depuis longtemps d'un revenu minimum de « citoyenneté » pouvant être perçu même au chômage, et associé à un renforcement des politiques actives de type « flexi-sécurité » sur le marché du travail. Son programme promet également d'augmenter le minimum vieillesse et, dans une large mesure, les dépenses publiques (en mettant explicitement en avant la nécessité d'utiliser le déficit) afin de donner son envol à une nouvelle économie circulaire et de promouvoir la décarbonisation. Enfin, le mouvement M5S prône la mise en place de mesures destinées à soutenir les familles et la natalité.

Le programme de Silvio Berlusconi n'est pas très éloigné de celui qu'il présentait il y a 20 ans. Réductions d'impôts et de la bureaucratie (notamment des règles et contraintes relatives à l'euro et à l'appartenance

¹ L'indicateur présenté est celui calculé par <http://www.policyuncertainty.com/>

à l'Europe). Les deux mesures phares seraient la création d'un impôt forfaitaire sur le revenu personnel et l'abrogation de la réforme des retraites opérée en 2012 (loi de Fornero).

Le Parti démocrate entend poursuivre sur la voie de ces dernières années, en particulier concernant la réduction des charges salariales. La principale nouveauté de son programme est la création d'un salaire minimal (qui n'existe actuellement pas en Italie), accompagnée de mesures pour améliorer la qualité de l'emploi (suite au succès des initiatives visant à augmenter la quantité d'emplois depuis plusieurs années).

Les élections s'approchant, certains candidats adoucissent leurs positions les plus radicales. Ainsi, le M5S semble avoir considérablement revu son idée sur l'Europe (jusqu'à il y a un an, le mouvement prônait la conduite d'un référendum sur l'euro) et sur les possibilités d'alliance. De la même façon, Silvio Berlusconi a assoupli son discours à l'égard de la réforme des retraites de 2012 (loi de Fornero), entrant cependant en conflit avec son principal allié, la Ligue du Nord, qui demeure plus intransigeante.

Perspectives

Inutile de préciser qu'un grand nombre de ces propositions sont incompatibles avec la nécessité pour l'Italie (elle n'a pas d'autre choix) de conserver un solde primaire important et d'espérer garder une bonne trajectoire de croissance pour réduire sa dette publique.

Dans sa conférence de presse du 25 janvier, Mario Draghi a expliqué simplement et fermement que dans une phase du cycle aussi favorable, les pays endettés² devaient en profiter pour constituer des réserves budgétaires qui leur permettent de résister pendant les prochains moments durs.

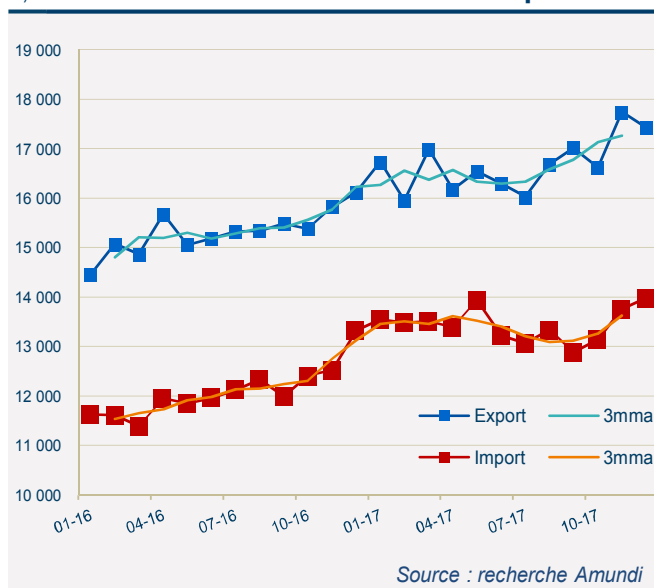
Interrogé au sujet des programmes, Carlo Cottarelli, l'ancien directeur de la division des affaires budgétaires du FMI et ex-commissaire à la réforme des dépenses publiques en Italie, a déclaré que cette fois, il fallait espérer qu'aucun parti ne tienne ses promesses après les élections.

La vérité est que l'Italie n'a pas les moyens de mener une politique budgétaire expansionniste (de plus, elle en serait empêchée par la Commission européenne et l'Eurogroupe). Maintenant que le pays semble à nouveau capable de créer de la croissance, il peut entamer une trajectoire de réduction de sa dette sans que les efforts soient trop douloureux (mais aussi sans politique budgétaire généreuse). Il est certain que ce type de configuration peut installer un cercle vertueux, dans lequel le risque pays diminuera et les actifs italiens seront réévalués à la hausse.

