

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**COUP DE SEMONCE POUR LES MARCHÉS.
LA VIGILANCE RESTE DE MISE**

LE THÈME DU MOIS

**IMPACT DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE
AMÉRICAINNE SUR LA CROISSANCE,
LES MARCHÉS OBLIGATAIRES ET LE DOLLAR**

RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS

VUES DES CIO

Coup de semonce pour les marchés. La vigilance reste de mise

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Le pic de volatilité en février a représenté un **net coup de semonce pour les investisseurs**, et la correction des marchés a partiellement effacé la complaisance qui régnait depuis quelques mois. Même si la principale cause était d'ordre technique (dénouement des positions des fonds « short » sur la volatilité), gardons-nous de sous-estimer d'autres facteurs dignes d'attention et **qui pourraient bien être amenés à écrire une nouvelle page de l'histoire des marchés**. Après une hausse prolongée des actifs risqués, le cycle financier devient de plus en plus mature; une réévaluation des anticipations d'inflation est en cours (on observe enfin quelques signes d'inflation des salaires aux États-Unis, où l'économie est en situation de plein-emploi et bénéficie de mesures énergiques de relance budgétaire). Les banques centrales seront bien évidemment attentives aux risques pour la stabilité du système financier, mais il faut s'attendre à la poursuite du retrait des régimes accommodants superflus, à des rythmes variables en fonction des pays; et ce resserrement progressif des conditions financières peut entraîner une hausse de la volatilité des marchés. **Selon nous, la correction qui s'est opérée récemment n'a aucun lien avec des craintes de récession**: les perspectives économiques présagent toujours une croissance positive des bénéfices par action et plusieurs facteurs peuvent contribuer à prolonger le cycle économique (notamment la reprise des dépenses d'investissement et l'accélération du commerce international). **Néanmoins, nous considérons que les conditions actuelles n'offrent pas un point d'entrée favorable**: il est trop tôt pour profiter d'opportunités car la correction des marchés a été modeste et incomplète (elle n'a pas concerné le crédit). De plus, il est également trop tôt pour savoir si nous assistons à un changement de régime dans les fondamentaux (si nous sommes en présence ou non d'une hausse structurelle de l'inflation). D'autre part, moins d'un mois après la correction, les valorisations sont toujours élevées, en particulier sur le marché du crédit. Les prix des actifs demeurent vulnérables au moindre rebond des statistiques d'inflation, qui entraînerait une réévaluation rapide des anticipations relatives à l'action des banques centrales. Nous avons pu constater que **la capacité d'absorption de la hausse des taux par les marchés est faible**. Selon nous, un rendement de 3 % pour les bons du Trésor américain à 10 ans constituera un avertissement et un rendement de 3,5 % sera clairement un seuil d'alerte. Si ce niveau est atteint trop vite, les taux ne pourraient pas s'y maintenir sans une nouvelle correction sur les marchés, un scénario que l'on ne peut exclure. Une hausse importante et brutale des taux d'intérêt pèserait sur les valorisations des classes d'actifs et exercerait des pressions sur les émetteurs de crédit endettés, sur les bénéfices au niveau des actions, ainsi que sur les actifs émergents. **Dans ce contexte, la liquidité du marché sera un facteur critique à considérer**. Le coup de semonce de février doit par conséquent être une **opportunité de réévaluer la solidité des portefeuilles** à l'aube d'un nouveau régime dans lequel la volatilité n'atteindra pas des niveaux extrêmes, tout en étant supérieure aux planchers de 2017, alors que les taux continueront de s'orienter à la hausse. Dans ce scénario, comme nous l'avions indiqué dans nos perspectives pour 2018, nous pensons que **les investisseurs seront exposés à une distribution asymétrique des gains et des pertes**. Pour faire face à ce défi, il est temps, selon nous, de réajuster les risques et de mettre en œuvre des stratégies d'investissement pouvant bénéficier de la dernière phase du cycle financier (pour augmenter les gains potentiels) tout en protégeant les actifs contre le risque baissier (pour atténuer les pertes). Dans le détail, **cinq stratégies d'investissement nous paraissent opportunes**. Premièrement, en termes de classes d'actifs, nous pensons qu'il convient encore de préférer les actions au crédit (notamment High Yield) tout en maintenant un appétit pour le risque modeste afin d'exploiter les opportunités de cette fin de cycle. Deuxièmement, concernant les actions, il convient d'opérer une sélection en privilégiant les marchés offrant un potentiel d'appréciation plus élevé (l'Europe ou le Japon, ainsi que certains pays émergents) et/ou qui, au terme d'une approche active, possèdent encore un potentiel haussier au niveau de certain(e)s secteurs/valeurs (États-Unis). Le troisième thème a trait à la recalibration des politiques monétaires et à la réévaluation des anticipations d'inflation, ainsi qu'à leur impact sur les obligations. Ces tendances exigent une approche plus flexible et plus diversifiée de la gestion obligataire (duration, courbe des taux, devises, exposition au crédit, linkers, taux variables et convertibles). Le quatrième est en lien avec la résistance des actifs émergents. Même s'il n'est pas insensible à la hausse des taux, à l'amélioration des conditions économiques et à l'ajustement de déséquilibres majeurs, un dollar faible devrait aider ces actifs à mieux surmonter la hausse des taux que par le passé. Enfin et surtout, comme l'a montré la récente correction du marché (repli des actions et hausse simultanée des rendements obligataires), il est important de mettre en place des stratégies de couverture efficace capables d'atténuer les pertes au cas où le mouvement se poursuivrait.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

En février, les actifs risqués (en particulier les actions) ont pâti à la fois de leurs valorisations élevées et des positions importantes des investisseurs. Les couvertures macro telles que le positionnement long sur la volatilité, les paires de devises « refuges » (i.e. AUD/JPY) et les put *spreads* ont eu l'efficacité escomptée dans nos portefeuilles. Nous sommes toujours légèrement optimistes concernant les actifs risqués (principalement les actions européennes et japonaises, le secteur énergétique aux États-Unis et quelques pays émergents, comme la Russie), nous pensons que des couvertures structurelles continueront d'offrir une protection capitale dans le contexte de normalisation vers un régime à volatilité plus élevée.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

La révision des anticipations d'inflation et de croissance aux États-Unis a entraîné un repli des bons du Trésor. Un positionnement défensif sous-exposé en duration demeure approprié, bien que dans des proportions légèrement plus faibles que le mois dernier. Nous nous tenons prêts à neutraliser notre exposition en duration si les rendements à 10 ans des bons du Trésor s'approchent de 3,5 %. Sur les marchés du crédit, nous demeurons légèrement optimistes, principalement à l'égard des titres les mieux notés/les plus liquides; en revanche, nous sommes plus prudents vis-à-vis du haut rendement. Le crédit se montre relativement résistant dans cette phase du cycle; une situation qui résulte de la solidité des fondamentaux, mais qui peut également refléter des contraintes de liquidité. La situation devra être surveillée de près. L'USD présente une dynamique faible, mais la hausse des taux réels devrait créer des opportunités pour augmenter notre exposition à la devise américaine.

ACTIONS

Les valorisations des marchés ont baissé après avoir atteint des niveaux très élevés. Les fondamentaux sont intacts. La croissance des BPA est toujours bien orientée sur tous les marchés. Toutefois, la fin du cycle approchant, la volatilité va rester supérieure à son niveau de l'année dernière et sera influencée par les interventions et communications des banques centrales. Les marchés devraient se montrer plus sélectifs et privilégier les actions présentant une croissance supérieure du BPA et des valorisations raisonnables.

ACTIFS RÉELS

Sur la base du cycle de marché actuel en Europe, où la croissance accélère à des rythmes variables selon les pays sur fond de plancher de l'inflation, nous pensons que l'immobilier et les infrastructures peuvent apporter de la diversification dans un portefeuille dans le cadre d'une approche sélective. Les deux classes d'actifs offrant des flux de revenus récurrents et souvent indexés sur l'inflation, elles représentent des couvertures intéressantes face aux anticipations d'inflation révisées à la hausse.

MACRO

États-Unis: le retour des déficits jumeaux

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

Deux événements récents ont transformé l'environnement macro-financier : (1) la hausse de la volatilité des actions, et (2) sur le front de la politique économique, l'accord bipartite obtenu au Congrès américain pour l'augmentation des dépenses publiques. Si ce dernier apporte un élan positif à la croissance sur le court terme, il devrait également entretenir de l'incertitude (et par conséquent de la volatilité sur les marchés). En effet, c'est la première fois que les États-Unis votent des mesures de stimulation de l'économie alors que celle-ci est proche du plein-emploi. Même si l'ampleur de ces dépenses n'est pas exceptionnelle, elle s'ajoute aux réductions d'impôts en place depuis le début de l'année et augmente la nature pro-cyclique de la politique budgétaire. Les inconvénients sont nombreux et bien connus.

- Une hausse des dépenses accompagnée d'une baisse des recettes fiscales n'est jamais compensée par l'accélération de l'activité qui en découle. Le déficit du budget fédéral va donc encore se creuser et dépasser 5 % du PIB en 2019 d'après nos estimations, un record pour une économie en expansion.
- En situation de plein-emploi, des mesures de relance budgétaire ont plus de chance de générer de l'inflation, notamment sur le front des salaires.
- Dans ce contexte, la Fed doit rééquilibrer le *policy mix* en réduisant le caractère accommodant de sa propre politique : la probabilité de quatre relèvements des taux cette année (un par trimestre) s'en trouve donc accrue. Et dans ces conditions, les taux d'intérêt à long terme risquent de grimper de manière plus nette.

La hausse des taux d'intérêt va-t-elle soutenir le dollar ?

Au début des années 80, la politique budgétaire expansionniste du Président Reagan a provoqué une dégradation brutale des déficits budgétaire et commercial (les déficits jumeaux), mais également une appréciation sensible du dollar.

Toutefois, les conditions sont radicalement différentes aujourd'hui. À l'époque, la Fed était résolue à relever ses taux pour maîtriser l'inflation, et c'est la hausse des taux réels qui avait soutenu le dollar.

Aujourd'hui, le contexte est différent, et ce pour plusieurs raisons :

- Premièrement, les conditions sont nettement moins inflationnistes ; en moyenne, au cours du cycle actuel, l'inflation est descendue à son niveau le plus faible depuis le début des années 60.
- Une approche graduelle est nécessaire de la part de la Fed, car un resserrement brutal des conditions monétaires entraînerait à coup sûr un krach obligataire et une nouvelle crise économique et financière.
- D'autre part, la relance budgétaire pro-cyclique va probablement donner lieu à une hausse plus marquée des importations (et par conséquent à une plus grande dégradation du déficit commercial) qu'une relance budgétaire contra-cyclique.
- Enfin, une autre dégradation est à prévoir sur le front de la balance des revenus. Les paiements d'intérêts sur la dette détenue par des investisseurs étrangers vont mécaniquement augmenter avec la hausse des taux nominaux. Aujourd'hui, les passifs américains pèsent pour près de 180 % du PIB, dont environ 60 % liés à des instruments de dette. Toutes choses étant égales par ailleurs, une hausse des taux nominaux de 100 pb devrait donc avoir un impact négatif de près de 0,6 % du PIB sur la balance des revenus (en plus du déficit commercial).
- En définitive, le creusement des déficits jumeaux pourrait peser sur le dollar en 2018, ce qui ne manquera pas d'inquiéter davantage la Fed quant aux conséquences inflationnistes de la politique budgétaire en l'absence de réaction de sa part. Au final, l'incertitude entourant la fonction de réaction de la Fed devrait maintenir la volatilité à des niveaux élevés.

