

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

**VUES DES CIO**

**MAINTENIR LE CAP, MALGRÉ  
L'APPROCHE DE TENSIONS**

**LE THÈME DU MOIS**

**D'OÙ PEUT PROVENIR  
LA PROCHAINE CRISE FINANCIÈRE ?  
SOMMES-NOUS PRÊTS À L'AFFRONTER ?**

RESEARCH  
STRATEGY  
& ANALYSIS

## VUES DES CIO

## Maintenir le cap, malgré l'approche de tensions

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Bénéficiant toujours de la perspective d'une croissance mondiale synchronisée (probablement en situation de pic), les marchés financiers deviennent cependant plus nerveux, avec l'essoufflement d'une phase plus mature et l'émergence de nouvelles sources de volatilité. À l'avenir, il sera essentiel d'anticiper **la manière dont les banques centrales sortiront des politiques non conventionnelles, tandis que les rumeurs sur les politiques protectionnistes commencent à s'intensifier et que nous entrons dans une phase de « ralentissement de l'accélération économique »**, avec une croissance supérieure au potentiel dans la plupart des pays développés, mais en décélération en 2019.

Le Président Trump a récemment ratifié de nouveaux tarifs douaniers afin de stimuler la compétitivité des producteurs américains, réduire le creusement du déficit commercial américain, et enfin de renforcer son appui politique nationaliste. **À ce stade, nous ne nous attendons pas à une guerre commerciale ouverte, malgré une certaine escalade récente avec la Chine.** Cependant, **il s'agit d'une nouvelle source de volatilité tandis que diminuent les liquidités et le resserrement des conditions financières est attendu.** Les conséquences des menaces protectionnistes pourraient être considérables si les litiges s'étendent encore : le potentiel de représailles affectant davantage d'industries pourrait saper la confiance et l'investissement. Ceci finirait par menacer le scénario de croissance modérée en un environnement de type *stagflationniste*, ajoutant encore au casse-tête des banques centrales : temporiser encore la fin de la relance monétaire (notamment la BCE et la BoJ) ou réagir plus agressivement (la Fed) aux pressions inflationnistes de l'offre, qui pourraient être exacerbées par les tensions du marché du travail. Le rapport de février sur le travail aux États-Unis met en évidence que la main-d'œuvre inutilisée se réduit, et montre un secteur de production particulièrement résilient en termes de création d'emplois. Ainsi, la Fed entamerait probablement des hausses de taux afin de tempérer les pressions cycliques sur les prix. Nous ne voyons toutefois pas encore de changement structurel sur l'inflation, la réaction des salaires à la baisse de la main-d'œuvre disponible semble encore très limitée (courbe de Philips plate).

Dans ce contexte, **l'approche en valeur relative devrait générer des opportunités d'investissement**, pour les raisons suivantes : le découplage des décisions de politique monétaire entre la Fed d'une part, et la BCE et la BoJ d'autre part ; des phases du cycle économique différentes par pays ; et la sensibilité aux facteurs externes.

**Sur le marché obligataire, la pression mondiale à la hausse des taux devrait se poursuivre** en dépit de vitesses d'ajustement différentes. En termes de stratégie d'investissement, **nous conseillons d'élargir les sources de diversification dans différentes directions** une approche monde qui combinant des stratégies à alpha multiple, ou une approche plus diversifiée au sein du marché du crédit. **Du côté des actions, les bénéfices devraient demeurer le principal moteur des rendements.** Les perspectives sont toujours positives dans ce domaine. Cependant, à moyen terme, il est essentiel d'évaluer dans quelle mesure la tendance des bénéfices pourrait être structurellement réévaluée à la hausse afin d'estimer le potentiel de croissance du marché, ou inversement, quantifier le risque d'un scénario d'alternance de phases d'expansion et de récession comme dans les années 90. En Europe, nous prévoyons une croissance des bénéfices autour de 6 % (légèrement supérieure pour les secteurs cycliques). Aux États-Unis, nous observons des facteurs qui pourraient potentiellement entraîner des BPA structurellement plus élevés, y compris les conséquences de la politique fiscale du Président Trump (reprise des infrastructures et des dépenses d'investissement). Cependant, pour en faire une révision structurelle, il faudrait également, selon nous, une accélération de la croissance de la productivité mais nous sommes toujours prudents à ce sujet. Nous prévoyons ainsi une extension du cycle actuel des bénéfices, mais nous pensons actuellement que cette tendance est plus cyclique que structurelle. Sur les actions, comme la tendance de la volatilité est à la hausse, les défensives pourraient revenir sur le devant de la scène, mais il est probablement trop tôt pour constater une rotation massive vers les secteurs défensifs.

**En définitive, nous pensons qu'il est essentiel de maintenir une approche active de l'investissement, en accordant la priorité à la sélection des actions et à l'allocation des secteurs.** Comme les **risques d'une nouvelle correction du marché** sont toujours présents (nouvelles sources de volatilité, absence de rotation de style/secteur, et valorisations pas particulièrement attrayantes), les **stratégies de couverture restent essentielles.**

## Nos convictions

### **GESTION DIVERSIFIÉE**

Les tensions commerciales croissantes et l'atteinte probable d'un pic macroéconomique appellent à une plus grande diversification, c'est à dire à la réduction de l'exposition aux actions européennes et japonaises tout en augmentant celle aux actions américaines. Le marché américain devrait encore bénéficier d'une forte croissance économique et de l'extension du cycle grâce à la politique fiscale. Nous conservons notre vision positive sur les actifs risqués, car les fondamentaux le justifient toujours, mais les couvertures structurelles restent essentielles dans cette période complexe de transition vers une phase plus mature du marché.

### **MARCHÉS OBLIGATAIRES**

Avec la poursuite de la pression à la hausse sur les taux d'intérêt, il semble approprié de rester court en durée avec un focus sur les fondamentaux, ainsi que sur les valorisations en Europe. Nous sommes toujours positifs sur le crédit pour des critères fondamentaux, tout en recommandant une approche plus prudente à l'avenir. Nous estimons que le portage reste un élément protecteur. L'élargissement des sources de rendements et la limitation du risque de concentration sont essentiels dans cet environnement. Nous favorisons à ce titre les actifs titrisés aux États-Unis et exploitons les opportunités sur le continuum de crédit en Europe.

### **ACTIONS**

Les investisseurs sont en train de s'adapter à un niveau de volatilité structurellement plus élevé. La croissance des bénéfices par actions se porte toujours bien au plan mondial, et le contexte fondamental n'a pas significativement évolué, mais les préoccupations concernant l'atteinte d'un pic et une potentielle escalade vers une guerre commerciale sont des éléments à surveiller. Nous nous attendons actuellement à ce que le marché soit plus sélectif au niveau des secteurs et des titres.

### **ACTIFS RÉELS**

Dans un contexte de valorisations élevées des marchés publics et de taux d'intérêt bas ou à la hausse, l'allocation des investisseurs aux marchés de capital-investissement a bondi et devrait rester forte : nous estimons que le capital-investissement pourra générer des rendements absolus satisfaisants ainsi qu'une diversification du portefeuille. Selon nous, il sera important d'adopter de nouvelles stratégies différenciées afin d'identifier des champions cachés et de réussir dans un environnement compétitif.

## MACRO

## L'expansion économique mondiale n'est pas en danger sauf si...

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche  
DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique  
MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

La montée des tensions protectionnistes, le tassement de certaines enquêtes et la publication de données parfois décevantes font monter les doutes quant à la poursuite de l'expansion mondiale. **À tort selon nous.**

**Synchronisation de la croissance mondiale : est-ce la fin ?**

Non, les économies sont positionnées de manière plutôt différenciée dans ce cycle et la plupart d'entre elles restent principalement tirées par la demande intérieure. Dans la **zone euro**, plusieurs enquêtes se sont tassées sur la période récente et les « indicateurs de surprise » sont tombés en territoire négatif. Mais d'une part, il faut rappeler que les enquêtes s'étaient envolées les mois précédents (pour certaines à leur plus haut niveau depuis la naissance de l'euro). Et d'autre part, rappeler que quand les attentes sont élevées, il n'est pas exceptionnel d'être « déçu » par certaines publications. Nos indicateurs avancés continuent d'indiquer un rythme de croissance en 2018 deux fois supérieur au potentiel de la zone euro, et ce pour la deuxième année consécutive. **Au Royaume-Uni**, l'accord sur le Brexit conclu avec l'UE sur une période de transition jusqu'à fin 2020 devrait redonner de l'oxygène à l'économie. **Aux États-Unis**, la croissance au T1 s'annonce certes plus faible que prévu (cf. les estimations de la Fed d'Atlanta ou de NY), mais les enquêtes restent solides et la croissance sera mécaniquement stimulée par les baisses d'impôts et l'augmentation des dépenses publiques. **Au Japon**, la reprise se poursuit à un rythme modéré, soutenue notamment par l'investissement. Enfin, **dans les économies émergentes**, la croissance semble se stabiliser aux environs de 5 %. En fin de compte, **ce n'est pas la croissance mondiale qui est en risque, mais plutôt le rythme d'expansion qui pourrait se tasser.**

« Bien que nous ne pensions pas que les actions actuelles sur les droits de douane sapent le potentiel du commerce mondial, elles deviennent sûrement une source d'incertitude qui pourrait atténuer la confiance des investisseurs. »

**Le commerce mondial risque-t-il de chuter ?**

Non, nous pensons que c'est très improbable. Il est clair que si l'administration Trump augmente ses droits de douane, l'UE et la Chine (entre autres) mettraient en oeuvre les mesures de rétorsion annoncées. Mais dans la mesure où les produits ciblés représentent une part faible du commerce mondial, cela n'aurait pas d'impact significatif (les mesures de rétorsion étant elles aussi très ciblées). En attendant, la Maison Blanche repousse l'ouverture des hostilités. Le Canada, le Mexique et très récemment les pays de l'UE ont été in extremis exemptés. Enfin, signalons que les États-Unis sont très isolés : aucun pays ne souhaite entrer dans un conflit commercial plus large.

