

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY



VUES DES CIO

**DÉFINIR UNE TRAJECTOIRE
D'INVESTISSEMENT DANS L'INCERTITUDE**

LE THÈME DU MOIS

**FED VS BCE :
VERS UN DÉCOUPLAGE ACCRU
DES POLITIQUES MONÉTAIRES ?**

**RESEARCH
STRATEGY
& ANALYSIS**

VUES DES CIO

Définir une trajectoire d'investissement dans l'incertitude

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Si en 2017, les marchés financiers ont globalement fait abstraction des risques géopolitiques, davantage intéressés à l'idée d'évoluer dans un « conte de fées », la tendance semble aujourd'hui s'inverser. Dans un environnement marqué par un certain niveau de volatilité, un ton moins accommodant de la part des banques centrales, des valorisations exigeantes, de nouveaux aspects endogènes/techniques sur le marché (détérioration de la liquidité, positions similaires), un net changement des fondamentaux n'est pas nécessaire pour déclencher un mouvement des marchés. Un « effet papillon » pourrait suffire. À l'heure où nous rédigeons ces lignes, les **événements géopolitiques** dominent l'actualité. Ces nouvelles tensions s'ajoutent aux conflits commerciaux qui demeurent au centre de l'attention. De surcroît, les tensions politiques sont nombreuses à commencer par les relations entre les États-Unis et la Chine, et le sujet des pratiques en matière de transfert de technologie et de propriété intellectuelle. Les relations entre les États-Unis et la Russie ensuite, compte tenu des nouvelles sanctions et, plus important encore, de la montée des tensions en Syrie et de l'instabilité au Moyen-Orient. La fréquence de ces turbulences géopolitiques génère pour les marchés financiers des flux en direction des actifs refuges (or, emprunts d'État) et se traduit par une hausse des cours du pétrole, renforçant ainsi les incertitudes à l'égard des politiques monétaires adoptées par les banques centrales. En réalité, les banques centrales font face à une question délicate, à savoir à quelle vitesse mettre un terme à leur politique accommodante. Certaines données et études économiques récentes témoignent en effet d'un certain ralentissement de l'activité, tandis que les risques d'inflation semblent orientés à la hausse, ce qui pourrait amplifier les tensions géopolitiques et commerciales. Selon nous, **les investisseurs parviendraient à avancer dans cette « brume » selon trois axes clés**. Ils devront tout d'abord se focaliser sur l'environnement macroéconomique, en distinguant les rumeurs des véritables fondamentaux. S'il semble y avoir de plus en plus de signes suggérant que la croissance mondiale s'essouffle et qu'elle a vraisemblablement atteint un pic, rien n'indique un réel ralentissement. Le plan de relance mis en place aux États-Unis et les « policy mix » pro-cycliques dans la zone euro et au Japon pourraient impacter le cycle dans sa durée et son amplitude, mais les dynamiques actuelles devraient se poursuivre. Pour les mois à venir, une distinction entre facteurs purement cycliques et facteurs structurels sera essentielle pour gérer les risques à court terme, tout en s'intéressant aux forces à long terme qui dictent l'évolution des marchés. Dans l'ensemble, il conviendra de conserver une **approche modérée et vigilante à l'égard des actifs risqués**, en adoptant un **biais de duration courte**, en s'exposant à la fois aux tendances cycliques et à celles de rotation de style et de secteurs et en **préparant progressivement les portefeuilles au cycle de performance qui suivra**. De là découle directement le deuxième axe, **qui consiste à implémenter des stratégies d'investissement hautement flexibles et diversifiées en termes de sources de rendements**. Cette dernière phase du cycle devrait selon nous se prolonger. Les investisseurs doivent par conséquent être prêts à s'adapter aux différents scénarios qui pourraient apparaître en surveillant les nombreux indicateurs à leur disposition et en intervenant dès les premiers signaux d'alarme. Le troisième axe consiste, pour un **investisseur à long terme**, à rechercher les opportunités bottom-up les plus intéressantes où qu'elles se trouvent. C'est-à-dire identifier les tendances sectorielles sous-jacentes telles que la réglementation ou les ruptures technologiques, ou étudier les dynamiques des marchés émergents qui révéleront les gagnants des perdants.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