“ La dégradation des déficits jumeaux américains risque d'accroître la volatilité et l'incertitude entourant la politique de la Fed. ”

Le point de vue des stratégestes

Pourquoi la hausse des rendements à long terme est appelée à durer

Trois facteurs expliquent selon nous la hausse des rendements souverains à long terme. Chacun d'entre eux devrait continuer d'exercer des tensions sur les taux au cours des prochains mois.

1. La nette révision à la hausse des anticipations du marché concernant les taux des Fed funds, dans le sillage du vote de la réforme budgétaire.

Pour l'instant, les investisseurs, tout comme nous, anticipent trois relèvements des taux en 2018.

1. La confirmation de la réduction de l'arsenal des mesures de relance monétaire.

Un autre facteur expliquant la hausse des rendements à long terme internationaux est la diminution drastique des achats nets d'emprunts d'État de la BCE à partir de début 2018 (le rythme du programme d'achat de dette publique a été réduit d'environ 60 %). C'est également l'une des raisons de la hausse de la prime de terme en Allemagne et sur d'autres marchés.

2. L'augmentation des besoins de financement du Trésor américain

D'après nos calculs, les émissions nettes de bons du Trésor américain à long terme pourraient s'élever à 800 milliards USD en 2018 et 970 milliards USD en 2019 (en raison du creusement des déficits et des non-réinvestissements de la Fed), soit quasiment le double des sommes empruntées par le gouvernement fédéral en 2017. Si ces montants ne sont pas absolument inédits (les émissions nettes de bons du Trésor américain ont représenté 1000 milliards USD en 2012 et même 1600 milliards USD en 2010), il est en revanche anormal que les déficits se creusent autant à ce stade du cycle économique.

Selon notre analyse, le seuil critique à partir duquel le rendement à 10 ans des bons du Trésor donnera lieu à un double marché baissier sera d'environ 3,5 %.

GESTION DIVERSIFIÉE

Couverture des risques idiosyncrasiques

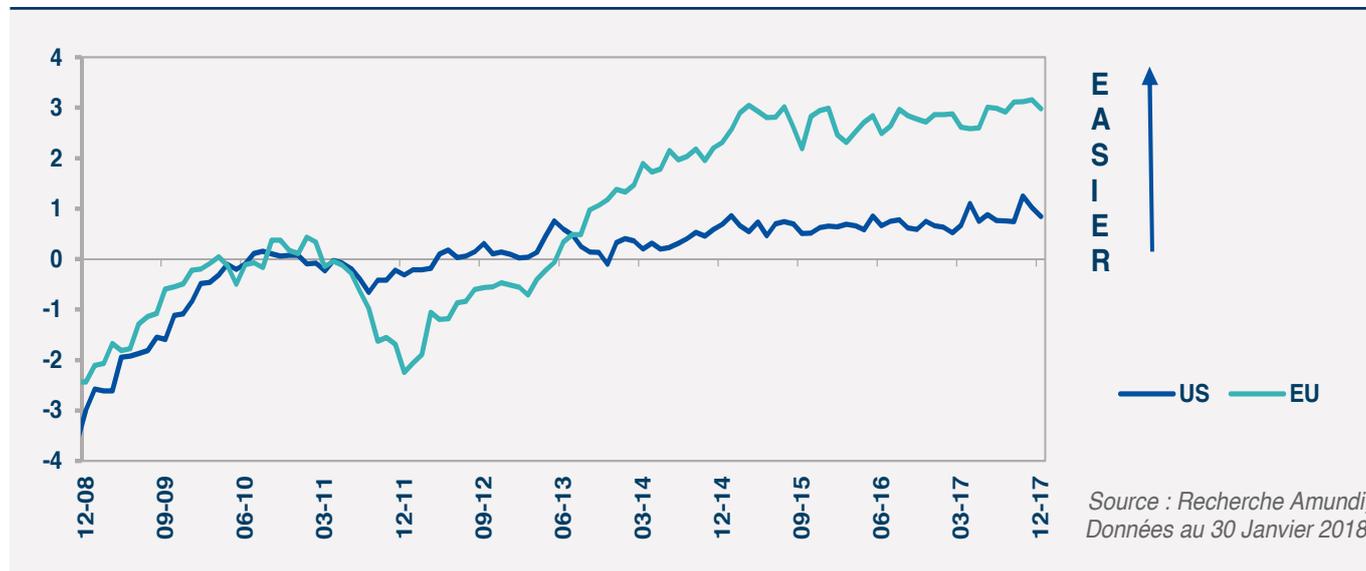
MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Les fondamentaux de l'économie mondiale sont globalement inchangés : notre scénario principal demeure celui d'une reprise synchronisée alimentée par la consommation, les dépenses des entreprises et la vigueur persistante du commerce international. Les risques pour la croissance et l'inflation sont toujours légèrement orientés à la hausse. Selon nous, l'inflation devrait rester modeste ; les banques centrales ne seront donc pas contraintes de surprendre les marchés et pourront poursuivre le réajustement de leurs politiques monétaires. Dans ce contexte solide, nous considérons que les turbulences des marchés en février correspondaient à un ajustement (excessif) des prix des actifs face à la hausse des anticipations d'inflation et des taux d'intérêt. Nous confirmons notre scénario, qui est celui d'une transition en douceur depuis des conditions de réflation des actifs vers un régime de fin de cycle financier ; cet environnement restera favorable aux actifs risqués, qui devraient cependant enregistrer des performances ajustées des risques plus faibles, sur fond de conditions financières toujours accommodantes malgré un resserrement. Bien que les valorisations soient tendues dans la plupart des classes d'actifs, la dynamique soutenue de la croissance peut encore leur donner un élan à partir des niveaux actuels. Les facteurs tactiques (sentiment, flux, indice de solidité relative) gardent une influence relativement importante dans l'immédiat et ont donné lieu à une réduction des expositions au risque au cours des dernières semaines. 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 à conviction forte

Parmi les actifs risqués, nous préférons toujours les actions (notamment en Europe et au Japon, sur l'ensemble du marché et au niveau des émetteurs bancaires, mais également dans le secteur énergétique américain par rapport au reste du S & P 500) et nous préférons les actions aux obligations à haut rendement. Parmi les actions émergentes, nous maintenons notre préférence pour la Russie par rapport au reste de la classe d'actifs, ainsi que pour la Chine. Sur le marché obligataire, le crédit IG européen nous inspire toujours un sentiment positif en raison du portage offert par rapport aux emprunts d'État. Parmi ces derniers, nos principales convictions concernent toujours les

Indice des conditions financières Amundi



obligations indexées sur l'inflation (en Europe, aux États-Unis et au Japon), nos prévisions macroéconomiques tablent sur une poursuite de la hausse modeste des prix tout au long de l'année. Nous continuons également de prévoir une hausse des taux allemands en 2018. Cette année, les mouvements de la courbe pourraient également fournir des opportunités : par exemple, aux États-Unis, nous pensons que le segment 2 ans-10 ans va se pentifier pour intégrer les anticipations d'inflation en hausse et le creusement à venir du déficit budgétaire. De même, nous pensons toujours que la courbe des taux suédoise peut s'aplatir sous l'effet des anticipations de resserrement progressif de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, les négociations du Brexit vont probablement affecter les taux réels à long terme et la GBP. Les taux réels à 10 ans britanniques devraient progresser dans le sillage des taux nominaux, ainsi que sous l'effet du ralentissement potentiel de l'inflation dans le courant de l'année. Nous maintenons un positionnement défensif vis-à-vis de la GBP, qui devrait être volatile face à l'EUR et l'USD dans le contexte des négociations du Brexit. La corrélation négative entre ces deux thèmes d'investissement (hausse à venir des taux réels britanniques et affaiblissement de la GBP) permet une meilleure diversification des risques dans un processus de négociation long et complexe. Nous voyons d'autres opportunités sur le marché des changes, 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.

“**Les actifs risqués bénéficient toujours de la transition qui s'opère en douceur d'un environnement de réflation à un régime financier de fin de cycle ; toutefois, les performances ajustées des risques devraient s'affaiblir dans plusieurs classes d'actifs.**”

Risques et couverture

Au cours de la phase de turbulence qui a secoué les marchés actions, les stratégies de couverture ont revêtu une importance cruciale pour atténuer la volatilité d'un portefeuille. Une réduction tactique du risque, des stratégies optionnelles et des réserves de liquidité suffisantes devraient atténuer les effets des corrections temporaires. Les obligations indexées sur l'inflation et les actifs réels devraient offrir une protection contre une hausse inattendue et prolongée de l'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales. Des options de protection contre l'écartement des *spreads* du crédit HY pourraient se révéler utiles, car la liquidité de ce marché continue de se réduire, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Des stratégies axées sur les devises (options vendeuses AUD/JPY ou short USD/JPY) pourraient également porter leurs fruits dans un monde où il n'y a « pas de place pour se cacher. »

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Retour à la « normale » sur les marchés

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

Évaluation globale

La relation « normale » entre croissance forte, anticipations d'inflation en hausse et progression des taux d'intérêt semble enfin s'être restaurée. Cette nouvelle phase signale une normalisation des conditions des marchés obligataires, sur lesquels les fondamentaux pourront à nouveau jouer leur rôle. Une transition qui s'est faite dans la douleur : en moins de 6 mois, les rendements à 10 ans américains sont passés de 2 % à 2,9 % et ceux de l'Allemagne ont doublé depuis décembre. Ces conditions exigent une approche active de l'investissement obligataire : en termes de gestion de l'exposition à la durée (sous-exposée en situation de hausse des taux mais neutre/surexposée quand le cycle économique ralentit), de gestion des devises (les politiques des banques centrales n'étant pas encore totalement synchronisées) et de sélection des titres dans l'univers du crédit (où les valorisations sont relativement tendues) afin de trouver le juste équilibre entre risque et performance. Il convient également d'accroître la diversification des portefeuilles, à la fois pour se couvrir contre le risque d'inflation (obligations indexées) et pour capter les gains positifs de la croissance économique (obligations convertibles). L'USD présente une dynamique faible, mais la hausse des taux réels devrait commencer à attirer des capitaux et inverser la tendance récente.