**L'inflation menace-t-elle d'accélérer ?**

Oui mais légèrement, et davantage aux États-Unis qu'en zone euro. Dans les pays émergents, l'inflation demeure sous contrôle dans la plupart des pays. Avec la disparition graduelle des excès de capacités à l'échelle mondiale, il est naturel de tabler sur une remontée de l'inflation, et des pressions salariales, notamment dans les pays les plus avancés dans le cycle (États-Unis). Mais on observe que « l'inflation non cyclique » a beaucoup ralenti au cours des dernières décennies : les prix de nombreux biens et services demeureront sous pression même si la croissance accélère (effet de la mondialisation, effet Amazon etc.).

**Les banques centrales risquent-elles d'accélérer leur normalisation monétaire**

Non. La Fed et la BCE ont confirmé leur approche graduelle et leur communication reste très prudente. En revoyant à la hausse ses anticipations de hausse de taux (de deux à trois) en 2019, le FOMC a cherché

à envoyer un signal de confiance dans la poursuite du cycle, tout en évitant d'accroître les tensions de marché à court terme. Le ton de la BCE demeure, quant à lui, particulièrement accommodant. La fin du programme d'achat de titres est subordonnée à la remontée de l'inflation (sous-jacente). Et la BCE entend bien maintenir sa « *forward guidance* » forte sur les taux d'intérêt, qui ne remonteront que « bien après » la fin de l'APP.

En définitive, en dépit des turbulences récentes (politiques ou financières), la croissance mondiale demeure solidement ancrée. Le tassement attendu l'an prochain, notamment dans les pays avancés, n'est pas le prélude à un retournement du cycle. Il faudrait un choc financier de grande ampleur, notamment sur les marchés obligataires, pour changer la donne.

## Le point de vue des stratégestes

### La politique budgétaire et commerciale américaine sous les projecteurs

#### La dette américaine

- La révision à la hausse des prévisions de déficit dans le cadre du budget pose la question de l'évolution des besoins de financement au cours des prochaines années. La réforme sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act (TCJA)) approuvée l'année dernière augmenterait l'émission nette de bons du Trésor à long terme (LT) à environ 649 milliards USD en 2018 et 867 milliards USD en 2019. Ces chiffres doivent être relevés avec l'inclusion de la Loi budgétaire et du plan d'infrastructures sur le déficit, s'ils sont adoptés. L'émission nette LT atteindrait 724 milliards USD en 2018 et 1022 milliards USD en 2019.
- 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. Si le déficit devait se concrétiser selon les projections du CBO (Congressional Budget Office) et du TCJA, le ratio entre le déficit budgétaire et le PIB atteindrait -3,36 % en 2018 et -4,45 % en 2019, ce qui pourrait générer une pentification substantielle.
- Cependant, l'augmentation du déficit a lieu à un moment inhabituel de la phase tardive du cycle pendant que la Fed normalise les taux. L'effet de pentification pourrait être atténué, sinon complètement compensé par la hausse des taux de la partie courte, qui continueraient d'anticiper un resserrement supplémentaire de la part de la Fed.

#### Droits de douane américains

- Depuis 1990, les États-Unis ont toujours perdu de la valeur au cours de chaque épisode d'adoption de mesures protectionnistes (Reagan contre le Japon en 1983-1984 et George W. Bush avec l'acier étranger en 2001-2002).
- Les menaces de droits de douane plus élevés sont une source d'incertitude et peuvent saper la confiance des investisseurs.

## GESTION DIVERSIFIÉE

# Exploiter des opportunités de valeur relative

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Notre scénario central reste celui de la reprise synchronisée alimentée par la solidité de la consommation et le renforcement de la croissance des dépenses d'investissement. La croissance du PIB devrait rester au-dessus du potentiel en 2019 (dans la plupart des pays) mais ralentira probablement légèrement par rapport aux niveaux de 2018. Nous prévoyons que l'inflation restera modérée et ne forcera pas les principales banques centrales à changer résolument de cap en termes de réajustement de leurs politiques monétaires. Cela dit, les risques baissiers ont récemment augmenté, principalement en raison des récentes mesures protectionnistes annoncées par les États-Unis. Ces litiges pourraient continuer pendant un moment. Nous ne prévoyons pas d'escalade vers une guerre commerciale ouverte, mais nous continuerons à surveiller de près l'évolution des tensions politiques. Vu les dynamiques contradictoires en place, nous pensons que la meilleure stratégie pour faire face à cette incertitude et livrer des rendements est d'exploiter les opportunités de valeur relative sur tous les marchés plutôt qu'un repositionnement directionnel.

### Des idées à conviction forte

Nous maintenons notre vision positive des actifs à risque, car les fondamentaux macroéconomiques et microéconomiques restent porteurs. Cependant l'augmentation des tensions du côté commercial et la décélération potentielle de la dynamique économique incitent au renforcement de la diversification en réduisant notre exposition aux actions européennes et japonaises tout en augmentant notre préférence pour les actions américaines (tant au niveau global du marché et notamment dans le secteur énergétique des États-Unis). Le marché américain profite actuellement d'une meilleure dynamique économique et d'une extension du cycle, grâce à la récente relance budgétaire massive. D'un autre côté, le renforcement excessif de l'euro et du yen implique que nous ayons une vision plus prudente sur les marchés européens et japonais. Sur les actions, nous campons sur notre axe de recherche de valeur relative au sein des marchés émergents. Nous favorisons la Russie (grâce aux perspectives positives du prix du pétrole) et le HSCEI par rapport à l'indice global des marchés émergents (en raison des changements structurels significatifs en Chine concernant l'exposition aux valeurs financières aux valorisations relativement faibles et le positionnement globalement léger des

### NIKKEI et yen



investisseurs).

En matière d'obligations, nous sommes toujours positifs sur les obligations privées européennes à notation élevée, qui ont montré leur résilience au cours du récent épisode d'aversion au risque de février (principalement en raison du Programme d'achat du secteur privé par la BCE). Du côté de la dette souveraine, nous espérons une augmentation des taux des emprunts d'État à 10 ans indexés sur l'inflation (en Europe, aux États-Unis et au Japon) car nos prévisions économiques indiquent une augmentation graduelle des dynamiques de prix tout au long de l'année. Nous attendons toujours une augmentation des rendements allemands sur la courbe en 2018. Nous voyons de la valeur dans différents segments de la courbe, notamment, aux États-Unis, où nous prévoyons une certaine pentification du segment de 2 à 10 ans. Nous pensons que la courbe est actuellement trop plate pour deux raisons : les primes de risque d'inflation devraient être davantage prises en compte et le déficit budgétaire américain devrait augmenter en raison des réductions fiscales et du plan d'infrastructures. Sur le marché des changes, nous privilégions toujours la couronne norvégienne à l'euro et le dollar néo-zélandais au dollar australien. Dans les marchés émergents, nous favorisons le renminbi chinois à l'euro et au dollar US. Le renminbi est soutenu par des fondamentaux positifs du côté économique, une valorisation largement équitable, et des conditions techniques positives, telles que le portage positif et la possibilité d'attirer davantage de flux en raison de l'inclusion dans l'indice de référence des obligations nationales chinoises.

“Face à de nouvelles sources de volatilité des marchés, nous pensons que le moment est venu d'améliorer la diversification, de réduire les risques sur l'exposition aux actions européennes et japonaises, tout en augmentant notre préférence pour les actions américaines.”

### Risques et couverture

Vu la possibilité d'autres pics de volatilité, les investisseurs doivent chercher à protéger le capital par des stratégies de couverture efficaces. L'exposition à l'or, par exemple, pourrait assurer une protection contre les risques géopolitiques (l'indicateur de risque atteignant son plus haut niveau depuis 2003) : des positions longues sur le yen par rapport au dollar US et au dollar australien pourraient également assurer une protection contre les risques extrêmes. Nous sommes également conscients que les valorisations du marché du crédit sont élevées et pourraient être affectées par d'autres pics de volatilité et les taux nominaux. Par conséquent, nous estimons que les investisseurs doivent gérer prudemment le risque de crédit et de liquidité dans les domaines les plus spéculatifs du marché.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

### Diversifier les sources de rendement

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

### Évaluation globale

Les perspectives économiques globales sont cohérentes avec une politique moins accommodante des banques centrales et la tendance à la hausse des taux d'intérêt. Nous avons révisé nos prévisions de croissance du PIB américain à 2,9 % en 2018, et nous nous attendons à ce que l'écart global de production se résorbe cette année, poussant l'inflation cycliquement à la hausse. Historiquement, les indices agrégés ont pu offrir une diversification par rapport aux actions via la duration et le coussin de *spread* de crédit. Dans le nouvel environnement de marché, les durations élevées, les taux d'intérêt faibles mais en augmentation, et les *spreads* de crédit serrés procurent aux investisseurs une protection très limitée. Il est donc important d'élargir les sources de diversification afin de protéger les revenus et le capital et afin d'atteindre des rendements totaux corrects.

## Obligations d'État des marchés développés

Nous restons favorables à un parti pris de durée courte sur les emprunts d'État des principaux pays (plus marquée dans la zone euro qu'aux États-Unis). Le différentiel de rendement à 10 ans entre les bons du Trésor américain et celui des Bunds allemands est très élevé, en raison des décalages temporels entre les banques centrales. Cet écart devrait se résorber à mesure que la BCE commencera à se placer sur le chemin de la sortie des mesures non conventionnelles. Le positionnement en durée doit être également court au Japon (la BoJ pourrait relever l'objectif de rendement à dix ans, et la normalisation des politiques de taux d'intérêt négatifs devrait alors suivre) et au Royaume-Uni (reprise de l'inflation). Les mouvements de la courbe peuvent également fournir des opportunités : un aplatissement de la courbe des taux Euro est probable, car le segment de 5 – 30 ans est trop pentu dans les principaux marchés, et nous pouvons nous attendre à une hausse de la partie courte de la courbe quand la BCE deviendra moins accommodante. La partie courte du segment de la courbe américaine ne présente pas de valeur particulière à ce stade, mais il n'y a pas de raison d'être trop court en raison des niveaux actuels des taux. Nous sommes toujours positifs sur les obligations périphériques (Italie et Espagne) et sur les obligations indexées sur l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis.