Nous maintenons notre positionnement légèrement positif à l'égard des actifs risqués, les fondamentaux restant porteurs. Néanmoins, la montée des tensions commerciales et la détérioration de la dynamique macroéconomique prônent en faveur d'une allocation actions plus défensive et géographiquement diversifiée entre les États-Unis, l'Europe et le Japon, combinée à une exposition faiblement directionnelle à un stade avancé du cycle.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les tensions se sont temporairement apaisées sur les marchés obligataires en raison de la hausse du risque géopolitique, mais la phase de consolidation du cycle reste intacte. Une approche prudente de la durée et visant la protection du capital demeure essentielle. Pour le crédit, nous recommandons une sélection minutieuse des valeurs et privilégions une gestion efficace de la liquidité. Dans l'univers des devises, bien qu'un rebond du dollar ne soit pas à exclure à court terme (en effet, à court terme, la relance budgétaire est favorable à la croissance), sa trajectoire semble orientée à la baisse à moyen terme.

ACTIONS

En dépit des turbulences géopolitiques, nous restons positifs sur les actions internationales. Les bénéficiaires des entreprises cycliques sont bien orientés, mais déjà intégré dans les cours dans une large mesure, tant que les changements structurels ne se manifestent pas. Les valorisations semblent désormais globalement plus attractives, ce en dépit de niveaux de volatilité durablement élevés. Avec la stabilité du dollar et des perspectives positives à l'égard des matières premières, certains marchés émergents restent attrayants. À nos yeux, le risque de contagion russe est faible.

ACTIFS RÉELS

La dette privée européenne peut apporter de nouvelles opportunités et ainsi améliorer la diversification des portefeuilles. Un horizon de placement approprié est nécessaire pour exploiter la prime d'illiquidité, tout comme une sélection de titres minutieuse pour cibler les rendements intéressants (avec une préférence pour les actifs générateurs de trésorerie) et limiter les risques.

MACRO

Vers un découplage entre les États-Unis et la zone euro ?

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

Quelques nuages sont apparus dans le ciel européen (repli des enquêtes, hausse du pétrole). En revanche, la plupart des signaux restent au vert aux États-Unis : l'économie américaine va accélérer, dopée par la stimulation budgétaire et fiscale. Le découplage conjoncturel entre les États-Unis et la zone euro, s'il se renforce, est susceptible d'accentuer la divergence des politiques monétaires de la Fed et de la BCE.

- L'indicateur de surprise économique de la zone euro a continué de glisser en territoire négatif, tombant à son plus bas niveau depuis l'été 2012. Il ne s'agit certes pas d'un indicateur avancé du cycle. Mais la chute, brutale, signale que les attentes en termes de croissance étaient (sont encore ?) trop élevées (le consensus table sur 2,4 %).
- Le tassement des enquêtes (PMI, indice ZEW en Allemagne) corrobore également l'idée d'un tassement de la croissance au 1^{er} semestre.
- Enfin, le prix du baril de Brent a bondi à 75 \$ (son plus haut niveau depuis novembre 2014) sur fonds de tensions au Moyen-Orient, de baisse des stocks américains et de volonté des pays de l'OPEP (Arabie Saoudite en tête) de faire monter le prix du baril entre 80 et 100 \$. Même si la hausse du pétrole exprimée en euro est amortie par la hausse de la devise européenne, le prix du baril en euro est à son plus haut depuis près de 4 ans (62€). La montée du prix du pétrole, si elle se poursuit, pénaliserait davantage l'activité économique en zone euro qu'aux États-Unis.