Obligations d'État des marchés développés

Les emprunts d'État des principaux pays s'ajustent à la hausse de l'inflation et au durcissement de ton des banques centrales. Les investisseurs sont invités à maintenir un positionnement sous-exposé en durée sur tous les principaux marchés (zone euro, États-Unis, Royaume-Uni, Japon). Aux États-Unis, un niveau de 3 % pour le rendement à 10 ans des bons du Trésor constituera un seuil psychologique qui devrait être mis à l'épreuve à court terme, tandis qu'un niveau de 3,5 % représentera un seuil d'alerte pour envisager de neutraliser notre exposition à la durée. Les tensions sur les taux resteront importantes en 2018. Le marché va devoir absorber une grande quantité d'émissions nettes dans le contexte de la relance budgétaire financée par une augmentation des déficits après une longue phase d'expansion économique. Dans la zone euro, les *spreads* souverains se sont resserrés depuis le début de l'année, car plusieurs pays ont bénéficié d'un relèvement de leur note de solvabilité sur fond d'activité économique toujours soutenue. Nous demeurons encore légèrement optimistes à l'égard des titres de la périphérie, notamment de l'Italie, mais les opportunités sont désormais moins nombreuses.

Obligations d'entreprise des marchés développés

Le crédit a fait preuve d'une relative résistance au stade actuel du cycle grâce à des fondamentaux solides et, dans la zone euro, au soutien technique offert par la demande soutenue et par la BCE avec son programme d'achats. Selon nous, les conditions vont demeurer très favorables aux transactions de portage, quoiqu'un peu moins qu'au cours des 12 derniers mois. Dans l'UE, nous privilégions la dette subordonnée (financière et non financière). Le marché HY offre toujours un léger potentiel haussier : la croissance économique robuste est un facteur positif, mais l'endettement des émetteurs est élevé, en particulier aux États-Unis et moins en Europe. D'après notre analyse, un tiers des émetteurs HY américains sont toujours en situation difficile et pourraient être fragilisés en cas de nouvelle vague d'aversion pour le risque. Le marché secondaire du crédit HY en EUR est soutenu par le faible volume d'offre nette, l'émission de prêts étant actuellement plus avantageuse pour les entreprises. La principale menace pour le marché est celle d'une volatilité obstinément élevée au niveau des actions ; pour y faire face, les investisseurs devront privilégier les titres les plus liquides et de meilleure qualité.

“Les taux d'intérêt devraient connaître davantage de tensions.”

Obligations émergentes

Les obligations émergentes ont bien résisté pendant la correction du marché ; ce sont les titres de crédit au bêta le plus élevé qui ont été les plus pénalisés, notamment en Amérique latine. Les valorisations sont toujours tendues, mais les fondamentaux demeurent solides. Les flux pourraient s'inverser brutalement en cas d'appréciation du dollar ou de hausse nette du rendement à 10 ans des bons du Trésor américain jusqu'à 3,5 %. Cependant, ces conditions n'entrent pas dans notre scénario principal. Nous tablons toujours sur des

États-Unis : point mort d'inflation forward (5 ans dans 5 ans)



performances entre 4 % et 5 % pour la dette émergente en devise forte cette année, et un peu moins de 10 % pour la dette émergente en devise locale.

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.

ACTIONS

Le marché entre dans une nouvelle phase

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

Évaluation globale

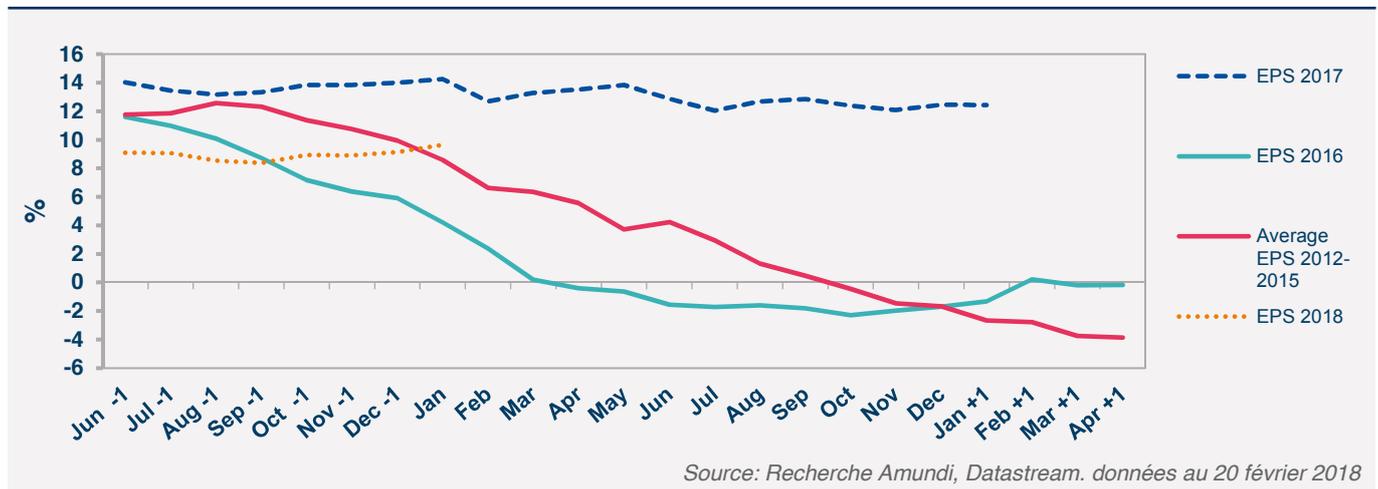
D'après nous, le repli des actifs en février, consécutif à un marché haussier prolongé, relève plus de la correction depuis des niveaux surachetés que du début d'un marché baissier lié à des craintes de récession. Dans la mesure où l'on s'approche de la fin du cycle, stade caractérisé par un resserrement des conditions financières, la volatilité devrait s'accroître. Globalement, les fondamentaux restent solides et la croissance des bénéfices sera un moteur essentiel pour la poursuite de la tendance haussière des marchés.

Les perspectives fondamentales restent inchangées, mais le marché va devenir de plus en plus sélectif."

Europe

Le thème de la renaissance européenne est toujours intact, comme en témoignent une saison des résultats positive et des prévisions de BPA bien orientées pour 2018 (voir graphique). Les turbulences de février étaient de nature technique et n'ont pas entraîné de rotation dans les thèmes de marché ni de propagation du phénomène. Des inquiétudes pourraient apparaître à l'avenir si la vigueur de l'euro se maintient. Aux niveaux actuels, l'impact défavorable de l'euro fort continue d'être absorbé par la solidité de l'économie. À nos yeux, l'important est la raison qui sous-tend l'appréciation de la monnaie unique, à savoir essentiellement l'amélioration de l'économie, et nous pensons que ce facteur compensera les effets négatifs pour de nombreuses entreprises. Naturellement, la tendance pourrait finir par peser sur les bénéfices, mais il n'est pas encore temps, selon nous, d'adopter un positionnement défensif. L'indice du marché européen (MSCI Europe), composé à 50 % de valeurs cycliques et bancaires, devrait profiter de la hausse (modeste) des taux d'intérêt (au

MSCI Europe : évolution des prévisions de BPA



niveau des banques) et du rebond durable des BPA (dans les secteurs des logiciels, du luxe, de l'alimentation et des boissons, du tabac, de la pharmacie et de l'énergie). Une exposition diversifiée à la finance pourrait tenir lieu de couverture en cas de redressement à court terme des secteurs comparables aux obligations (services aux collectivités, télécommunications, immobilier).

États-Unis

Le marché américain des actions n'est plus en situation de surachat depuis la correction de début février. Nous demeurons attentifs à l'inflation des salaires, à la hausse des prix des matières premières et à l'augmentation d'autres coûts, qui pourraient compenser les effets positifs de la réforme fiscale. S'agissant des valorisations, celles-ci ne sont pas problématiques dans l'ensemble; néanmoins, les plus élevées d'entre elles atteignent les niveaux historiquement chers de novembre 1999. Ce sont notamment les méga-capitalisations (plus de 50 milliards USD), qui représentent ensemble environ 3000 milliards USD sur le marché (sachant que la capitalisation du S & P s'élève à 24 000 milliards USD). Beaucoup de ces entreprises peuvent être fragilisées par la hausse des taux d'intérêt. Les autres valeurs de croissance affichent des valorisations raisonnables par rapport à l'ensemble du marché. D'un autre côté, toutes les actions sous-évaluées ne présentent pas le même attrait : les secteurs de la consommation de base, des services aux collectivités et des télécommunications peuvent être affectés par la hausse des taux et de l'inflation, qui déprécie la valeur de leurs dividendes. De plus, certains de ces secteurs sont déjà mis en difficulté par des tendances structurelles (par exemple les médias, la consommation de base et les télécommunications) et peuvent devenir des « value traps » ou fausses bonnes affaires. Selon nous, la phase actuelle du cycle devrait favoriser les secteurs de la finance (méga-capitalisations) et de l'énergie, ainsi que certains segments de la consommation cyclique. Par conséquent, il convient désormais de faire preuve d'une plus grande sélectivité dans le nouvel environnement qui s'annonce (retrait progressif des politiques accommodantes des banques centrales et resserrement des conditions financières), à la fois en termes d'allocation sectorielle et individuelle.

Marchés émergents

En février, la correction de l'indice MSCI EM a été comparable à celle du MSCI World pendant la phase de turbulence. Soulignons cependant une relative résistance au niveau des flux : les entrées de capitaux ont ralenti juste après le record de 2018, signalant l'appétit toujours élevé des investisseurs pour ces marchés dont les valorisations restent attrayantes par rapport à celles des pays développés. Bien qu'encore à ses débuts, la saison des résultats confirme pour l'instant une dynamique positive : la croissance sur un an au 4^e trimestre (entre le trimestre considéré et le même trimestre de l'année précédente) s'élève à +15 % en USD. D'après nous, cette dynamique est bien partie pour durer, en dépit d'un léger essoufflement à prévoir principalement au 2nd semestre 2018. Les perspectives sont toujours assez encourageantes dans le secteur informatique (sociétés liées à Internet en Chine, mais également valeurs technologiques sud-coréennes depuis la correction). L'Asie est notre région favorite, suivie par l'EMEA (en particulier la Russie et les banques en Europe centrale) et l'Amérique latine; ce dernier marché est toutefois plus onéreux et plus risqué en raison de la renégociation de l'ALÉNA et de sa plus grande sensibilité aux événements politiques (élections au Mexique). La situation pourrait être embellie par un rebond des prix des matières premières.

ACTIFS RÉELS

Immobilier: surmonter les divergences au sein de l'Europe

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

Principaux facteurs

En Europe, la reprise économique soutient la croissance des investissements immobiliers dans la zone euro et devrait à nouveau être favorable à la progression des loyers en 2018, en se répercutant sur la demande de logement (qui tirera les loyers à la hausse). De fait, les loyers vont probablement devenir le nouveau moteur des performances de l'immobilier, auparavant soutenu par la faiblesse des taux.