« Les stratégies de portage, de valeur relative et de change tout comme la diversification hors de l'espace traditionnel sont essentielles à l'amélioration du rendement total potentiel des obligations. »

## Obligations d'entreprise des marchés développés

Les conditions macroéconomiques et les fondamentaux sont bons, mais les valorisations restent élevées. Nous sommes positifs sur cette classe d'actifs, mais les investisseurs doivent envisager des stratégies pour réduire le risque de crédit en privilégiant les obligations court terme, la liquidité plus élevée et les améliorations de la qualité. Dans la zone euro, la demande est forte et les perspectives de croissance positives : nous conservons une vision optimiste sur les obligations subordonnées (financières et non financières) dont les *spreads* sont toujours attrayants. Dans l'espace IG américain, le levier diminue (bien qu'il soit toujours élevé), les ventes sont robustes, et les dépenses d'investissement reprennent. Nous préférons la banque, l'assurance et l'énergie. Nous pensons que les investisseurs doivent envisager d'autres stratégies de diversification, comme les actifs titrisés aux États-Unis ou les catégories alternatives du crédit en Europe.

## Obligations émergentes

Les perspectives de taux aux États-Unis continueront à dicter la tolérance au risque au cours des prochains mois, mais nous voyons une résilience relativement bonne de la dette des marchés émergents à des taux plus élevés (élargissement modeste du *spread*). Les fondamentaux économiques restent forts et de

### Écart de taux d'intérêt en pp (États-Unis – Allemagne)



nombreux pays en sont à des étapes précoces du cycle (par ex., la Russie et le Brésil). La volatilité réduite des matières premières et le dollar faible soutiennent également les perspectives des devises des marchés émergents, même si l'évolution de la politique commerciale doit être surveillée de près. Nous réitérons notre conviction qu'il y a peu de perspective haussière à attendre de la compression des *spreads* et que les obligations des marchés émergents restent un portage pour 2018. La dette court terme offre, selon nous, un bon équilibre entre risque et rendement. La dette privée est toujours préférée à la dette souveraine, grâce aux faibles perspectives de défaut. Au niveau pays, la sélection reste essentielle : nous suggérons le Brésil (toujours apprécié et dont les fondamentaux s'améliorent), la Russie (pétrole et amélioration de la situation domestique) et le Mexique, et sommes plus positifs sur l'Afrique du Sud, en raison de l'évolution du paysage politique. Les stratégies de couverture (lorsque les *spreads* sont trop serrés) peuvent être envisagées à ce stade pour atténuer le risque.

### Marché des changes

Notre objectif 2018 pour l'euro/USD est toujours à 1,25, avec un biais à la hausse vers la fourchette 1,25-1,30. Nous avons une vision négative sur la livre britannique et le yen par rapport à l'euro et le dollar US.

*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

### Au-delà des rumeurs

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

### Évaluation globale

Nous vivons aujourd'hui une phase de marché plus volatile. Les facteurs à l'origine de ce mouvement vont d'une crainte d'une augmentation des rendements obligataires à une crainte de la stabilisation. Au-delà des rumeurs, la perspective de bénéfices reste solide (pas de récession à venir) selon nous, mais des surprises économiques positives sont nécessaires à un nouvel épisode de hausse immédiat. Les cycliques surperforment les défensives sans qu'une rotation majeure des thèmes se fasse encore sentir.

### Europe

Le marché est dans une large fourchette de cotation, avec des prix asymétriques pendant la période de publication des résultats (le marché sur-pénalise les sociétés qui n'ont pas atteint leurs objectifs et ne réagit pas pour les sociétés qui les dépassent). Nous pensons qu'il s'agit d'un signe d'essoufflement, les marchés devenant nerveux en raison du niveau actuel des valorisations. Vu les forces divergentes en jeu et le risque élevé (pourparlers commerciaux, stabilisation), une forte priorité *bottom-up* est nécessaire pour identifier les sociétés plus exposées à des facteurs bénins (croissance intérieure). Nous pensons que les investisseurs doivent aborder le marché avec une priorité sur l'énergie, les banques, l'assurance, et un biais court sur l'immobilier, les télécom et les services collectifs. Pour trouver des actions défensives bon marché, le secteur de la consommation de base (alimentation/détail) peut être intéressant, car certains titres anticipent des perspectives trop pessimistes. Les petites et moyennes capitalisations, plus domestiques et moins impactées par les négociations sur les droits de douane, peuvent fournir de bonnes opportunités pour jouer la croissance européenne.

### États-Unis

Les fondamentaux restent relativement solides sur le marché américain. Tandis que nous passons à l'étape suivante du programme de Trump, le commerce, (après la réduction des impôts et de la réglementation), la

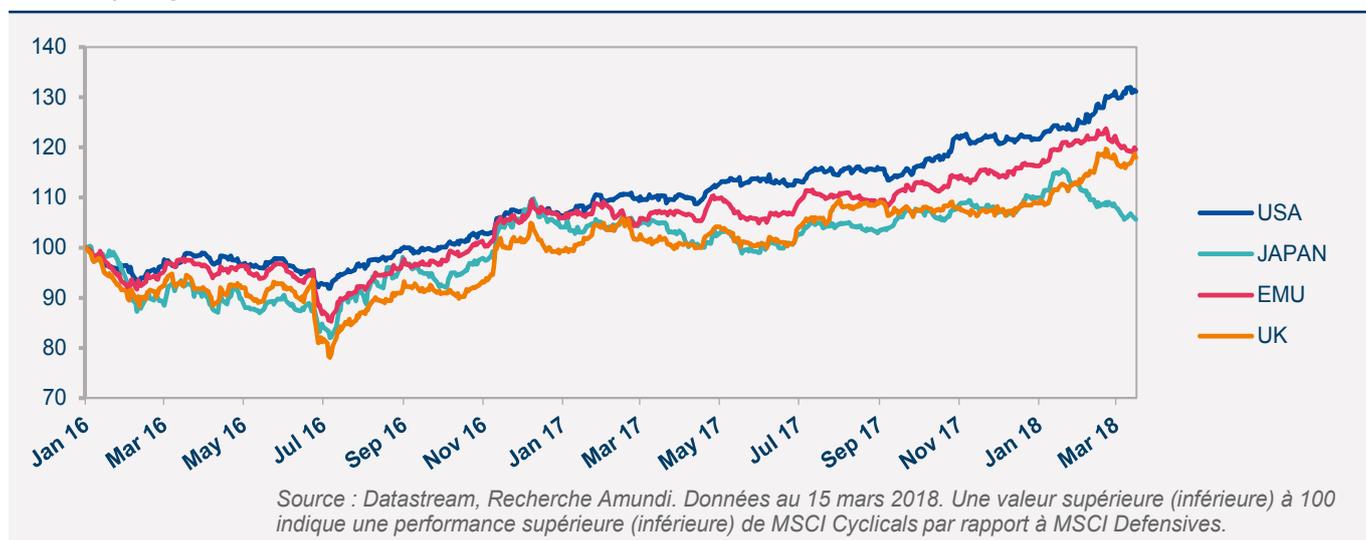
route devient plus chaotique. Les guerres commerciales peuvent être, au mieux, neutres sur les bénéfices, plus probablement négatives, mais jamais positives. Les points essentiels à surveiller sont les hausses des prix des matières premières, les pressions concurrentielles, et la politique commerciale qui pourraient compenser les effets positifs de la réforme fiscale. La plupart des sociétés ont montré leur capacité à agir suffisamment sur les prix pour compenser les coûts des matières premières et les pressions sur les salaires. Cependant, les pressions sur les coûts logistiques sont au cœur des priorités : les coûts de transport s'envolent et certaines sociétés semblent mieux positionnées que d'autres pour gérer la logistique/les stocks. Ainsi la sélection sur ce front s'avérera essentielle. La technologie fait l'exception par rapport au marché : les dépenses du « cloud » sont les principales bénéficiaires de la réforme fiscale et devraient encore soutenir les perspectives des méga-capitalisations, même si ces sociétés ne sont pas bon marché en termes de valorisation. Tandis que les logiciels et les services continuent leur lancée, l'accélération des profits des semi-conducteurs est notable, comme le marché considère toujours l'industrie comme cyclique, même si l'élargissement de ses marchés suggère un cycle d'activité plus stable. Nous observons que le marché accorde toujours trop de décote aux banques au moment où leurs modèles économiques se stabilisent, où les taux montent et où les pressions réglementaires s'atténuent. Encore une fois, le *bottom-up* sera essentiel en 2018, puisque l différents thèmes tireront le marché.

“Les fondamentaux n'ont pas changé : les aspects à surveiller sont la reprise de la dynamique et l'évolution des pourparlers commerciaux.”

### Marchés émergents

Les actions des marchés émergents conservent un écart de valorisation notable avec les principales actions des marchés développés. Le dividende (4,2 % pour les dividendes élevés de l'indice MSCI EM) est attractif et représente une manière d'optimiser l'exposition aux revenus des actions à un prix raisonnable. La classe d'actifs est également attractive en termes de ratios coût-bénéfices (PER) proches des plus bas historiques en termes absolus. Les perspectives de bénéfices sont également bien orientées : La saison des résultats du T4 2017 représente plus de la moitié des actions de l'indice et au moment où nous écrivons, la croissance sur l'année au T4 2017 (trimestre actuel de résultats par rapport au même trimestre de l'année précédente) est proche de 20 % en USD, ce qui confirme le mouvement positif dont nous pensons qu'il se confirmera en 2018. Cependant les divergences entre les pays et les secteurs persistent : les révisions de bénéfices demeurent en général positives, avec quelques exceptions (le Mexique et la Malaisie par exemple). Au niveau régional, nous avons une bonne opinion des scénarios intérieurs (le Brésil, par ex.), Nous sommes raisonnablement optimistes sur l'EMEA (Russie), et conservons une vision positive des économies asiatiques (Chine). Nous sommes désormais plus positifs sur l'Afrique du Sud, en raison de l'évolution du cadre politique.