Nous avons revu légèrement à la baisse nos prévisions de croissance en zone euro cette année, de 2,4 % à 2,3 % en 2018 et de 2,0 % à 1,9 % en 2019 (sans prendre en compte néanmoins la montée récente du pétrole). Il n'y a pas péril en la demeure. Rappelons qu'à ce niveau en 2018, la croissance resterait plus d'un pt de % au-dessus de son potentiel. La zone euro continue de bénéficier de solides perspectives de demande domestique. L'augmentation des salaires en Allemagne soutiendra par exemple le pouvoir d'achat et la consommation locale. De plus le commerce mondial reste robuste et le niveau de confiance demeure à un niveau élevé même s'il se replie.

Ceci dit, on observe que le climat des affaires est plus sensible aux chocs extérieurs en zone euro qu'il ne l'est aux États-Unis. La menace de mesures protectionnistes brandie par Donald Trump inquiète davantage les Européens, à commencer par les Allemands. Rappelons que le marché américain est le 1^{er} marché à l'exportation de l'Allemagne. La combinaison de mesures protectionnistes et d'une montée du pétrole formerait un dangereux cocktail pour l'activité économique, sans compter qu'il mettrait les banques centrales en difficulté, en raison de l'impact induit sur l'inflation. Cela pourrait encourager la Fed à faire plus de hausses de taux alors que cela retarderait probablement le processus de normalisation dans la zone euro.

“Si le découplage venait à s'accentuer, il renforcerait vraisemblablement les divergences de politiques monétaires entre les deux régions.”

Le point de vue des stratégestes

L'écartement du US Libor-OIS ne reflète pas la détérioration du risque de crédit

- Quels sont les facteurs impactant le *spread* du US Libor-OIS? Le *spread* du US Libor-OIS (Overnight Indexed Swap) s'est nettement écarté depuis le début de l'année, atteignant un sommet sur neuf ans. Si l'évolution a été très soudaine, nous pensons qu'elle ne reflète toutefois pas les tensions qui pèsent sur les marchés (en particulier sur le secteur bancaire). L'élargissement concerne principalement les États-Unis, les taux sur l'euro et la livre sterling étant restés presque inchangés. Il reflète le changement de dynamique entre l'offre et la demande au sein des marchés monétaires concernés par les réformes fiscales américaines (rapatriement des capitaux étrangers détenus par les entreprises américaines). Mais, plus important encore, il ne reflète pas la détérioration du risque de crédit. Par rapport à 2008, les fondamentaux des banques ne constituent pas une source d'inquiétude.
- Ces tensions devraient continuer de peser sur les *spreads*. En réalité, s'il est difficile de prédire la durée d'un tel rapatriement, les flux devraient diminuer au cours des trimestres à venir. Le Libor ne devrait pas sensiblement évoluer grâce aux lignes de swap sur devise qui existent entre la Fed et la BCE/BoJ. Néanmoins, dans le cas où cette situation venait à s'éterniser, la Fed prendrait les mesures nécessaires. Les swaps sur devise n'ont montré aucun signe de tension.
- Que signifie une hausse du Libor pour les fondamentaux? Le Libor a un effet direct sur ce que paient les ménages américains dans le cadre d'hypothèques à taux variable ou de prêts à la consommation. Le coût de financement en dollar a augmenté pour les filiales étrangères des sociétés américaines, généralement basées en Europe ou au Japon. L'élargissement des *spreads* induit un resserrement des conditions financières, mettant en exergue une sorte de « cycle de hausse parallèle ».