Ces derniers étant appelés à grimper sur le moyen terme, le secteur devrait demeurer très attractif (au moins en termes relatifs). De plus, l'immobilier peut être considéré, d'un point de vue structurel, comme une bonne couverture contre l'inflation grâce à ses flux de revenus récurrents et sa méthode d'indexation. La valeur des logements et les revenus locatifs devraient en effet progresser en même temps que l'inflation. Enfin, l'investissement immobilier peut aussi représenter une source appréciable d'amélioration des revenus, ou encore un outil de diversification (peu de corrélation avec les autres classes d'actifs).

“La croissance du secteur de l'immobilier européen devrait varier en fonction des pays. Des stratégies actives et sélectives seront essentielles pour profiter des nouvelles tendances.”

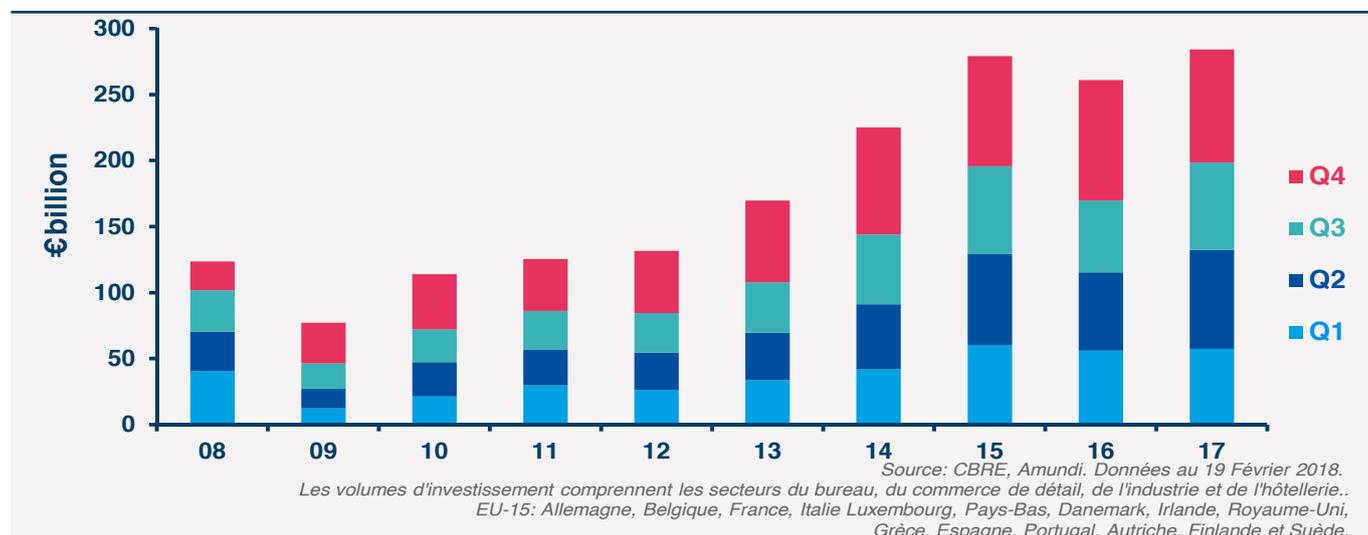
Des divergences entre les pays européens

L'immobilier européen devrait maintenir une dynamique robuste dans son ensemble, mais des contrastes importants risquent d'apparaître d'un pays à l'autre. Ainsi, les prix ont grimpé en flèche sur certains marchés depuis cinq ans, tandis que leur hausse a été plus modeste sur d'autres. Il convient donc de prendre en compte plusieurs tendances critiques. À court terme, certains courants cycliques risquent de peser sur le secteur immobilier (valorisations élevées et concurrence entre plusieurs grands marchés, en plus de la perspective de taux d'intérêt en hausse). À long terme, cependant, ce sont des courants structurels qui devraient dicter la performance, par exemple l'évolution des populations et les innovations technologiques. Dans ces situations, l'important sera d'identifier les marchés susceptibles de bénéficier de ces tendances sous-jacentes et de résister aux pressions cycliques. Ainsi, la France pourrait bien offrir des opportunités intéressantes, car la reprise économique n'est pas encore totalement à l'œuvre: il existe donc encore une marge d'amélioration. Outre les emplacements haut de gamme de Paris ou La Défense (premier quartier d'affaires français, à quelques kilomètres à l'ouest de la capitale), qui offrent des rendements solides, il est également possible d'exploiter des opportunités avec des profils de risque prudents dans les régions, notamment les grandes villes de province, pour l'instant encore ignorées par les investisseurs institutionnels.

Clés de réussite

Nous pensons qu'à partir de maintenant, les gérants de fonds vont devoir adopter une approche active et sélective de l'investissement immobilier, en privilégiant les marchés et régions les plus exposés aux bienfaits des tendances cycliques et structurelles évoquées ci-dessus. Il est temps, selon nous, de monter en gamme en proposant des stratégies à valeur ajoutée (par ex. en crédit-bail, avec rénovation ou réhabilitation totale de bâtiments). Une approche flexible nous semble également essentielle, ce qui peut notamment passer par la compréhension de l'évolution des besoins des locataires (ex.: critères ESG). La création de partenariats stratégiques peut également être une solution pour pénétrer rapidement plusieurs marchés européens en bénéficiant de l'agilité nécessaire et d'une expertise locale.

Investissement immobilier commercial: volumes européens



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				
		Asset Class	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	→			●
	+	Dettes émerg., devises fortes	→			●
ACTIONS	+	Dettes émerg., devises locales	→			●
	+	US	→		●	
	+	Zone euro	→			●
	=	RU	→		●	
	+	Japon	→			●
	+	Pac. hors Jap.	→			●
	+	ME internationaux	→			●
	+	Convertibles	↗			●

DEVISES ET ACTIFS RÉELS

		Variation 1 mois	
DEVISES	+	EUR/USD	→
	=	EUR/GBP	→
	+	EUR/JPY	→
	+	USD/JPY	↗
ACTIFS RÉELS	+	Immobilier	→
	++	Infrastructures mondiales	→
	+	Dettes privées	→

LÉGENDE

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

Source: Amundi, au 20 février 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

Impact de la politique budgétaire américaine sur la croissance, les marchés obligataires et le dollar

VALENTINE AINOUS, SERGIO BERTONCINI, Stratégie Crédit
ROBERTA FORTES, SILVIA DI SILVIO, Stratégie Taux et Change
ANNALISA USARDI, Recherche Macroéconomique

Achévé de rédiger le 8/03/2018

L'essentiel

La politique budgétaire américaine soulève de nombreuses questions quant à son impact (économique, sur la politique monétaire, sur les taux d'intérêt à long terme, le dollar et plus généralement sur la classe d'actif obligataire). Les autorités américaines ont en effet décidé de stimuler une économie qui est proche du plein-emploi, ce qui ne s'est jamais vu dans l'histoire américaine. Cela va doper la croissance et l'inflation (à court terme) et se traduire simultanément par une augmentation de l'offre de papier, et ce au moment même où la Fed augmente ses taux directeurs et diminue la taille de son bilan. Nous revenons ici sur les différents scénarios envisageables sur le plan économique. En définitive, nous trouvons que l'impact économique sera substantiel mais temporaire et qu'il aura un impact limité sur la courbe, mitigé sur le crédit et pourrait en définitive peser sur le dollar.

Introduction

Après la grande réforme de la fiscalité approuvée juste avant la fin 2017 (*Tax Cuts and Jobs Act* ou TCJA) et prévoyant d'importantes réductions d'impôts pour les entreprises et les particuliers, le gouvernement américain a voté début février le *Bipartisan Budget Act* de 2018 (Loi budgétaire), qui fixe une augmentation des dépenses publiques. Juste après, la Maison Blanche a présenté le Budget de l'exercice 2019 (Budget du Président), qui prévoit, entre autres, un accroissement des dépenses d'infrastructure. Toutes ces mesures renforcent donc les risques haussiers entourant notre scénario central de croissance et d'inflation.

Le policy mix en bref

D'après les estimations, le TCJA gonflera le budget d'environ 1456 milliards USD entre 2018 et 2027 (ou 1071 milliards USD en tenant compte des effets positifs attendus sur l'économie); le déficit fédéral se creuserait pour sa part de 136 et 280 milliards US respectivement en 2018 et 2019 (104 et 246 milliards en estimation dynamique).¹ Selon les mêmes estimations, la Loi budgétaire ajoutera au déficit environ 60 et 140 milliards USD respectivement en 2018 et 2019 (calculs du CBO) en creusant l'écart entre recettes et dépenses et en relevant les plafonds des autorisations budgétaires².

Le Budget du Président a été préparé avant la Loi budgétaire et publié avec un supplément visant à tenir compte, entre autres, de certains écarts autorisés par cette dernière au niveau des dépenses intérieures. Il met l'accent sur une autre promesse de campagne importante de Donald Trump, à savoir son grand plan de rénovation des infrastructures. Après de nombreux débats et critiques, parfois soulevés par le Président lui-même, ce plan représente une pierre angulaire de son mandat et devrait prendre la forme de 200 milliards USD de dépenses fédérales étalées sur 10 ans, complétées par d'autres fonds privés et publics pour aboutir aux 1500 milliards USD promis. La Loi budgétaire comprend déjà environ 20 milliards USD de dépenses totales sur 2018 et 2019, soit la moitié des dépenses fédérales prévues dans le Budget du Président³.

¹ <https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=5055>

² <https://www.cbo.gov/system/files/115th-congress-2017-2018/costestimate/bipartisanbudgetactof2018.pdf>

³ <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2018/02/budget-fy2019.pdf>

Quel impact macroéconomique ?

Scénario central : Concernant l'économie, notre scénario central intègre déjà l'estimation de l'impact du TCJA. Grâce à l'élan donné aux bénéfices des entreprises et au revenu disponible des ménages, ainsi qu'à l'augmentation des dépenses discrétionnaires du gouvernement (que nous anticipions déjà avant la publication de la Loi budgétaire), la croissance devrait demeurer supérieure au potentiel pendant les huit prochains trimestres, et donc rapprocher l'inflation sous-jacente de l'objectif de la Fed. Le retrait progressif de la politique monétaire accommodante devrait donner lieu à une gestion attentive des impacts sur l'économie pour éviter à la fois une surchauffe de l'activité et un resserrement excessif des conditions financières. Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance moyenne de 2,7 % en base annuelle en 2018, avec un IPC de 2,3 % et un PCE sous-jacent de 1,8 % en moyenne.