### MSCI Cycliques/Défensives



## ACTIFS RÉELS

# Capital-investissement : nouveaux records, besoin de réflexion stratégique

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

### Un nouveau haut pour le marché du capital-investissement

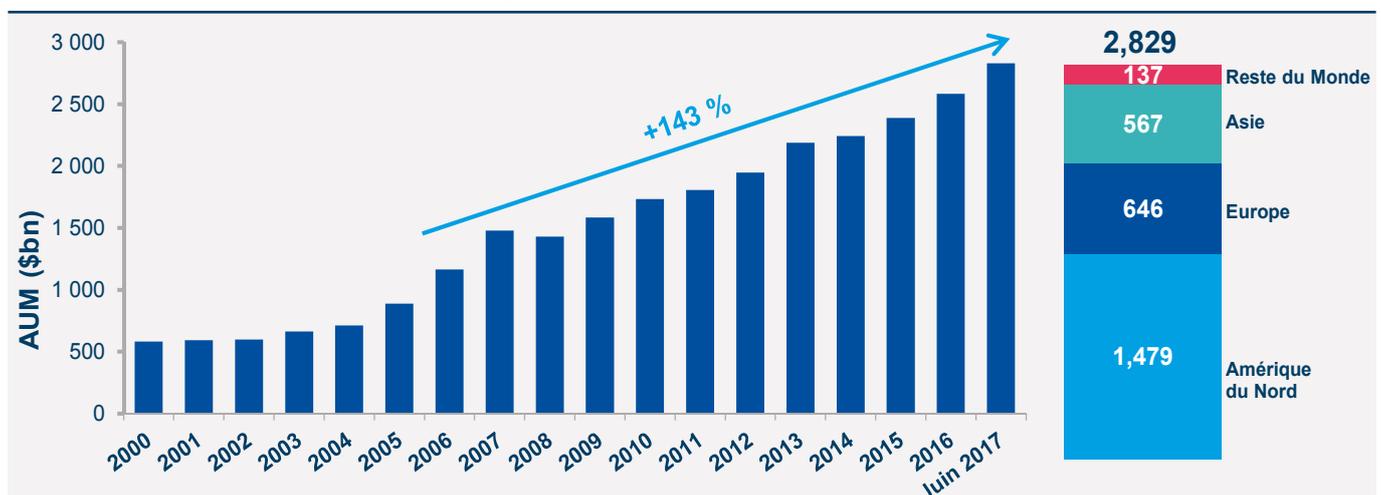
Le secteur du capital-investissement a connu une excellente année en 2017, les actifs à l'échelle mondiale sous gestion ont atteint un nouveau record à 2 830 milliards de dollars, en juin 2017, en hausse de 9,6 % par rapport à la fin décembre 2016, plus du double de l'industrie à la fin de 2006. Il s'agit de la neuvième année consécutive de croissance depuis la crise financière mondiale. Le moteur fondamental qui sous-tend l'intérêt des investisseurs et leur confiance dans le capital-investissement est sûrement sa capacité à livrer des rendements attrayants stables. L'indice Prequin Private Equity, référence de cette classe d'actifs, a surperformé systématiquement les indices S & P 500 TR et MSCI World TR depuis le début de 2005, et obtenu de fortes hausses sur les horizons à un an (+17,3 % de rendement annualisé), trois ans (+13,4 % de rendement annualisé) et cinq ans (+15,4 % de rendement annualisé) à juin 2017. Dans le contexte de valorisations élevées sur les marchés publics, et de taux d'intérêt faibles/en augmentation, l'allocation de capital des investisseurs aux marchés de capital-investissement restera probablement importante : nous pensons que le capital-investissement peut être également bien positionné pour tirer le cycle économique et fournir des rendements absolus élevés et la diversification du portefeuille.

“L'industrie du capital-investissement paraît toujours en très bonne forme, mais l'évolution des dynamiques incite à une stratégie d'investissement différenciée.”

### L'avantage des stratégies de participation minoritaire active

En raison des bonnes performances, de nouveaux capitaux sont arrivés sur le marché du capital-investissement qui ont atteint 453 milliards USD en 2017, soit un record jamais atteint sur une année. En réponse à la demande croissante des investisseurs, de nouvelles entreprises ont intégré la classe d'actifs du

### Actifs de capital-investissement sous gestion



Source : Prequin, Recherche Amundi. Données au 15 mars 2018.

capital-investissement, rendant ainsi le paysage plus concurrentiel. Selon les données Prequin, le nombre de fonds actifs de capital-investissement a augmenté significativement au cours des dix dernières années : on compte en janvier 2018 2 296 fonds au plan mondial (+26 % par rapport à janvier 2017). La concurrence de plus en plus rude sera l'un des principaux défis auxquels seront confrontés les gestionnaires de fonds dans l'univers du capital-investissement au cours des années à venir. Les gestionnaires de capital-investissement doivent également gérer cinq mégatendances mondiales qui redessinent l'environnement d'investissement (technologie, capitalisation, et évolutions démographiques, environnementales et sociétales). Les gestionnaires de fonds devront ainsi expérimenter de nouvelles stratégies pour se différencier de leurs concurrents et exploiter leur potentiel pour trouver les champions cachés qui devraient probablement bénéficier de l'une au moins de ces cinq principales mégatendances.

Nous pensons que dans ce nouveau scénario compétitif et changeant, les stratégies d'investissement mineures dans les petites et moyennes entreprises (plus souples pour affronter les mégatendances que les grandes sociétés) peuvent s'avérer une bonne manière d'être compétitif, puisqu'elles permettent aux participants du marché de bénéficier de synergies en partenariat avec la direction. L'adoption d'une approche activiste implique de prendre des participations minoritaires dans des sociétés non cotées, et de rester très impliqué dans toutes les décisions de la direction, avec un horizon d'investissement de moyen à long terme en moyenne. Afin de créer de la valeur, l'activisme doit être sélectif et il faut privilégier l'investissement dans des sociétés dont le management est de grande qualité, les fondamentaux financiers solides, et la rentabilité convaincante (nous pensons par exemple que les sociétés ayant adopté des critères ESG disposent d'un avantage compétitif pour bénéficier des mégatendances mondiales ci-dessus, ce qui peut inciter à une adoption plus large de ces critères dans le capital-investissement). Nous voyons à ce titre des opportunités en France, en Allemagne et en Italie du nord. Enfin, puisque l'approche activiste nécessite un accès à des entreprises familiales ou dirigées par leurs fondateurs, la proximité géographique joue un rôle important dans le maintien de relations plus étroites et plus efficaces avec le management.

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

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

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

		Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs				
Notre vue à 3-6 mois		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	→			●
	+	Dettes émerg., devises locales	→			●
ACTIONS	+	US	→			●
	+	Zone euro	↘			●
	=	RU	→		●	
	+	Japon	↘			●
	+	Pac. hors Jap.	→			●
	+	ME internationaux	→			●
	+	Convertibles	→			●

**DEVISES ET ACTIFS RÉELS**

**LÉGENDE**

DEVISES	+	EUR/USD	→	-	Négatif
	=	EUR/GBP	→	=	Inchangé
	+	EUR/JPY	→	+	Positif
	+	USD/JPY	→	●	Sous-pondération
ACTIFS RÉELS	+	Immobilier	→	●	Neutre
	++	Infrastructures mondiales	→	●	Surpondération
	+	Dettes privées	→	●	Surpondération

Source: Amundi, au 20 mars 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

### D'où peut provenir la prochaine crise financière ? Sommes-nous prêts à l'affronter ?

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Achévé de rédiger le 22/03/2018

#### L'essentiel

Alors que le monde n'est pas encore complètement sorti des suites de la crise financière de 2007-2008, la question du risque d'une nouvelle crise se pose déjà. Il s'agit de savoir s'il est possible de passer d'un régime de croissance sans inflation et à taux bas à un régime de plus forte volatilité et d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés sans que ne se produise une crise financière ou un choc macro-économique... Là est tout l'enjeu de 2018.

La faiblesse souvent jugée excessive des taux longs, la bulle de crédit en Chine ou la valorisation « excessive » de certains marchés d'actions sont généralement évoqués comme pouvant être des segments à risque, alors qu'une décision de politique monétaire mal perçue ou une remontée soudaine des anticipations d'inflation apparaissent comme les déclencheurs de crise les plus crédibles, via un « repricing » des primes de risque. Ne pas sous-estimer les éléments accélérateurs, assez puissants actuellement, que sont potentiellement la faible liquidité des marchés de taux, la concentration des positions et le mimétisme des investisseurs. Il est bien difficile de miser sur une crise financière majeure, à l'image de celle qui a prévalu en 2000 ou en 2008. Parmi les critères rassurants, mentionnons la bonne santé des banques, une situation macroéconomique favorable, des économies à plus faible sensibilité à l'inflation qu'auparavant, et des banques centrales encore crédibles, prévisibles, bonnes communicantes.

Le scénario qui nous paraît le plus probable pour 2018 n'est pas un scénario de crise, mais plutôt de plus forte nervosité. Le contexte de marché a en effet évolué. Des politiques de taux d'intérêt parvenues à leur terme, la fin de « l'ère des taux bas pour toujours », la fin de la grande période de désinflation, la disparition graduelle des programmes de QE... Tout ceci signifie que le « repricing » des primes de risque se traduira inévitablement par des phases de plus grande volatilité, des remontées de taux courts et longs, des plus larges *spreads* de crédit, et sans aucun doute des chocs réguliers sur les marchés d'actions.