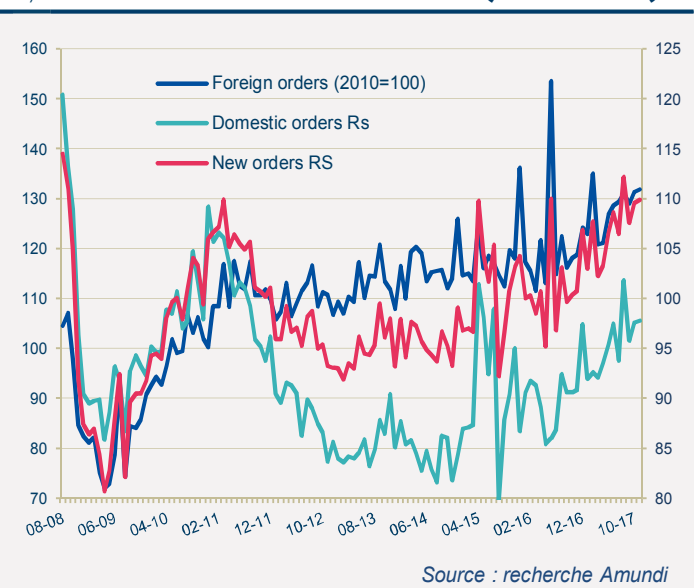
Économie

L'économie italienne se porte bien. En dehors d'une certaine volatilité (naturelle), il semble qu'une croissance de 0,3 % à 0,4 % par trimestre soit à portée de main, et c'est une bonne nouvelle pour un pays dans lequel la productivité totale des facteurs a baissé entre 1995 et 2016.

3/ Italie : commerce hors Union européenne



4/ Italie : carnets de commandes (2010 = 100)



² Il répondait à la question d'un journaliste italien, donc c'est bien l'Italie qui était visée même si Mario Draghi a employé une formule plus générale.

Récemment, dans un Thematic Paper (Italie: la croissance est de retour³), nous avons étudié les éléments confirmant une amélioration structurelle de l'économie italienne, et la meilleure preuve « quantitative » de cette amélioration est probablement le regain de compétitivité du pays à l'international. En 2017, la balance commerciale italienne avec les pays en dehors de l'Union européenne affichait un excédent de 39,2 milliards d'euros, comme en 2016; mais en excluant les produits liés à l'énergie, ce solde atteint 71,9 milliards d'euros contre 65,6 milliards en 2016, malgré une demande intérieure plus forte que l'année précédente. Au vu du degré élevé de la confiance et de la solidité des carnets de commandes du secteur manufacturier, il est probable que cette dynamique soutenue se maintienne en 2018.

Conclusion

L'issue des élections est très incertaine, et les programmes ne sont pas entièrement rassurants. Toutefois, rappelons que les candidats assouplissent leurs positions les plus radicales et que les élections déboucheront le plus probablement sur une sorte de gouvernement technique ou de grande coalition. Compte tenu de la bonne dynamique de l'économie, on a du mal à croire qu'un nouveau gouvernement, quel qu'il soit, puisse faire dérailler la croissance.

³ <http://research-center.amundi.com/page/Article/Thematic-paper/2017/12/Italy-back-to-growth>

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 | Les baisses d'impôts votées par le Congrès en décembre vont stimuler la croissance. Une mauvaise interprétation des intentions de la Fed est depuis longtemps maintenant un facteur de risque important. Avec une croissance du PIB réel nettement 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 en raison de 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 les marchés émergents. Cette situation favoriserait l'écartement des *spreads* de taux entre Europe et États-Unis. Le marché escompte désormais les 3 hausses de taux directeurs que nous anticipons cette année. Il suffirait que l'inflation sous-jacente ou les salaires accélèrent plus nettement et que la croissance devienne encore plus vigoureuse 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 il y a encore un an), mais le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est exorbitant. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier a néanmoins commencé à se replier (en % du PIB). Même si cette évolution est timide, elle est de bon augure. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée, qui bénéficie actuellement du regain de vigueur de la croissance du PIB nominal. 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 hard landing lié à un 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, impact sur le commerce régional et mondial et donc 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

75 %
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 de Brexit retenu. 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 R-U 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 R-U 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 se fait moins forte avec la période de transition de 21 mois qui se dessine (jusqu'à fin 2020), les négociations commerciales s'annoncent tendues cette année. Dans le cas où les dispositions seraient in fine défavorables au R-U, on assisterait à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et de la croissance tendancielle du PIB 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 à 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 complexe sur le plan géopolitique: Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, Sunnites vs. Chiites, Arabie vs. Iran. La liste est longue et ce sont autant d'éléments qui ont tendu et fragilisé les relations diplomatiques entre pays. Il ne faut pas s'attendre à une résolution rapide des problèmes et des conflits en cours. Pour intégrer les risques géopolitiques de façon permanente dans les constructions de portefeuilles, il faut systématiquement envisager des stratégies de macro-hedging.