Tableau 1 / Scénarios de dépenses publiques

Milliards \$		Exercice 2018	Exercice 2019	Exercice 2020	Exercice 2021	Exercice 2022	Total (2018/2023)
Scénario 1	Dépenses supplémentaires en plus des dépenses fédérales						
	Dépenses estimées par le CBO	56	171	64	15	5	310
Scénario 2	Estimation du total des autorisations budgétaires	143	153				296
Scénario 3	Estimation des autorisations + dépenses d'infrastructure	193	203				396

Source: CBO, Recherche Macroéconomique Amundi

Évaluation des risques : Afin d'estimer les risques économiques de la mise en œuvre de la Loi budgétaire et du plan d'infrastructures du Budget du Président, nous avons évalué l'impact de plusieurs scénarios de dépenses publiques dans notre modèle économique. Les situations prises en compte dans ces scénarios vont de la mise en œuvre progressive sur plusieurs années, comme prévu par le CBO (scénario 1) à un rythme d'application plus soutenu (concentré en 2018 et 2019) dans lequel les autorisations budgétaires sont consommées en totalité pendant ces deux années (scénario 2), et enfin un scénario 3 dans lequel le plan d'infrastructure n'est mis en place que partiellement. Pour 2018, les trois scénarios représentent des niveaux de dépenses accrus, et permettent donc d'estimer toute une fourchette de réactions au niveau de l'économie.

Nous attribuons la plus forte probabilité (70 %) au scénario 1 et une probabilité moindre et égale (15 %) aux deux autres. Le Tableau 2 présente dans le détail l'impact estimé sur la croissance et le compare aux prévisions du scénario central.

Tableau 2 / Impact sur les prévisions économiques

Prévisions macroéconomiques pour les États-Unis		Scénario central		Scénario 1 ex ante		Scénario 2 ex ante		Scénario 3 ex ante		Scénario 1 ex post	
Année calendaire	2017	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
De T4 à T4	2,5	2,5	2,3	2,9	2,4	3,1	2,3	3,3	2,3	2,7	2,4
PIB et composantes											
PIB (glissement trimestriel annualisé)	2,3	2,7	2,2	2,9	2,4	3,1	2,5	3,2	2,6	2,8	2,4
Dépenses de consommation personnelle	2,8	2,6	2,4	2,7	2,6	2,9	2,7	2,9	2,6	2,7	2,6
Dépenses publiques	0,1	1,4	1,7	2,2	3,2	3,6	3,3	4,0	3,3	2,2	3,2
Investissements en capital fixe	4,1	4,8	2,7	4,8	2,0	4,5	1,8	4,5	1,7	4,4	1,8
Non résidentiels	4,7	5,6	3,1	5,5	2,4	5,2	2,1	5,1	2,0	5,0	2,2
Résidentiels	1,7	2,0	1,0	2,0	0,4	2,1	0,3	2,1	0,3	1,8	0,1
Exportations	3,4	4,6	4,2	4,3	4,0	4,2	3,9	4,2	3,9	4,8	4,3
Importations	3,9	4,9	3,4	5,0	3,6	5,4	3,7	5,5	3,7	4,5	3,5
Contributions au PIB											
Exportations nettes	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,1	0,0
Variation des stocks	-0,1	0,0	-0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,2
Variables de tendance (ga moyen)											
Indice des prix à la consommation	2,1	2,3	2,2	2,5	2,2	2,6	2,2	2,6	2,2	2,5	2,2
Déflateur prix conso sous-jacent (core PCE)	1,5	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0
PIB nominal	4,4	5,0	4,4	5,4	4,5	5,6	4,6	5,7	4,8	5,3	4,6

Prévisions incluant les modifications de la Loi budgétaire approuvée par le Congrès américain en décembre 2017.

Comme prévu, l'augmentation des dépenses publiques donnerait un élan supplémentaire à la croissance en renforçant la demande intérieure, ce qui donnera probablement lieu à des ajustements au niveau de l'offre; comme le taux d'utilisation des capacités progressera, contribuant à un resserrement supplémentaire du marché du travail, le rythme de l'inflation accélèrera dans un contexte de croissance toujours supérieure au potentiel. En revanche, alors que la demande intérieure et le PIB seront soutenus par ces nouvelles dépenses publiques, les moteurs de croissance sous-jacents (consommation, investissements et balance commerciale) adopteront des dynamiques différentes en fonction des scénarios.

Dans le scénario 1, nous avons également calculé l'effet de rétroaction, ou « ex-post » de l'ajustement des taux d'intérêt, des taux de change et du marché actions face aux nouvelles prévisions de croissance et de déficit. La hausse des taux d'intérêt et la dépréciation de l'USD pèseraient légèrement sur le potentiel de croissance, mais moins sur le risque d'inflation (en raison du moindre impact de l'USD).

Mais la situation n'est pas aussi rose qu'il n'y paraît : l'écart plus grand entre les recettes et les dépenses fédérales, faiblement compensé par l'amélioration de la dynamique de croissance, devrait provoquer un creusement du déficit du budget fédéral (estimé à plus de 5 % du PIB en 2019). La hausse de la demande intérieure risque d'entraîner une forte accélération des importations, ce qui contribuera à accentuer le déficit commercial. Le retrait de la politique monétaire accommodante via la normalisation du bilan de la Fed et le relèvement des taux directeurs dans un contexte d'inflation en hausse conduira à une remontée des taux d'intérêt à long terme qui renchérra le service de la dette, entraînant en plus une dégradation de la balance courante.

Certaines de ces conséquences se voient déjà dans la résurgence du thème des déficits jumeaux, qui devrait demeurer un sujet brûlant au cours des prochains mois.

Quel impact sur les marchés obligataires et sur le dollar ?

Afin d'évaluer l'impact de la réforme fiscale et du plan de dépenses d'infrastructure au niveau des marchés, nous devons considérer deux facteurs importants : (1) la fin du QE mondial et (2) la maturité du cycle économique américain dans le cadre de la poursuite de la croissance mondiale synchronisée.

I – La fin du QE mondial va transformer le paysage des marchés obligataires au cours des prochaines années.

Après la crise financière, les banques centrales des pays développés ont largement soutenu le marché obligataire au moyen de deux principaux canaux :

(1.) Les politiques monétaires non conventionnelles. Ces mesures visaient à stimuler l'activité et l'inflation dans un contexte où les taux directeurs étaient proches de leur limite basse. Elles se composaient de lignes de crédit bancaire et de plans d'achats d'actifs. En conséquence :

- **Les grandes banques centrales internationales ont acheté massivement des emprunts d'État.** Une grande partie de la dette publique est aujourd'hui détenue par les banques centrales des pays concernés : les États-Unis (20 %, soit 2432 milliards USD), l'Europe (20 %, soit 1913 milliards EUR) et le Japon (30 %, soit 10460 milliards JPY).
- **La BCE est également devenue un acteur majeur du marché des obligations d'entreprise en EUR.**

(2.) La « recherche mondiale de rendement ». Les politiques monétaires ont largement contribué à compresser les rendements souverains, en particulier en Europe et au Japon, où les banques centrales ont recouru à des taux négatifs pour stabiliser les économies. Les États-Unis ont été les premiers à sortir de la crise et à relever leurs taux directeurs. Depuis, le marché obligataire américain fait figure d'oasis dans le désert. 10 % du marché obligataire mondial présentent toujours un rendement négatif a donné lieu à des tendances de poids. Et notamment :

- **Forte demande d'actifs américains de la part d'investisseurs domestiques et étrangers.** L'encours d'obligations d'entreprise en USD détenues par des résidents étrangers a progressé de 45 % depuis 2012 et représente actuellement 40 % du total du marché du crédit privé en USD.
- **Forte demande en obligations *investment grade*.** Les investisseurs en quête de rendement ont fini par considérer le crédit IG comme un produit de taux.

Dans le contexte d'une inflation faible et de conditions monétaires très accommodantes, les spreads des obligations d'entreprise et les rendements souverains se sont contractés jusqu'à des niveaux records. Le taux de change effectif du dollar a bondi de 25 % entre 2014 et 2016.

2018 a marqué un tournant important, car l'économie mondiale affiche un net rebond synchronisé. Les banques centrales des pays développés retirent maintenant ensemble leurs dispositifs d'assouplissement monétaire.

(1.) **Aux États-Unis, la Fed commence à réduire progressivement la taille de son bilan** en ne réinvestissant pas le produit de certains titres arrivés à maturité, et en relevant ses taux d'intérêt.

(2.) **Dans la zone euro, la BCE devrait mettre un terme à son QE en septembre prochain.** La BCE a déjà réduit le rythme de ses achats d'actifs à 30 milliards EUR par mois, soit deux fois moins qu'en 2017.

(3.) **Au Japon, la BoJ continue d'augmenter la taille de son bilan**, mais moins vite. Dans la pratique, ses achats représentent aujourd'hui 50 000 milliards JPY par an, contre 80 000 jusqu'alors.

Le pic de liquidité est derrière nous. La taille des bilans de la Fed, de la BCE et de la BoJ augmentera de 220 milliards USD cette année, contre 1,1 tr en 2017, 1,5 en 2016 et 1,2 tr en 2015. Au niveau mondial, les volumes nets d'émissions d'emprunts d'État ne seront plus absorbés par les achats des banques centrales comme c'était le cas ces trois dernières années.

Le rebond des anticipations de croissance mondiale et le resserrement des politiques monétaires accommodantes ont déjà provoqué une révision à la hausse des prévisions relatives aux Fed Funds, à une remontée des rendements souverains, à quelques décollectes sur le marché du crédit et à une baisse du taux de change effectif du dollar.

II- Impact sur les taux, le dollar et le crédit

Taux : les taux longs pourraient remonter aux alentours de 3 %, peu de changement sur la courbe

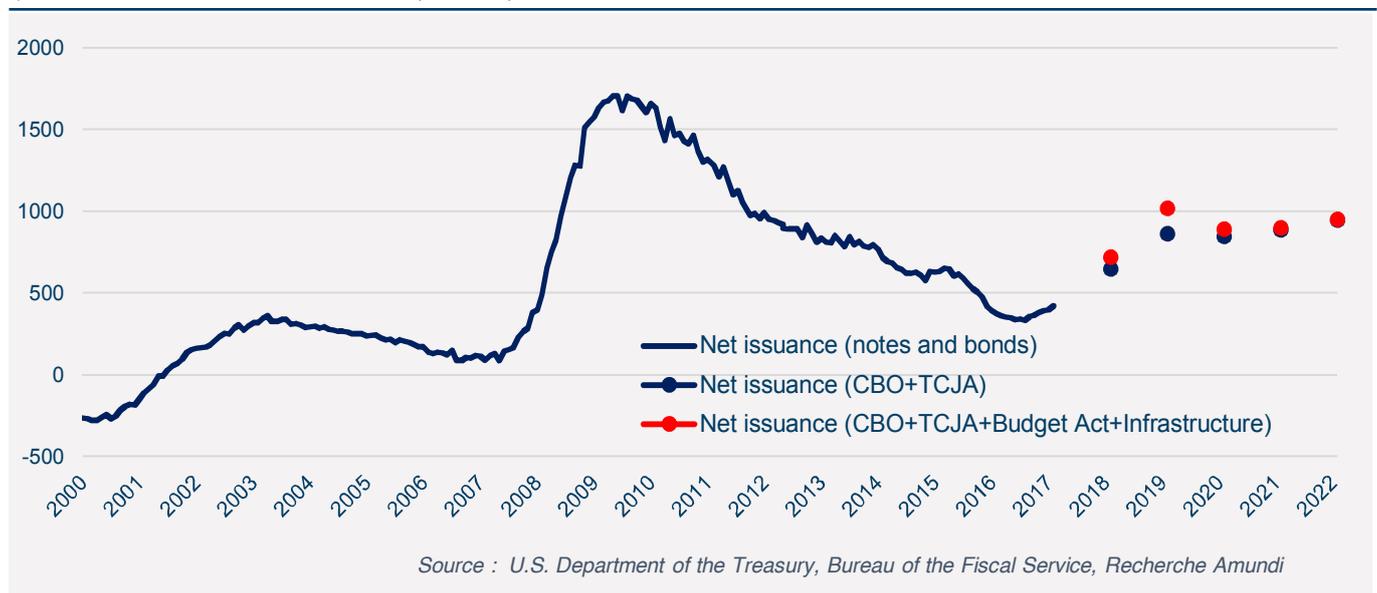
La révision à la hausse des prévisions de déficit dans le cadre du budget pose la question de l'évolution des besoins de financement des États-Unis au cours des prochaines années. Une fois appliquée, la réforme fiscale votée à la fin de l'année dernière (TCJA) va porter les émissions nettes de bons du Trésor à long terme à 649 milliards USD en 2018 et 867 milliards USD en 2019. Il faudrait ajouter à ce scénario l'impact de la Loi budgétaire et du plan d'infrastructures, qui gonflerait les émissions nettes à 724 milliards USD en 2018 et 1 022 milliards en 2019. Cet ensemble de prévisions tient compte des remboursements du portefeuille d'opérations d'*open market* de la Fed (SOMA) indiqués dans le calendrier officiel et estimés par Amundi.