Le monde n'est pas encore complètement sorti des suites de la crise financière de 2007-2008, que déjà se pose la question du risque d'une nouvelle crise. Le thème du changement de régime (de volatilité, de niveau de taux d'intérêt, d'inflation...) a refait surface, et c'est ce qui a entraîné une nette correction des marchés financiers en janvier – février dernier.

**Avec le changement brutal de régime, l'ingrédient classique d'une crise financière est l'excès de liquidités qui conduit à une bulle de crédit :** le stock et l'évolution de la dette privée (en Chine notamment) et de la dette publique, ainsi que le faible « deleveraging » depuis la crise de 2008 restent des sujets de préoccupation. L'histoire économique nous apprend que les crises financières ont en commun de ne pas avoir été prévues, ou plus exactement, elle nous apprend que les mesures pour les éviter n'ont jamais été prises à temps.

En réalité, les crises ont toutes été précédées de signaux souvent très clairs, mais ceux-ci ont été généralement ignorés ou sous-estimés (par les régulateurs, par les banques centrales, par les acteurs financiers...). Mais qui pensait vraiment dans les années 90 que la bulle technologique n'allait pas finir par éclater ? Qui croyait réellement que le surendettement continu ne créerait pas de forts remous économiques et financiers dans les années 2000 ? Le PDG d'une grande banque américaine déclarait avec cynisme en 2009 (comme une excuse suite aux lourdes pertes financières après la crise), que « tant que la musique joue, tout le monde continue à danser ». Enfin, aujourd'hui, qui croit encore que le régime de faible volatilité, de faible inflation, de taux bas, et de valorisation excessive des actifs peut durer indéfiniment ?

Il existe deux types de chocs :

- Les **chocs de marché** (par exemple, 10 % de baisse), fréquents et généralement salutaires, car ils permettent de « purger » les positions excessives ou de corriger les valorisations excédentaires. Ces corrections ne sont pas alarmantes pour la continuité du régime.
- Les **crises financières**, qui représentent souvent de véritables interrogations sur le régime existant, voire sur le fonctionnement global des marchés financiers et de l'économie (elles sont également perçues comme des crises du capitalisme et de ses excès). La crise financière a généralement lieu après des périodes de valorisations excessives ou, pire encore, de bulles.

La question est de savoir s'il est possible de passer d'un régime de croissance sans inflation et à taux bas à un régime de plus forte volatilité et d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés sans que ne se produise une crise financière ou un choc macro-économique... Là est tout l'enjeu de 2018.

### D'où proviennent les bulles financières ?

Les facteurs qui peuvent favoriser le développement de bulles/évaluations excessives sont assez bien identifiés :

- **La rationalité** : la faible croissance et la faible inflation sont deux éléments incontestables, objectifs et rationnels qui justifient le faible niveau des taux d'intérêt, et donc la revalorisation des actifs obligataires et des actions (et des actifs risqués en général).
- **L'opportunité** : la faiblesse des rendements des actifs sans risque, la facilité à utiliser l'effet de levier, l'optimisme sur les perspectives économiques, l'incertitude sur la valeur fondamentale ou la valeur d'équilibre des actifs concernés,
- **La confiance** : celle-ci a été fournie par les banques centrales, y compris par les programmes d'achat d'actifs qui poussent et maintiennent les taux inférieurs aux niveaux « d'équilibre », et qui rassurent quant à la vigueur des mesures (présentes et à venir) et à la réactivité des banques centrales.
- **La complaisance** : la mondialisation (flux de capitaux), la réglementation (qui a poussé certains types d'investisseurs vers les obligations) et la recherche d'actifs sûrs (obligations du Trésor américain ou obligations allemandes) ont favorisé la complaisance des marchés financiers, et notamment parce que ces facteurs sont souvent considérés comme quasiment irréversibles.
- **Le mimétisme** : les effets de mimétisme et autres mouvements panurgéens sont souvent à l'origine des envolées de prix... et des chutes de prix. En situation de bulle, les positions sont similaires dans un grand nombre de portefeuilles, et le renversement de ces positions, souvent brutales et simultanées, favorisent les grands mouvements de marché.
- **La différence ou la perception de la différence** : beaucoup d'investisseurs et d'analystes pensent que cette fois-ci, tout est différent. Les taux d'intérêt et l'inflation sont bas pour longtemps, et l'impression que les conditions du marché des taux ne changeront pas radicalement domine dans les esprits. Les politiques monétaires ultra-accommodantes n'ont en outre pas eu d'impact sur les anticipations inflationnistes et les anticipations de croissance potentielle, et ceci est venu renforcer la thèse d'une « stagnation séculaire ».

Tout changement majeur dans un de ces facteurs serait bien évidemment un élément déclencheur d'éclatement de bulle.

### Quels sont les marchés à risque ?

À tort ou à raison, trois segments de marché sont généralement présentés comme étant des segments à valorisation excessive ou sous régime de bulle.

- **Le premier segment de marché à risque est sans conteste le marché obligataire**. Il n'y a pas d'inflation des prix de biens, mais inflation des actifs. Au total, les taux d'intérêt sont « trop bas » à cause des politiques monétaires ultra expansionnistes et des QE, de l'excès de liquidités des banques centrales et de la plus faible liquidité de marché. En situation de bulle, les prix sont éloignés de leur valeur d'équilibre, et c'est là tout le problème.
- **Le deuxième segment de marché à risque est le marché du crédit en Chine (graphique 2)**. L'économie chinoise a conservé une forte croissance suite à la crise financière de 2008, et le pouvoir chinois fait tout son possible pour maintenir un taux de croissance supérieur à 6 %. Mais cela a eu pour effet un gonflement de la dette intérieure, cumul de la dette publique et des dettes des entreprises et des ménages. Une remontée des taux à l'échelle mondiale serait de ce fait fortement préjudiciable à l'économie chinoise. Le risque est grand d'assister à un difficile dégonflement de la bulle chinoise : il pourrait être mal contrôlé par le pouvoir central. Sa mauvaise gestion de la bulle de spéculation

boursière, qu'il a provoquée puis enrayée en 2015, ou sa gestion du yuan en 2015 et début 2016 ne sont pas forcément de bon augure.

- **Le troisième segment à risque est le marché boursier américain**, qui est considéré par de nombreux investisseurs – parfois avec de mauvais arguments – comme étant fortement surévalué... mais dont la croissance est en réalité justifiée par la vigueur de l'activité économique (supérieure à la croissance potentielle), le manque de l'inflation, le retour des bénéfices, les mesures fiscales, mais aussi la politique monétaire toujours accommodante.

### Crise financière : facteurs déclencheurs vs. facteurs accélérateurs

Dans des marchés subitement baissiers et/ou affectés par les ventes de feu, il ne faut pas confondre les **facteurs déclencheurs de crise** (changement de politique monétaire, choc géopolitique...) et les **facteurs accélérateurs de crise** tels que le mimétisme (renversements de positions de portefeuille lorsque ceux-ci sont globalement tous positionnés dans le même sens), la concentration ou la faible liquidité...

### Quels pourraient être les éléments déclencheurs d'une crise ?

Plusieurs facteurs sont susceptibles de jouer ce rôle.

**(1.) Un « repricing » des primes de risque** : une « réévaluation » des primes de risque entraînerait des phases de volatilité plus élevée, des taux d'intérêt à court et à long terme plus élevés, des *spreads* de crédit plus larges et sans doute des baisses de marchés boursiers, sauf si le cycle de croissance et les perspectives de profit progressent de nouveau.

**(2.) Un choc inflationniste** : les taux d'inflation sont partout – ou presque – inférieurs à la cible de la banque centrale considérée. Hormis un choc pétrolier ou une volonté politique conduisant à une politique salariale radicalement différente, il est difficile de croire que l'inflation va soudainement et fortement progresser. Le fonctionnement actuel des marchés du travail va plutôt dans le sens opposé. Mais nous ne sommes pas à l'abri de publications de mauvais indicateurs d'inflation ou plus simplement d'une remontée des anticipations d'inflation.

**(3.) Un choc de politiques monétaires** : la politique monétaire est souvent l'élément déclencheur des crises financières. Rappelons qu'en février 1994, c'est un événement de politique monétaire qui avait déclenché le krach obligataire. Dans le milieu des années 90, c'est le laxisme monétaire de la Fed qui avait créé une bulle, puis son éclatement en 2000. Cette crise avait même engendré une récession globale : désendettement massif des entreprises, perte de confiance, chute des marchés boursiers et effets de richesse négatifs... De 2002 à 2007, c'est encore une fois la faiblesse des taux qui, conjuguée à des primes de risque anormalement basses, avait provoqué le gonflement de la bulle immobilière, avec également le développement d'une titrisation parfois douteuse. Cela avait débouché sur la grande crise financière de 2007/2008 (crise des subprimes, faillite de Lehmann Brothers...). En 2013, c'est l'annonce de la fin du programme QE américain (et son arrêt en 2014) qui avait entraîné la forte baisse des marchés émergents et le fort repli de la croissance de l'économie de ces pays. Le risque est moindre aujourd'hui car les banques centrales préparent le terrain et ne prennent jamais les marchés par surprise.

**(4.) Une déception sur le couple croissance – inflation...** les marchés financiers ne surestiment-ils pas aussi bien l'inflation que la croissance ? La reprise économique actuelle (croissance au-dessus du potentiel, politiques monétaires accommodantes, faible inflation, taux bas, faible volatilité, « grande modération ») ne deviendra pas une « nouvelle norme » et un retour de la croissance à son potentiel est hautement probable, ce qui réduira également les risques inflationnistes.

**(5.) Le démantèlement des régulations financières** entraînerait sans aucun doute des prises de risque excessives, et une complaisance encore plus forte que celle qui prévaut actuellement.