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, par nature, se matérialisent souvent de façon imprévisible. 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? Nul ne le sait vraiment mais il est fort probable que cela s'avère 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 très 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 restera dynamique en 2018 et 2019. 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 indiquent un rythme de croissance très supérieur au potentiel. La demande domestique est restée particulièrement soutenue au T4 et semble accélérer davantage 1^{er} trimestre. Le maintien de conditions monétaires et financières accommodantes (malgré la hausse attendue du taux des fed funds) et le stimulus fiscal voté en décembre sont des facteurs de soutien qui diminuent très nettement le risque de récession à l'horizon de 2018 et 2019. On note un début d'accélération des salaires (+2,9 % en glissement annuel): cela devait se produire dans une économie qui est proche du plein-emploi.
- **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, cf. article sur ce sujet dans cette édition). 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 2019. 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 un rythme de croissance inférieur au potentiel en 2018-2019 à 1,5 % 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 est essentiellement domestique et gérable. Nous tablons sur une décélération très graduelle de la croissance et sur 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 (les salaires devraient accélérer davantage) 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 68\$ (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 ont été votées (entre autres mesures) par le Congrès en décembre 2017 sont effectives, 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 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^{er} 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 brutal 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^e 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^{er} semestre ne ferait pas long feu. Risque accru de « boom/bust » (i.e. le *bust* après le *boom*).

Contexte macroéconomique

		Facteurs de risque
Amériques	États-Unis <ul style="list-style-type: none"> Le « shutdown » des services publics a été bref et ne devrait pas affecter l'économie du 1^{er} trimestre. La croissance américaine devrait être largement supérieure à son potentiel en 2018. Les indicateurs coïncidents et les enquêtes demeurent bien orientés et la loi sur la fiscalité et l'emploi devrait doper les dépenses des ménages et les investissements des entreprises. Le marché du travail continue de s'améliorer et les salaires commencent à accélérer. Dans ce contexte, l'inflation devrait remonter progressivement. Il est possible que le taux d'inflation dépasse temporairement la cible de la Fed. Nous tablons sur trois relèvements de 25 pb des taux directeurs en 2018. 	<ul style="list-style-type: none"> Plafond de la dette: limite d'endettement jusqu'à fin mars 2018 Risque protectionniste: négociation sur l'ALENA Risque sur l'inflation: économie au plein-emploi
	Brésil <p>La reprise se confirme et les perturbations liées aux élections deviennent plus présentes</p> <ul style="list-style-type: none"> La croissance économique du Brésil résiste bien. Les dépenses des ménages sont soutenues par la hausse sensible des salaires réels et par le rebond de l'activité de crédit. La production industrielle de biens d'équipement s'accélère, corroborant une augmentation des dépenses d'investissement, et le crédit aux entreprises privées semble avoir atteint un plancher. L'inflation est toujours contenue sous l'effet des prix alimentaires, tandis que les composantes liées aux transports et au logement rebondissent. Concernant les élections législatives à venir, un consensus se forme autour de l'impossibilité pour Lula de se représenter à la suite de sa condamnation récente pour corruption (désormais en procédure d'appel). 	<ul style="list-style-type: none"> Dérive budgétaire Hausse des risques politiques à l'approche de l'élection présidentielle
Europe	Zone euro <p>La reprise continue et conserve du potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> La série de bonnes surprises continue, la croissance du T4 2017 a atteint +0,6 % et les indicateurs du climat des affaires sont très bien orientés début 2018. La zone euro bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement, fin de l'austérité, baisse du risque politique, forte croissance aux États-Unis et en Asie). L'inflation sous-jacente reste faible. L'appréciation de l'euro ne remet pas, pour l'heure, la reprise en péril, mais une poursuite trop rapide de la hausse constituerait un frein sérieux. Sur le plan politique, la recherche d'une coalition de gouvernement en Allemagne, la crise en Catalogne et l'approche des élections italiennes ne génèrent pas de risque systémique. 	<ul style="list-style-type: none"> Surréaction de l'euro Risque politique (montée des partis anti-euro en Italie) Risques externes
	Royaume-Uni <p>Croissance ralentie par l'incertitude à propos des modalités du Brexit</p> <ul style="list-style-type: none"> 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. La négociation d'une période de transition devrait limiter le choc immédiat du Brexit. Cependant, la visibilité sur le futur cadre des relations commerciales avec l'UE est nulle et la situation politique interne reste très tendue (pas de majorité parlementaire du Parti Conservateur, très fortes divisions au sein de ce parti concernant le Brexit). 	<ul style="list-style-type: none"> Vers des négociations tendues avec l'UE Le déficit courant reste très élevé
	Chine <ul style="list-style-type: none"> Les données du T4 démontrent la résistance de l'économie. La croissance nominale s'est maintenue au-dessus de 10 %, soutenue par la poursuite des initiatives de réduction de l'offre. Une partie de l'activité dans l'industrie et la construction a ralenti sous l'effet des mesures de lutte contre la pollution, mais ce tassement est compensé par une accélération dans les services, tandis que les exportations et la production manufacturière haut de gamme sont restées vigoureuses. Le secteur immobilier résiste mieux que prévu. Plus qu'un simple affaiblissement du USD, le raffermissement récent du RMB reflète une amélioration des anticipations, notamment au niveau local. Le risque sur la devise demeure haussier. Les responsables chinois ont encouragé les réformes lors du Forum économique mondial. 	<ul style="list-style-type: none"> Faux pas politiques dans la gestion de la politique structurelle Tensions géopolitiques avec la crise entre la Corée du Nord et les États-Unis Surveiller la politique commerciale de Trump à l'issue des dernières mesures prises
Asie	Inde <p>Ralentissement de la croissance au T4 2017 (année calendaire)</p> <ul style="list-style-type: none"> La reprise au T4 2017 a été moins forte qu'attendu. Outre un effet de base évident lié à la démonétisation de novembre 2016, les investissements privés sont restés relativement faibles (projets et réalisations). Nous avons révisé à la baisse notre prévision de croissance du PIB sur l'année calendaire 2017 à 6,9 % vs 7,2 % précédemment. La loi budgétaire pour 2019 marque une pause dans la consolidation avec des mesures de soutien aux secteurs les plus pénalisés. L'inflation dépasse les anticipations et les risques restent haussiers. Nous tablons sur un statu quo de la RBI. 	<ul style="list-style-type: none"> L'inflation progresse plus vite que prévu. Statu quo de la RBI Dérive budgétaire confirmée
	Japon <p>Vers la plus longue phase d'expansion depuis le début des années 60</p> <ul style="list-style-type: none"> L'expansion se poursuit tirée par l'investissement (qui bénéficie de profits très solides) et les exportations (tirées par la vigueur du commerce mondial). Nous anticipons que la croissance restera supérieure au potentiel en 2018 et 2019. L'enquête Tankan est au plus haut depuis 11 ans (grandes entreprises) et depuis 26 ans (pour les petites). Le taux de chômage est au plus bas depuis 24 ans et le ratio offre sur demandes d'emploi est à son plus haut niveau depuis 1974. Les entreprises anticipent des prix de vente plus élevés. Les plans d'investissement restent supérieurs à la moyenne historique. Le gouvernement encourage les entreprises à augmenter les salaires de plus de 3 % lors des négociations du printemps. 	<ul style="list-style-type: none"> Rebond récent du yen: une appréciation supplémentaire peserait sur la confiance Risques géopolitiques dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord

Prévisions macroéconomiques et financières

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

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	1,50	2,00	1,90	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					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,16	2,00/2,20	2,40	2,20/2,40	2,53
Allemagne	-0,53	-0,60/-0,40	-0,33	-0,40/-0,20	-0,18
Japon	-0,12	-0,20/-0,00	-0,10	-0,20/-0,00	-0,07
Royaume-Uni	0,65	0,40/0,60	0,87	0,40/0,60	0,98

Taux 10 ans					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,73	2,40/2,60	2,82	2,60/2,80	2,87
Allemagne	0,72	0,80/1,00	0,83	0,80/1,00	0,95
Japon	0,10	0	0,15	0	0,21
Royaume-Uni	1,52	1,40/1,60	1,68	1,40/1,60	1,76

Prévisions de change					
	01/02/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,25	1,25	1,20	1,25	1,24
USD/JPY	109	112,00	112,50	115,00	110,00
EUR/GBP	0,88	0,95	0,88	0,95	0,91
EUR/CHF	1,16	1,20	1,16	1,20	1,18
EUR/NOK	9,58	9,40	9,30	9,20	9,20
EUR/SEK	9,82	9,70	9,44	9,50	9,35
USD/CAD	1,23	1,25	1,25	1,20	1,23
AUD/USD	0,80	0,75	0,79	0,75	0,80
NZD/USD	0,74	0,70	0,72	0,70	0,73
USD/CNY	6,30	6,30	6,50	6,30	6,45

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

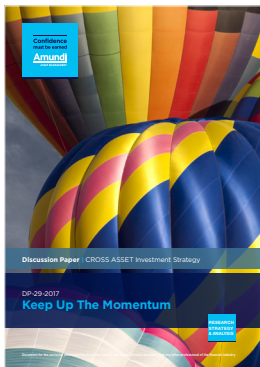
Understanding the Momentum Risk Premium

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



Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUIZ — Stratégie Crédit

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

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield****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).

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.

Société anonyme au capital de 1086262605 € — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images — neneos, piola666

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