(1.) Même si ces montants sont nettement plus importants qu'en 2016 et 2017, **les autres investisseurs ont prouvé dans le passé proche qu'ils pouvaient absorber des volumes similaires** (les achats nets des investisseurs hors Fed ont représenté 1 000 milliards USD en 2012).

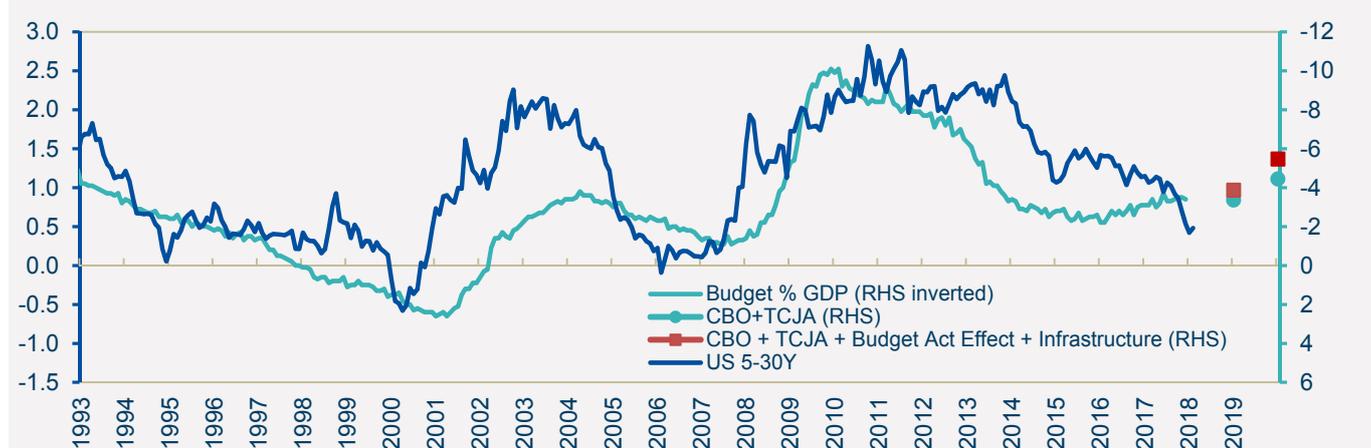
(2.) **Historiquement, la courbe des taux américaine a coutume de se pentifier quand le déficit budgétaire se creuse, car la partie longue anticipe une hausse de la prime de terme.** Un scénario tenant compte du TCJA impliquerait un déficit de 3,36 % du PIB en 2018 et 4,45 % en 2019, ce qui, toutes choses demeurant égales par ailleurs, risque de créer des tensions sur la pentification de la courbe.

(3.) Toutefois, cette augmentation du déficit surviendra dans des circonstances inhabituelles, à savoir en fin de cycle, pendant que la Fed normalise ses taux. Par conséquent, **l'effet de pentification peut être atténué par la hausse des taux de la partie courte**, qui continueraient d'anticiper un resserrement supplémentaire de la part de la banque centrale.

1/ Émissions nettes de titres (Mds \$)

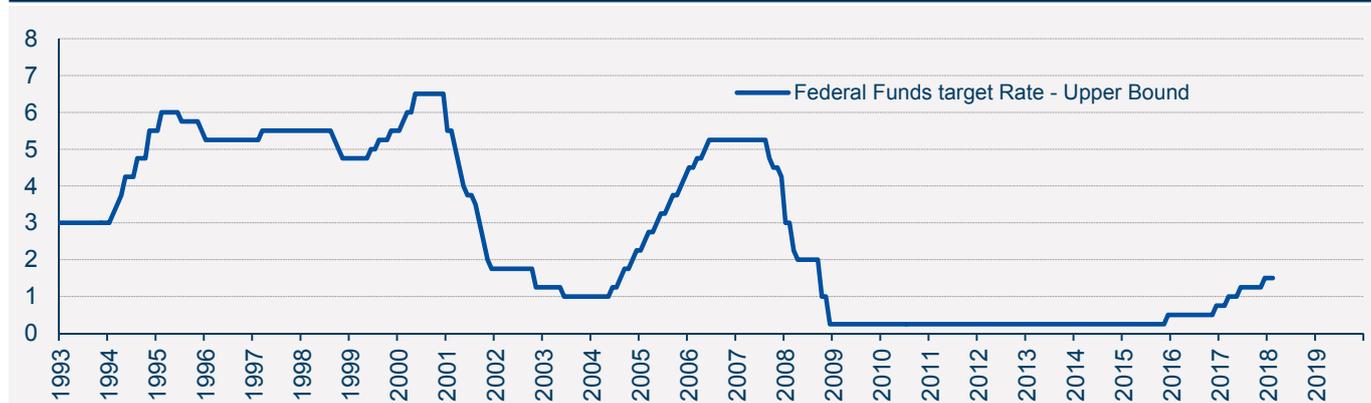


2/ Déficit du budget fédéral en % du PIB vs pente de la courbe des taux



Source : Bloomberg, Recherche Amundi Research, Données au 28/02/2018

3/ Taux des fed funds

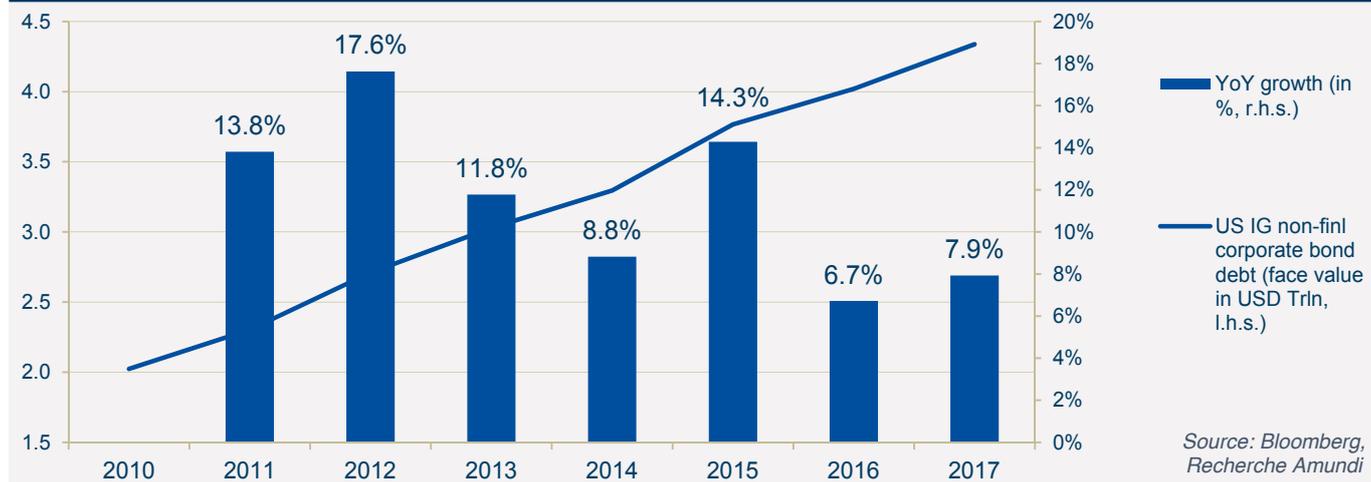


Source : Bloomberg, Recherche Amundi, Données au 28/02/2018

Crédit: les fondamentaux s'améliorent, mais les facteurs techniques semblent plus compromis à moyen terme.

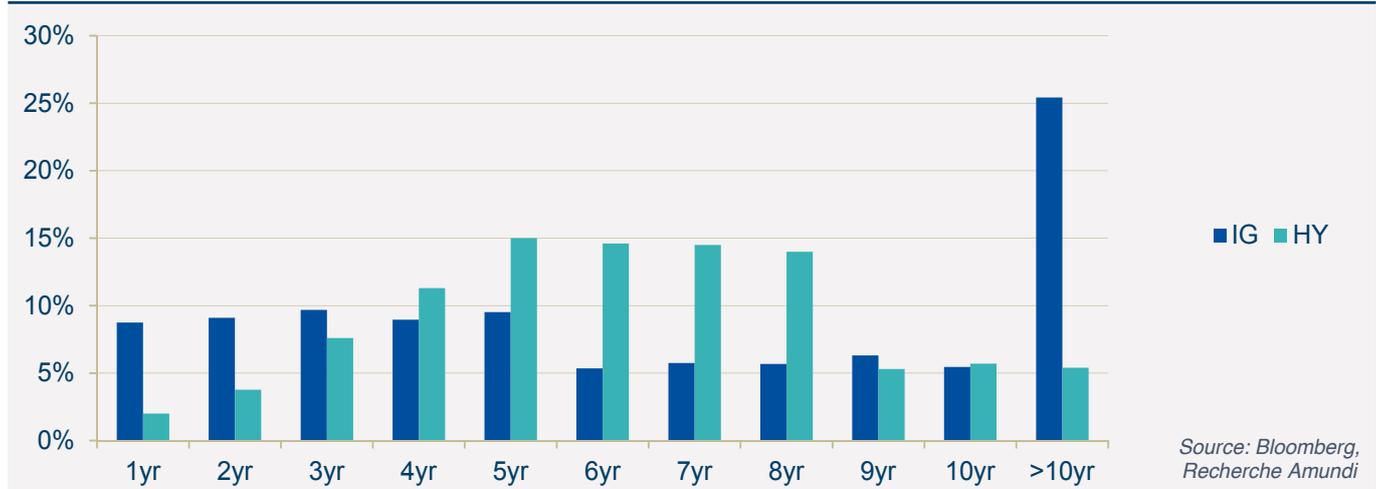
Les fondamentaux s'améliorent grâce au rebond de l'économie mondiale et à l'attitude plus prudente des émetteurs. Le levier des entreprises américaines se stabilise, voire diminue, dans certains cas, et cette tendance va probablement s'accroître avec la réforme fiscale. La hausse des chiffres d'affaires et des bénéfices va s'accompagner d'un moindre recours au financement par la dette parmi les différents canaux disponibles.