**(6.) Un choc politique ou géopolitique** : les zones de tension ne manquent pas (Corée, Turquie, Arabie Saoudite – Iran, Brexit, montée des populismes...) et un choc non anticipé et/ou de grande ampleur serait susceptible de créer précisément ce qui est redouté, à savoir un *repricing* des primes de risque. Ajoutons qu'une hausse du prix du pétrole, issue de tensions au Moyen-Orient, serait sans doute un élément déclencheur de remontée des anticipations d'inflation plus crédible qu'une hausse des salaires.

**(7.) Un accroissement des tentations protectionnistes et du repli sur soi** serait sans aucun doute désastreux pour bon nombre de pays « émergents », en particulier si cela entraîne une guerre des monnaies et un recul de la globalisation. Cela aggraverait encore tout ralentissement économique et créerait un cercle vicieux débouchant sur une nouvelle crise, une crise financière, économique et politique.

## À de rares exceptions près, la contagion est inévitable

L'ampleur de la contagion est principalement liée à la mondialisation économique et financière, mais aussi à la nature de la crise. S'il s'agit d'un pays ou d'une zone précise, et si les non-résidents ont peu investi dans ce pays ou cette zone, alors la contagion reste faible. Une réévaluation « simple » des primes de risque, entraînant une hausse modérée des taux d'intérêt, serait moins dommageable pour les sphères réelles, puisque les taux d'intérêt resteraient objectivement bas à la fin. Mais la question de l'impact de la sphère financière sur la sphère réelle doit toujours être posée.

Crises financières : origines et effets de contagion		
Événement	Origine de la crise	Propagation
<b>Crise boursière de 1929</b>	Marché boursier américain	Sphères économiques et financières du monde développé
<b>Crise des pays en voie de développement des années 1980</b>	Crise de la dette souveraine mexicaine	Propagation à l'ensemble des pays d'Amérique latine
<b>Krach boursier de 1987</b>	Marché boursier américain	Marchés boursiers européens et japonais essentiellement
<b>Crise bancaire japonaise de 1990</b>	Sphère immobilière	Sphères économiques et financières japonaises
<b>Krach obligataire de 1994</b>	Marché obligataire américain	Marchés obligataires mondiaux
<b>Crise de change du Mexique de 1994</b>	Marché des changes	Propagation à l'ensemble des pays d'Amérique latine (effet Tequila), Argentine et Brésil en tête
<b>Crise de change en Thaïlande de 1997</b>	Marché des changes	Propagation à l'ensemble des pays émergents et en transition (Asie, Amérique Latine, Europe), toutes sphères économiques et financières
<b>Krach d'avril 2000</b>	Marché boursier américain	Propagation à l'ensemble des marchés boursiers et sphères réelles des pays développés
<b>Grande crise financière de 2008</b>	Marché immobilier américain ( <i>subprimes</i> )	Propagation à l'ensemble des marchés financiers et sphères réelles des pays développés et émergents

## Sommes-nous prêts à affronter une crise financière ?

On peut évaluer le degré de préparation à une crise financière au regard de plusieurs critères.

**(1.) La vulnérabilité des pays :** ce que l'on peut dire, c'est que les pays émergents sont beaucoup moins vulnérables actuellement qu'ils ne l'étaient au moment de la grande crise financière ou au moment de l'interruption du QE de la Fed : une croissance plus solide, des facteurs domestiques de croissance plus affirmés, des balances courantes et soldes budgétaires plus flatteurs, des réserves de change plus importantes, des taux d'inflation en deçà des cibles d'inflation (hormis quelques pays comme la Malaisie et la Turquie...)

**(2.) L'existence – ou non – de marges de manœuvre budgétaire et fiscale :** certains pays ont pu – su – reconstituer des marges de manœuvre, comme l'Allemagne, par exemple... mais cela reste des cas isolés. Pour le reste de la zone euro ou pour les États-Unis notamment, cela est beaucoup moins sûr. Au niveau mondial également, la dette progresse plus vite que le PIB. La dette était jugée excessive en 2008 : que doit-on dire aujourd'hui ? Comment réagiraient les marchés financiers à une hausse des taux d'intérêt ?

**(3.) L'existence – ou non – de marges de manœuvre pour les politiques monétaires :** les banques centrales des grands pays avancés sont très en retard sur le cycle (graphique 1), la Banque du Japon plus que la BCE, et la BCE bien plus que la Fed. Dans un environnement de taux bas, il restera le recours éventuel à de nouveaux programmes de QE, très utiles en phase de crise financière ou quand se profilent des menaces sur l'activité économique.

**(4.) Le positionnement des marchés financiers :** plus les positions sont consensuelles et/ou la liquidité est faible, et plus les risques d'effondrement sont forts. Il convient de rappeler que **lorsque la liquidité diminue, les prix deviennent beaucoup moins puissants en termes d'information**, car ils s'éloignent de leurs fondamentaux. **Les risques de contagion et de volatilité ont également tendance à s'amplifier, tandis que des marchés moins liquides ont une capacité d'absorption des chocs moindre. Une plus faible liquidité signifie enfin une capacité de manipulation plus grande.** Au total, nous pouvons voir la question de la liquidité et du positionnement sur le marché dans le contexte actuel.

**(5.) L'état de la conjoncture :** la conjoncture est solide, et c'est indéniablement un atout dans les circonstances actuelles. L'ensemble des moteurs de croissance sont actifs: la consommation, l'investissement, le commerce mondial et les politiques budgétaires, fiscales et monétaires sont plutôt accommodants. Dans la zone euro, au Japon, aux États-Unis ou en Chine, la croissance est supérieure au potentiel.

**(6.) La contrainte de la dette :** il est désormais évident que le niveau de la dette conditionne les politiques économiques. Si le service de la dette a peu évolué depuis 2005 (il a même pu baisser dans certains pays), la dette nominale n'a cessé de progresser: elle a en fait globalement doublé en un peu plus de 10 ans. Autrement dit, une remontée des taux d'intérêt générerait de nouvelles questions sur la solvabilité des États/entreprises à fort niveau de levier. Sur ce point, l'économie mondiale n'est sans doute pas préparée à faire face à une crise financière (graphique 3).

### Trois scénarios en présence

#### Scénario # 1: 2018, nouvelle année de « grande modération », avec faible volatilité, stabilité de la croissance et de l'inflation, faible inflation et taux bas (probabilité: 10 %)

2018 ne ressemblera sans doute pas à 2017, car la situation économique évolue fortement. Les *output gaps* seront comblés au cours des mois à venir, les taux de chômage reviennent vers leur niveau structurel... tout ceci revient à dire que la croissance ne va pas accélérer, bien au contraire, et que les risques inflationnistes – même modérés – se précisent. Une situation qui devrait permettre aux banques centrales, Fed en tête, de poursuivre la reconstitution de marges de manœuvre. L'environnement de grande modération (stabilité des grands agrégats économiques comme la croissance et l'inflation), mais aussi l'environnement de faible volatilité et de faibles taux d'intérêt s'efface peu à peu.

#### Scénario # 2: 2018, une année de plus forte volatilité, avec mouvements d'humeur des marchés financiers (probabilité: 75 %)

Il est bien difficile de miser sur une crise financière majeure, à l'image de celle qui a prévalu en 2000 ou en 2008. Parmi les critères rassurants :

- La bonne santé des banques, bien capitalisées, à effet de levier réduit, et revenus plus stables. Les banques accordent désormais un plus grand poids aux activités *retail*, comme à la suite de la crise des marchés émergents de la fin des années 90 ;
- Une situation macroéconomique favorable ;
- Des économies ayant une sensibilité à l'inflation plus faible qu'auparavant ;
- Un taux d'intérêt neutre plus bas qu'avant, ce qui signifie que combler l'écart avec ce taux est plus rapide ;
- Des banques centrales encore crédibles, prévisibles, bonnes communicantes.

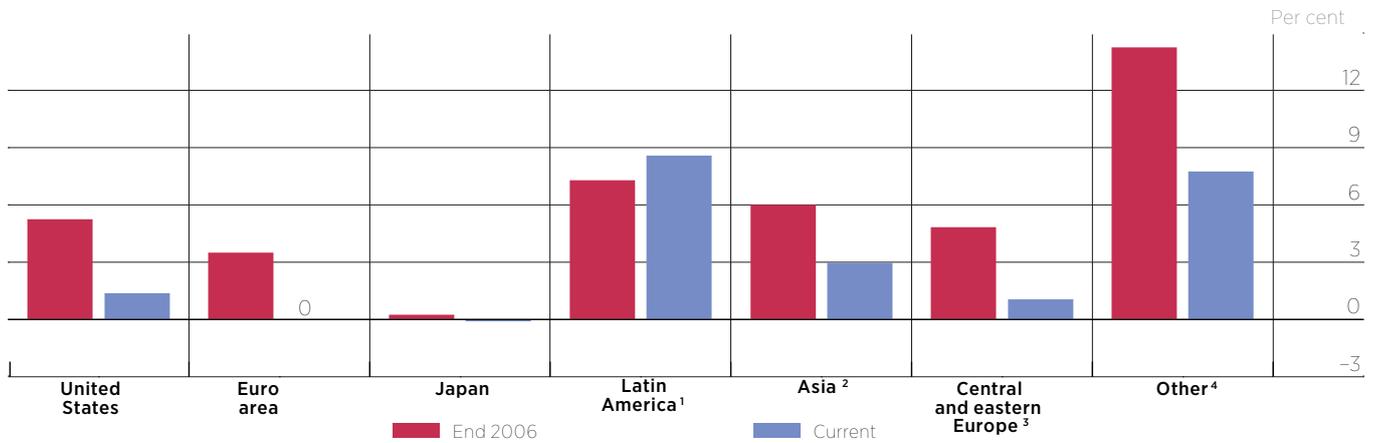
Le contexte de marché a néanmoins changé: i) les politiques monétaires conventionnelles (politiques de taux d'intérêt) sont parvenues à leur terme... et « l'ère des taux bas pour toujours » est révolue ; ii) la grande période de désinflation est terminée ; iii) les programmes de politiques monétaires non conventionnelles (QE) disparaissent peu à peu. Tout ceci signifie que le « repricing » des primes de risque se traduira inévitablement par des phases de plus grande volatilité, des remontées de taux courts et longs, des plus larges *spreads* de crédit, et sans aucun doute des chocs réguliers sur les marchés d'actions.

#### Scénario #3: 2018, année de crise majeure (probabilité: 15 %)

Rien n'est impossible et la survenance d'une crise financière importante ne peut être totalement exclue. Ce n'est pas notre scénario central, cependant. Il convient de noter que la faible liquidité et le positionnement similaire de nombreux portefeuilles constituent un risque supplémentaire pour les marchés financiers en cas de crise/choc. Nous savons que les banques centrales ont des marges de manœuvre faibles, tandis que la dette publique et les déficits publics vont limiter les capacités contra-cycliques des politiques économiques. De toute évidence, les politiques monétaires dans la plupart des pays avancés ne sont pas en mesure de soutenir les économies et les marchés financiers en cas de crise... sauf à rouvrir de nouveaux programmes d'assouplissement quantitatif.

Annexe

1/ Politiques monétaires : taux directeurs en 2006 et en 2016



1. Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru.

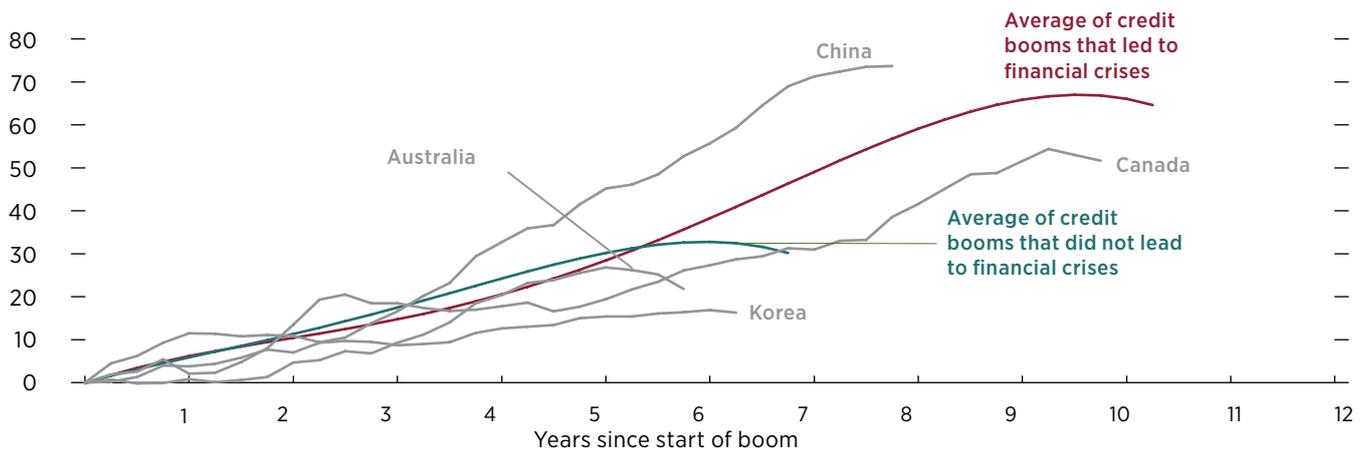
2. China, Hong Kong, SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore and Thailand.

3. Czech Republic, Hungary and Poland.

4. Russia and Turkey

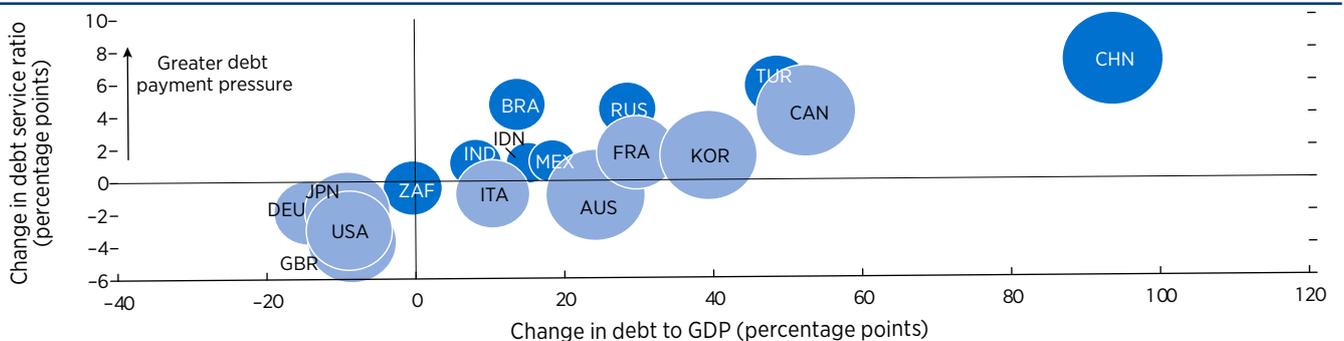
Sources: Datastream; national data; BIS calculations.

2/ Variation du ratio crédit/PIB (points de pourcentage)



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

3/ Évolution des ratios de la dette privée et du service de la dette du secteur non financier, 2006 - 2016



Sources: Bank for International Settlements; Bloomberg Finance L.P.; national statistical offices; Organisation for Economic Co-operation and Development; and IMF staff calculations.

Note: Debt service ratios are defined as annualized interest payments plus amortizations as a percentage of income, as calculated by the Bank for International Settlements. In panel 1, the size of the circles is proportional to debt to GDP in 2016. In panel 2, income is gross disposable income plus interest payments (plus dividends paid for firms). Panel 3 shows Group of Twenty economies with higher demeaned nonfinancial private sector debt service ratios and debt levels against past booms. Past booms are for a sample of 43 advanced and emerging market economies where the credit-to-GDP gap rose above 10 percent. The start and end dates of the booms are defined as periods when the credit gap was above 6 percent. Financial crisis dates were taken from Laeven and Valencia 2012. Data labels in the figure use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

## 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 banques centrales 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 ont 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 soit 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 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 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 affaiblissement 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 les produits visés représentent une faible part du commerce mondial et que les rétorsions des partenaires sont elles aussi 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 a ouvert 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, en dépit du tassement récent des enquêtes.
- **Royaume-Uni:** les pays de l'UE et le R-U ont conclu un accord pour une période de transition jusqu'à fin 2020. Mais les dissensions sur les modalités du Brexit sont encore fortes (notamment en ce qui concerne 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 continuons de tabler sur un rythme de croissance affaibli 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. Mais sa communication récente reste particulièrement accommodante. La fin de son programme d'achats de titre (APP) est subordonnée à la remontée de l'inflation sous-jacente, qui demeure excessivement faible à ce stade du cycle. De plus, elle ne commencera à remonter ses taux directeurs que « bien après » la fin de l'APP. Cela signifie implicitement que le 1<sup>er</sup> relèvement de son taux de dépôt ne se produirait pas avant la mi-2019 (au plus tôt). 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 pèsent sur les marchés. Néanmoins nous estimons que les risques qui pèsent sur la croissance sont équilibrés. La probabilité d'une guerre commerciale généralisée reste faible car les mesures envisagées par Donald Trump (ainsi que les mesures de rétorsion) ciblent en définitive des produits qui pèsent peu sur le commerce mondial. Il semble d'ailleurs que ce sont les rétorsions envisagées par l'UE qui ont conduit Donald Trump à reporter dans le temps la hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium en provenance d'Europe.**



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

## Contexte macroéconomique

### États-Unis

#### Croissance probablement supérieure au potentiel après des faiblesses temporaires au 1<sup>er</sup> trimestre

- Malgré quelques accès de faiblesse, les perspectives économiques sont toujours solides.
- La Fed a de nouveau relevé son taux directeur de 25 pb et tenu des propos optimistes à l'égard de la croissance (projections économiques revues à la hausse) et de l'inflation (légère révision haussière de la trajectoire d'inflation à partir de 2019). Les « dots » impliquent désormais trois relèvements de taux en 2018 et trois autres en 2019.
- La demande intérieure continue de bénéficier de conditions favorables : les enquêtes ISM dénotent un sentiment très positif parmi les entreprises américaines, l'indice du secteur manufacturier atteignant notamment un plus haut sur plus de dix ans, et le moral des ménages s'améliore toujours grâce à l'impact des réductions d'impôts sur le revenu disponible.
- Les craintes inflationnistes se dissipent depuis la publication d'un rapport signalant une hausse plus mesurée de l'IPC, rejoignant l'opinion de la Fed (convergence graduelle vers l'objectif d'inflation).
- Le marché du travail continue d'absorber les capacités inutilisées : la participation de la main-d'œuvre augmente et le taux de chômage reste stable. Les créations d'emplois demeurent supérieures aux attentes.

### Facteurs de risque

- Forte accentuation des tensions inflationnistes dues au resserrement du marché du travail
- Resserrement brutal des conditions financières
- Des mesures protectionnistes unilatérales entraînent des représailles d'autres pays contre les États-Unis
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche (cf. Iran, Corée du Nord)

### Zone euro

#### La reprise continue et conserve du potentiel

- La reprise reste vigoureuse malgré l'affaiblissement des indicateurs du climat des affaires. La zone euro bénéficie de la conjonction de plusieurs facteurs favorables (reprise de l'investissement et de la consommation, risque politique moins élevé qu'en 2017, forte croissance aux États-Unis et en Asie). L'inflation sous-jacente reste faible mais devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- Le résultat indécis des élections italiennes ne constitue pas un risque systémique immédiat pour l'Europe. En Allemagne, la formation du gouvernement de coalition devrait permettre des initiatives concernant le renforcement des institutions de la zone euro.