4/ La taille du marché US IG a doublé ces dernières années



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

5/ Pas de mur d'échéances



Néanmoins, les facteurs techniques semblent plus compromis à moyen terme. Après plusieurs années de besoins de financement faibles et d'appétit pour le risque élevé de la part des investisseurs, le levier des entreprises américaines est proche de plus hauts records, et les besoins de refinancement de ces émetteurs vont nettement s'accroître au cours des prochaines années. Dans le même temps :

- L'accroissement des volumes d'offre nette sur le marché de la dette publique peut produire un effet « d'éviction ».
- Il se peut en effet que la quête de rendement devienne moins prononcée si les taux des bons du Trésor continuent de s'orienter à la hausse et ternissent l'attrait des obligations d'entreprise, et si la situation devient identique dans les autres pays sous l'effet de la normalisation des politiques monétaires.

Nos perspectives sont toujours bonnes pour le crédit IG en USD. À court terme, des facteurs positifs devraient empêcher l'offre d'accélérer trop vite: rapatriement de liquidités, baisse de l'activité de fusions acquisitions et dépenses consacrées aux rachats d'actions. Les difficultés sur le plan des facteurs techniques et des fondamentaux s'annoncent plutôt après 2018. Les risques continuent de s'orienter vers une hausse de l'inflation/des rendements obligataires et leur impact sur la réallocation des positions en crédit en faveur d'emprunts d'État et/ou d'actions.

USD- les écarts de taux d'intérêt sont clé

En 2017, le dollar américain a abandonné 10 % contre l'ensemble des autres devises (2 % depuis janvier). Cette dépréciation a même été plus prononcée contre l'euro, ce qui est étonnant, car le différentiel de taux entre les deux marchés continue de se creuser. Il atteint en effet 260 pb à 2 ans et 200 pb à 10 ans, alors que jusqu'à présent l'USD et le différentiel de taux à 10 ans ont généralement affiché une corrélation positive (voir graphique). Alors que s'est-il passé ?

6/ Dollar (DXY) vs écart de taux à 10 ans



(1.) L'écart de croissance n'est plus aussi favorable aux États-Unis qu'auparavant. L'économie mondiale se redresse, notamment au Japon et en Europe, où la révision de la croissance a été nettement plus marquée qu'aux États-Unis (dont le cycle est déjà très mature). Les surprises en matière de politique monétaire sont

donc plus susceptibles de provenir d'Europe ou du Japon que des États-Unis. Les autres banques centrales que la Fed sont actuellement sur la voie de la normalisation de leur politique monétaire. Par conséquent, la correction sensible de l'USD n'est pas surprenante après la forte hausse enregistrée entre 2014 et 2016.

7/Évolution du dollar (DXY) selon le cycle



(2.) S'agissant des facteurs techniques, soulignons que le coût de couverture a augmenté, et donc qu'il n'est plus intéressant pour les investisseurs nippons ou européens d'investir dans des titres du Trésor américain avec une couverture de change, car la couverture du dollar est devenue chère. De plus, l'aplatissement de la courbe américaine réduit aussi l'attrait des titres du Trésor. Il est très intéressant de noter que le nombre d'investisseurs étrangers qui détiennent des titres du Trésor a de nouveau baissé depuis fin 2017.

(3.) Le financement des nouvelles mesures de relance budgétaire risque de peser sur le dollar. Certains avancent que la faiblesse actuelle de l'USD pourrait avoir un lien avec les déficits jumeaux, mais cette corrélation demeure difficile à prouver. Elle pourrait cependant s'expliquer par la singularité du dollar, qui est à la fois la plus grande devise de réserve et un investissement « refuge ». Néanmoins, les investisseurs redoutent maintenant l'impact d'un élan budgétaire aussi fort insufflé en fin de cycle, qui risque d'accroître les tensions inflationnistes et de pousser la Fed à réagir fermement.

L'année 2018 marque un tournant. L'économie mondiale bénéficie d'une reprise synchronisée permettant aux banques centrales DM de se retirer collectivement mais à des vitesses différentes. Le pic de liquidité est derrière nous. Les facteurs techniques du marché obligataire seront moins favorables dans les années à venir. Dans ce contexte, les importants plans de relance budgétaire et de dépenses d'infrastructure des États-Unis soulèvent des questions. En effet, un stimulus fiscal est tout à fait inhabituel à la fin du cycle. Nous pensons que la réforme fiscale :

- **aura un impact positif sur la croissance à court terme.** Nous avons revu à la hausse nos prévisions de croissance et d'inflation aux États-Unis (croissance du PIB réel : 2,7 % pour 2018 et 2,2 % pour 2019, inflation IPC : 2,3 % 2018 et 2,2 % 2019). Nous ne prévoyons pas que ce plan entraînera une pression inflationniste suffisante pour forcer la Fed à relever ses taux de façon plus marquée.
- **aura un impact limité sur la courbe des taux américaine.** Historiquement, la pente de la courbe des États-Unis s'est accentuée en raison des déficits budgétaires croissants, étant donné que le segment long de la courbe a tendance à fixer le prix d'une prime à plus long terme. Mais la pentification pourrait être atténuée par la vente de la partie courte de la courbe.
- **aura un impact mitigé sur le crédit.** Les aspects techniques semblent plus difficiles à moyen terme mais les fondamentaux s'améliorent grâce à la reprise économique mondiale.
- **pourrait peser sur le dollar.** Mais nous pensons que l'évolution du dollar restera guidée par les différentiels de taux d'intérêt. Si nous n'anticipons pas de changement significatif dans la trajectoire de hausse des taux de la Fed, les surprises de politique monétaire peuvent venir plus de l'Europe ou du Japon que des États-Unis.

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,
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

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 des négociations sur le commerce qui vont se dérouler dans les mois à venir. 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. Il ne faut pas sous-estimer le risque d'instabilité politique (chute de gouvernement, nouvelles élections) en 2018.

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 s 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 # 2

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 ; faible volatilité, resserrement des spreads de crédit, quasi-disparition des risques souverains dans certains cas. Mais les BC sont déterminées à continuer de recalibrer leur politique monétaire, et ce malgré le regain récent de volatilité. 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 plus marquée de la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers et une hausse des *spreads* de crédit.

Risque # 3

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, opposition 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 # 4

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 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 qu'une hausse trop marquée des taux longs serait un frein 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..

Risque # 5

20 %
probabilité

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

Analyse | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) va stimuler la croissance. Avec une croissance du PIB réel déjà nettement supérieure à 2 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un output gap positif), 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 25 pb (non préparé). Notons cependant que l'impact favorable à court terme de la politique budgétaire 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 # 6

15 %
probabilité

Guerre commerciale à l'échelle mondiale

Analyse | Les hausses de taxes sur les importations d'acier et d'aluminium annoncées par Donald Trump – si elles sont effectivement mises en place – provoqueront des mesures de rétorsion des partenaires commerciaux (UE, Canada, Chine, Corée etc.). Il est probable que la menace brandie par Donald Trump soit avant tout une arme dans la renégociation avec le Mexique et le Canada des accords sur l'ALENA, ainsi qu'un message envoyé à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (novembre). Les rétorsions des partenaires visés (UE, Corée, Chine etc.) pourraient conduire à de nouvelles mesures protectionnistes de la Maison Blanche et provoquer ainsi une réaction en chaîne. Si la probabilité que les mesures annoncées (acier et aluminium, rétorsions ciblées) soient réellement mises en œuvre est non négligeable, celle d'une réaction en chaîne nous semble en revanche assez faible pour deux raisons : (1) de nombreux secteurs aux États-Unis seraient victimes des mesures de rétorsion ce qui serait contre-productif avant les élections (vive opposition déjà perceptible dans le camp républicain); (2) les pays partenaires vont prendre garde de ne pas tomber dans le piège tendu et conserver une réaction mesurée. Ceci dit, on ne peut ignorer le risque d'un affrontement généralisé, notamment du fait que le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) se retrouve très affaibli par la démission de Gary Cohn (conseiller économique).

Impact de marché | Une réaction en chaîne provoquerait un affaïssement du commerce mondial tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales, mettant ainsi les banques centrales dans un corner. Ce qui provoquerait une montée généralisée de l'aversion pour le risque (crainte d'un retournement du cycle mondial). Contrairement à ce que soutient Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.

Risque # 7

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.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



Scénario central (probabilité 70 %): la croissance mondiale se stabilise.

- **Resynchronisation mondiale:** en dépit des turbulences financières, la croissance mondiale devrait rester solide en 2018 et 2019. Les enquêtes demeurent sur des niveaux élevés: la récente détérioration ne signale pas un retournement de cycle. 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 et 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). Le caractère synchrone de la reprise mondiale la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est nettement repris en 2017 (+5 % sur un an). Il était jusqu'à présent stimulé par la resynchronisation du cycle mondial et par l'investissement en biens d'équipement. Les mesures protectionnistes annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium (hausse des droits de douane) vont engendrer des mesures de rétorsion (UE, Chine notamment) qui sont en théorie dommageables au commerce. Toutefois, il convient de souligner que l'acier et l'aluminium représentent une part infime du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires s'annoncent ciblées sur quelques produits. Nous continuons de tabler sur un léger repli de la part du commerce mondial dans le PIB mondial en 2018 (i.e. sur une croissance du commerce légèrement en deçà de celle du PIB mondial). La probabilité que les tensions protectionnistes ne dégénèrent en vraie guerre commerciale à l'échelle mondiale est faible (cf. scénario de risque).
- **États-Unis:** la croissance demeure solidement ancrée. Les enquêtes indiquent un rythme de croissance supérieure au potentiel. Le stimulus fiscal voté en décembre, combiné au plan bi partisan pour accroître les dépenses publiques, va allonger la durée du cycle américain. Pas de récession à craindre ni en 2018, ni en 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 privée. La zone euro est en milieu de cycle, avec une perspective de rattrapage du côté des pays périphériques. Le risque politique s'est affaibli, en devenant plus local. En Allemagne, le vote des militants du SPD en faveur de la coalition avec le CDU-CSU ouvre la voie à une grande coalition favorable à l'Europe et à un couple franco-allemand réformateur. 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 accommodantes, la croissance devrait se maintenir nettement au-dessus de son potentiel en 2018 et 2019.
- **Royaume-Uni:** les pays de l'UE et le R-U sont en passe de conclure un accord pour une période de transition (limitée dans le temps jusqu'à fin 2020) pendant laquelle le R-U conserverait de facto l'accès au marché unique. Les dissensions sur les modalités du Brexit sont fortes (sur la frontière irlandaise, le statut de l'Écosse, le fait de rester un non dans l'Union douanière). Dans son discours du 2 mars, Theresa May rejette l'union douanière (défendue au R-U par Jeremy Corbyn), sans pour autant vraiment clarifier l'approche britannique. L'incertitude va 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.
- **Chine:** l'économie demeure solide. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette, essentiellement domestique s'est stabilisée. Nous tablons sur une décélération graduelle de la croissance et sur un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette). La transition semble sous contrôle.
- **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). L'accélération de l'inflation sous-jacente s'annonce modeste. Toutefois, la probabilité d'une « surprise inflationniste », notamment du côté de l'inflation cyclique, augmente à mesure que les capacités excédentaires disparaissent à l'échelle mondiale (on estime que l'output gap mondial se fermera cette année 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 tablons sur une stabilisation des prix à un niveau proche de leur niveau actuel. À 66\$ (Brent), le risque nous semble néanmoins toujours asymétrique (davantage de risque de le voir baisser). En effet, si les prix se maintiennent durablement au-dessus du point mort de rentabilité des gisements américains (40\$), la production américaine finira par s'accroître et par peser sur les prix.