- Montée des partis politiques protestataires
- Surréaction de l'euro
- Risques externes

### Royaume-Uni

#### Croissance ralentie par l'incertitude liée au Brexit

- 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. Cependant le taux de chômage reste au plus bas (4,3 %) et les salaires donnent quelques signes d'accélération.
- Un accord a été trouvé avec l'UE pour une période de transition après le Brexit (de mars 2019 à fin 2020), ce qui a été bénéfique à la livre sterling. Cependant, pour que cet accord puisse être mis en œuvre, une entente doit toujours être trouvée sur les sujets les plus difficiles (frontière irlandaise et futur cadre des relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni).

- « Hard Brexit »
- Le déficit courant reste très élevé

### Japon

#### L'expansion historiquement longue du cycle économique n'est pas encore terminée

- La phase actuelle d'expansion économique entame sa 5<sup>e</sup> 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.

- Rebond récent du yen : une appréciation supplémentaire pèserait sur la confiance
- Risques géopolitiques dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord

**Chine**

- La conjoncture économique ne suscite pour l'instant aucune inquiétude majeure. Les exportations restent solides, l'immobilier résiste et le marché du crédit ne faiblit toujours pas, même s'il faut compter avec l'instabilité des statistiques mensuelles, conséquence du Nouvel An chinois.
- Des signes de plus en plus encourageants montrent que la Chine s'apprête à intensifier son programme de réformes structurelles : elle a confirmé ses orientations politiques, annoncé l'un des plus vastes et des plus ambitieux plans de son histoire pour transformer ses institutions et améliorer l'efficacité de leur gouvernance et a nommé des réformateurs aux postes clés.
- La réaction de la Chine aux mesures annoncées par D. Trump visant à cibler certains produits et secteurs chinois dans le cadre d'une enquête au titre de la section 301 est restée relativement mesurée, ce qui devrait permettre d'éviter l'escalade et de limiter les répercussions sur l'économie.

Nous recommandons d'être attentif à l'évolution de la situation, la conclusion de nouveaux accords commerciaux assortis de plus ou moins de taxes semblant assez vraisemblable.

**Facteurs de risque**

- Relation commerciale avec les États-Unis et risque de tensions persistant
- Faux-pas politiques dans la gestion de la transition structurelle
- Tensions géopolitiques avec la Corée du Nord : évolution positive des relations avec Kim Jong-un qui a effectué sa première visite en Chine et a accepté de rencontrer les États-Unis

**Asie (ex JP & CH)**

**Inde : reprise modérée depuis février 2018**

- Jusqu'à janvier 2018, notre indicateur de l'activité économique indienne témoignait de la vigueur de la reprise. Les chiffres ont légèrement fléchi en février, au niveau de la production d'électricité, du fret, des exportations et des recettes de l'État. Le rythme de la croissance devrait globalement s'accroître en 2018 par rapport à 2017. Contre toute attente, l'inflation est restée orientée à la baisse (4,4 % en février) suite à la baisse des prix des denrées alimentaires. Nous anticipons dans les prochains mois une légère remontée de l'inflation qui devrait ensuite retomber aux environs de 4 % au S2 2018. L'augmentation des Prix minima de soutien (prévue au budget) annoncée en juin devrait être une source de risque haussier.
- Nous tablons sur une position neutre de la RBI tout au long de 2018. Le durcissement de la politique monétaire vient des mesures plus strictes adoptées dans le secteur du crédit suite aux affaires de fraude impliquant la PNB.
- Dans la perspective des prochaines élections législatives, la situation politique devient plus délicate pour le BJP qui doit désormais faire face à une opposition unifiée au niveau national.

- La reprise a commencé à marquer le pas depuis février 2018
- L'inflation est restée étonnement faible en février. Elle devrait légèrement remonter dans les prochains mois et redescendre au S2 2018
- Statu quo de la RBI

**Latam**

**Brésil : la faiblesse de l'inflation donne plus de latitude pour un nouvel assouplissement monétaire**

- Plusieurs secteurs soutiennent l'économie brésilienne qui poursuit son expansion à un rythme régulier, tirée par des facteurs internes et externes. Toutefois, comme en témoigne le taux d'utilisation des capacités de production (à 78,1 % en janvier), l'économie présente toujours un important volant de ressources inutilisées. Nous n'observons donc pas de réelles pressions inflationnistes; les derniers chiffres de l'IPC sont de fait encore très faibles (en deçà de la borne inférieure de la fourchette-cible d'inflation, entre 3 % et 6 %). La BCB a de nouveau baissé le taux du Selic de 25 pb en mars, affichant un ton plus conciliant qu'attendu. Ces nouvelles mesures sont en phase avec la croissance plus modérée que prévu de l'inflation.
- Ayant renoncé à faire adopter son plan de réforme des retraites, le gouvernement met désormais l'accent sur d'autres projets de loi portant notamment sur la privatisation d'Eletrobras et la simplification de l'impôt fédéral. L'adoption de ces textes risque cependant d'être retardée par l'éventuelle démission du Ministre des finances, H. Meirelles, qui pourrait annoncer sa candidature aux élections présidentielles, entraînant d'autres responsables politiques dans son sillage.

- La reprise suit son cours mais l'économie présente toujours un important volant de capacités inutilisées
- La faible inflation laisse de la marge pour de nouvelles mesures d'assouplissement
- Les projets de loi sur la fiscalité pourraient être retardés par l'éventuelle démission de H. Meirelles

**EMEA (Europe Middle East & Africa)**

**Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :**

- Avec une inflation que nous anticipons à 3 % en ga, en dessous de la cible fixée par la CBR (4 %), nous attendons de nouvelles baisses de taux directeur. Le maintien du prix du pétrole à un niveau supérieur à 50 dollars/baril est de nature à favoriser la reprise.

**Afrique du Sud : perspective de croissance à 2 % en ga en 2018.**

- La croissance a surpris à la hausse en 2017 (1.3 % en ga) et les indicateurs de court terme sont bien orientés en ce début d'année. L'inflation continue de décélérer et devrait permettre à la SARB d'engager d'ici peu un assouplissement de sa politique monétaire. La consolidation budgétaire en cours et le changement politique récent devraient être favorables à l'économie.

**Turquie : nous prévoyons une décélération de la croissance en 2018 à 4.3 %.**

- Les effets de base liés au coup d'État et à la fin des sanctions russes devraient se tarir. En raison de l'accroissement des déséquilibres interne et externe (hausse des déficits public et courant) et des tensions géopolitiques, la livre turque reste sous pression et continuera de pénaliser l'économie via l'inflation importée.

- Baisse du prix du pétrole
- Consolidation budgétaire moindre, absence de réformes
- Politique monétaire laxiste, hausse de l'inflation et des déficits jumeaux, dépréciation de la monnaie

## Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (28 mars 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,5	2,1	2,5	2,2
Japon	1,7	1,2	1,0	0,5	0,9	1,3
Zone euro	2,5	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6
Allemagne	2,5	2,3	2,1	1,7	1,5	1,6
France	2,0	2,0	1,7	1,2	1,4	1,5
Italie	1,5	1,4	1,2	1,2	1,1	1,5
Espagne	3,1	2,6	2,5	2,0	1,6	1,7
Royaume-Uni	1,7	1,5	1,6	2,7	2,6	2,4
Brésil	1,0	2,2	2,4	3,5	3,5	4,4
Russie	1,5	1,7	1,7	3,7	3,0	4,1
Inde	6,3	6,8	6,6	3,3	4,2	4,6
Indonésie	5,1	5,3	5,5	3,8	3,6	4,1
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,3	2,5
Turquie	6,5	4,3	4,0	11,1	9,5	8,5
Pays développés	2,2	2,3	2,1	1,8	2,0	1,9
Pays émergents	4,9	5,0	4,9	3,5	3,6	3,7
Monde	3,8	3,9	3,8	2,8	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	27/03/2018	Amundi + 6m.	Consensus T3 2018	Amundi + 12m.	Consensus T1 2019
États-Unis	1,50	1,75	2,15	2,00	2,55
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	0,70	0,75	0,85

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	27/03/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,31	2,20/2,40	2,50	2,50/2,70	2,64
Allemagne	-0,61	-0,60/-0,40	-0,46	-0,40/-0,20	-0,33
Japon	-0,15	-0,20/-0,00	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12
Royaume-Uni	0,89	0,80/1,0	1,01	0,80/1,0	1,09

Taux 10 ans					
	27/03/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,85	2,80/3,0	2,93	2,80/3,0	2,98
Allemagne	0,52	0,60/0,80	0,65	0,80/1,00	0,76
Japon	0,04	0	0,08	0	0,13
Royaume-Uni	1,44	1,40/1,60	1,58	1,40/1,60	1,65

Prévisions de change					
	27/03/2018	Amundi + 6m.	Consensus T3 2018	Amundi + 12m.	Consensus T1 2019
EUR/USD	1,24	1,25	1,25	1,28	1,27
USD/JPY	106	105,0	108,0	105,0	110,0
EUR/GBP	0,88	0,92	0,89	0,95	0,89
EUR/CHF	1,17	1,16	1,19	1,18	1,19
EUR/NOK	9,56	9,50	9,55	9,30	9,33
EUR/SEK	10,21	9,70	9,90	9,50	9,63
USD/CAD	1,29	1,25	1,25	1,22	1,24
AUD/USD	0,77	0,77	0,78	0,77	0,80
NZD/USD	0,73	0,70	0,72	0,70	0,74
USD/CNY	6,28	6,30	6,40	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



#### **Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?**

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS

POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, AMUNDI

#### **Optimisation fiscale agressive :**

#### **Quelle approche ESG ?**

Jean-Baptiste MOREL — Analyse ESG

#### **Engagement actionnarial :**

#### **pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?**

Filip BEKJAROVSKI — TSE PhD student Recherche Amundi, Marie BRIÈRE — Recherche Amundi

#### **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

### THEMATIC PAPERS



#### **L'amélioration des fondamentaux des obligations périphériques accélère**

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

#### **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

# Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise  
sur le site :

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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield****Directeur de la publication : BLANQUÉ Pascal****Rédacteur en chef : ITHURBIDE Philippe**

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

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — baona

**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