■ **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. Les banques centrales souhaitent diminuer leur « *forward guidance* », qui n'est plus aussi nécessaire qu'auparavant. Ceci dit, les politiques monétaires resteront globalement accommodantes car même si un peu d'inflation cyclique se matérialise, l'inflation totale 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).

Les mesures protectionnistes annoncées par D. Trump, couplées au renforcement de la nature pro-cyclique de la politique économique aux États-Unis, font monter la probabilité d'une réaction négative des marchés (baisse du dollar, hausse des taux longs) ou d'une « erreur » de politique monétaire. Nous revoyons la probabilité du scénario baissier de 10 à 15 % (au détriment du scénario central revu de 75 à 70 %). Les probabilités des scénarios baissiers et haussiers s'équilibrent désormais.



Scénario baissier (probabilité 15 %): Ralentissement économique brutal dû à des erreurs de politique économique (normalisation monétaire trop rapide, mesures protectionnistes), à une crise géopolitique, ou encore à repricing brutal des primes de risque.

- Le risque de multiplication de mesures protectionnistes (États-Unis) s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Des mesures de rétorsion du reste du monde seraient inévitables provoquant une guerre commerciale ouverte (États-Unis, Chine, UE).
- La politique budgétaire pro-cyclique incite la Fed à accélérer le processus de normalisation monétaire.
- Crise internationale liée à une très forte aggravation des tensions géopolitiques actuelles (Moyen-Orient, Corée).

Conséquences:

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et, à court terme, inflationniste.
- 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.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgit brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cessent de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême, ont de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



Scénario haussier (probabilité 15 %): accélération 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, aux États-Unis, 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.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires assouplies d'où 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 ne ferait pas long feu. Risque de « boom/bust » (i.e. le bust après le boom).

Contexte macroéconomique

		Facteurs de risque
Amérique	États-Unis <ul style="list-style-type: none"> La croissance économique reste solide en dépit de quelques statistiques inférieures aux attentes, et les signes de tensions salariales se multiplient. Le moral des entreprises est toujours au beau fixe, l'ISM de la production manufacturière et des services demeurant nettement supérieur aux anticipations et au seuil d'expansion. Les statistiques d'inflation ont été plus élevées que les estimations du consensus (en janvier, l'IPC global et sous-jacent a progressé plus vite que sa tendance récente). Le compte rendu de la réunion de janvier du FOMC (où les taux sont restés inchangés dans une fourchette 1,25 %-1,50 %) a confirmé une amélioration des perspectives de croissance et d'inflation augurant d'autres relèvements de taux en 2018. 	<ul style="list-style-type: none"> Risque sur l'inflation : économie proche du plein-emploi Risque protectionniste (enquêtes initiées par les États-Unis et à la négociation de l'ALENA) Normalisation de la politique monétaire face à la configuration inhabituelle du régime budgétaire dans le <i>policy mix</i>
	Brésil <ul style="list-style-type: none"> Les derniers chiffres de la production industrielle publiés pour le mois de décembre confirment la reprise à l'œuvre. Les composantes liées à la consommation (consommation de biens durables) sont mieux orientées que celles liées aux investissements, comme les biens d'équipement. La BCB arrive au terme d'un long cycle d'assouplissement monétaire : nous prévoyons un statu quo prolongé maintenant que l'inflation est sous contrôle. La réforme du système des retraites a été officiellement abandonnée. D'autres microréformes sont en cours. Le marché se focalise désormais sur les prochaines élections et la liste des candidats s'affine dans les sondages. 	
Europe	Zone euro <p>La reprise continue et conserve du potentiel</p> <ul style="list-style-type: none"> La reprise reste très vigoureuse malgré le léger affaiblissement de certains indicateurs du climat des affaires. La zone euro bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement, risque politique moins élevé qu'en 2017, 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. Le résultat indécis des élections italiennes ne constitue pas un risque systémique immédiat pour l'Europe. En Allemagne, l'accord de coalition gouvernementale devrait permettre des initiatives concernant le renforcement des institutions de la zone euro. 	<ul style="list-style-type: none"> Surréaction de l'euro Montée des partis politiques protestataires 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. L'incertitude concernant les modalités du Brexit fait baisser la confiance. La hausse de l'inflation due à la baisse de la livre sterling devrait être temporaire. Le taux de chômage a légèrement progressé en décembre, les salaires ne progressent que lentement. T. May reste en position très difficile, confrontée à la fois à de vives oppositions au sein de son propre parti et aux réticences de l'UE à accorder au Royaume-Uni un partenariat aussi étendu que celui qu'elle recherche si le pays quitte le marché unique et l'union douanière. 	
	Chine <ul style="list-style-type: none"> Un léger tassement est peut-être à noter pour ce début d'année, mais gare aux conclusions trop hâtives, car il faudra tenir compte des effets liés au Nouvel An chinois. L'agenda politique est chargé, avec notamment la révision de la constitution pendant la deuxième session plénière, les réformes de la gouvernance et le remaniement de la liste des candidats proposés à la direction de l'État en troisième session plénière, et enfin l'approbation des objectifs annuels par le Congrès du peuple. Nous recommandons d'être attentif aux détails révélés prochainement au sujet des réformes et de la politique en général, tout en gardant un œil sur la politique commerciale de Donald Trump dans le contexte de la visite de hauts fonctionnaires chinois aux États-Unis. 	
Asie	Inde <ul style="list-style-type: none"> Les derniers rapports sur le PIB du 4^e trimestre de l'année civile 2018 confirment la reprise à l'œuvre après le double choc des mois précédents. À noter que les investissements en capital fixe ont été révisés à la hausse pour le 3^e trimestre et sont ressortis bien orientés pour le 4^e. Nous réitérons notre opinion selon laquelle la reprise est toujours contenue et la RBI devrait maintenir le statu quo pour l'instant, même si l'inflation est supérieure au niveau de confort de la banque. Les affaires de fraude impliquant la PNB (Punjab National Bank) ont mis au jour la grande fragilité du secteur bancaire. 	<ul style="list-style-type: none"> La reprise s'est confirmée fin 2017 La RBI doit encore faire preuve de prudence face à la fragilité du secteur bancaire
	Japon <p>L'expansion historiquement longue du cycle économique n'est pas encore terminée</p> <ul style="list-style-type: none"> La phase actuelle d'expansion économique entame sa 5^e année. Malgré un ralentissement de la croissance par rapport aux niveaux exceptionnels de 2017, l'économie devrait continuer d'être tirée par les investissements des entreprises face à la pénurie chronique de main-d'œuvre et par la préparation des Jeux Olympiques de 2020 à Tokyo. On attend aussi un essoufflement des investissements consacrés à l'extension des capacités sous l'effet de l'appréciation du yen et du fléchissement consécutif des exportations. Sur le front de la consommation, la croissance des salaires devrait rester modeste en dépit des appels des pouvoirs publics à des augmentations de 3 %. La faiblesse des revenus réels continuera de peser sur les dépenses des ménages. 	

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (2 mars 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	1,6	1,2	1,0	0,5	0,8	1,3
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	1,5	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	4,2
Inde	6,4	6,7	6,6	3,3	4,4	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	2,2	2,3	2,0	1,8	1,8	1,9
Pays émergents	4,9	5,0	4,9	3,5	3,7	3,8
Monde	3,8	3,8	3,7	2,8	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	12/03/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
États-Unis	1,50	2,00	2,00	2,25	2,35
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	0,75	0,65	0,75	0,80

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	12/03/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,26	2,00/2,20	2,50	2,20/2,40	2,66
Allemagne	-0,57	-0,60/-0,40	-0,41	-0,40/-0,20	-0,25
Japon	-0,15	-0,20/-0,00	-0,14	-0,20/-0,00	-0,13
Royaume-Uni	0,83	0,80/1,0	0,93	0,8-1,0	1,00

Taux 10 ans					
	12/03/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,89	2,8/3,0	2,98	2,8/3,0	3,04
Allemagne	0,63	0,60/0,80	0,76	0,80/1,00	0,89
Japon	0,05	0	0,10	0	0,14
Royaume-Uni	1,49	1,40/1,60	1,65	1,40/1,60	1,74

Prévisions de change					
	09/03/2018	Amundi + 6m.	Consensus T2 2018	Amundi + 12m.	Consensus T4 2018
EUR/USD	1,23	1,25	1,23	1,25	1,26
USD/JPY	106,72	105,00	109,00	105,00	110,00
EUR/GBP	0,89	0,95	0,88	0,95	0,89
EUR/CHF	1,17	1,16	1,17	1,18	1,18
EUR/NOK	9,59	9,50	9,59	9,30	9,46
EUR/SEK	10,16	9,70	9,82	9,50	9,58
USD/CAD	1,29	1,25	1,26	1,22	1,23
AUD/USD	0,78	0,77	0,78	0,77	0,80
NZD/USD	0,73	0,70	0,72	0,70	0,72
USD/CNY	6,34	6,30	6,38	6,30	6,40

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

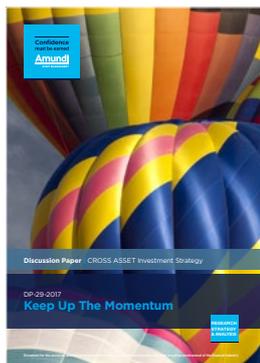
Understanding the Momentum Risk Premium

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



Brexit : comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI; Andrea BRASILI; Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique; Monica DEFEND — Stratégie; Bastien DRUT; Roberta FORTES; Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change; Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset; Éric MIJOT; Ibra WANE — Stratégie Actions

Crédit américain contexte macroéconomique porteur, facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUS — 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

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.msicbarra.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