GESTION DIVERSIFIÉE

Un faible risque directionnel lors des fluctuations du marché

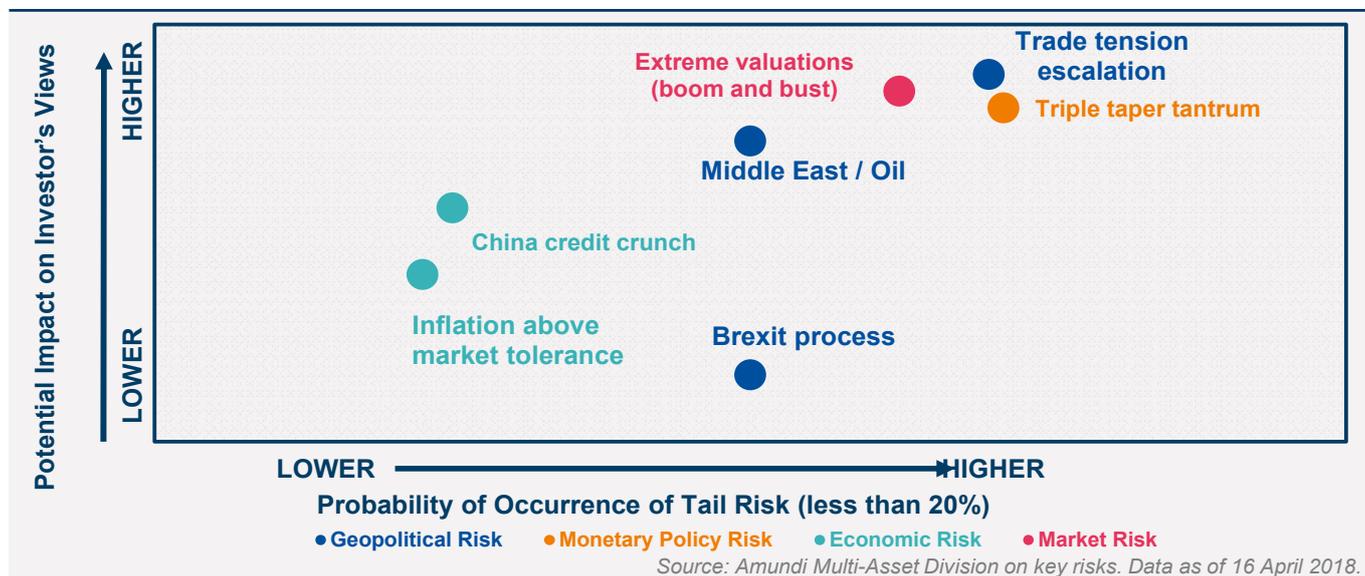
MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

Les réflexes d'instabilité et de volatilité des actions face aux risques perçus traduisent une nervosité élevée sur les marchés, et les investisseurs tablent sur un resserrement des conditions financières. Cette nouvelle phase, dans laquelle la complaisance du marché semble être terminée, doit être abordée avec un focus plus important sur la préservation du capital, tout en réduisant le risque de concentration et en maintenant une faible exposition au risque directionnel au sein des portefeuilles multi assets. Les opportunités de valeur relative, par opposition à un positionnement directionnel, seront essentielles. L'asynchronisme des politiques des banques centrales demeurera une thématique centrale dans l'environnement actuel en raison des différents positionnements des pays tout au long du cycle. Dans un contexte d'investissement en pleine évolution, au sein duquel des thématiques structurelles sont également en cours (dette, réglementation, révolution numérique), les investisseurs multi-assets doivent combiner leurs convictions de court terme (horizon de quelques semaines à quelques mois) concernant les surprises/dynamiques des bénéfices ou les idées de dislocation, à des thématiques de moyen terme (valeur intrinsèque liée aux fondamentaux, perturbation du secteur, transition des marchés émergents) afin de diversifier leurs sources de rendements et de gérer les risques à court et long terme.

Nos convictions

Nous maintenons notre opinion positive à l'égard des actifs risqués car les fondamentaux demeurent porteurs et les valorisations n'ont pas encore atteint des niveaux extrêmes et sont même plus attrayantes depuis la récente (et modeste) correction. Néanmoins, la hausse des tensions commerciales et l'éventuel pic de la croissance économique incitent à une allocation défensive et géographiquement diversifiée entre les États-Unis, l'Europe et le Japon. Nous adoptons un positionnement positif à l'égard des banques japonaises et du secteur américain de l'énergie (qui devrait bénéficier de la récente appréciation des cours pétroliers). Au sein des régions émergentes, nous réévaluons actuellement notre thèse d'investissement à l'égard de la Russie

Matrice gestion diversifiée Amundi risque Top-Down



(par rapport aux autres ME) compte tenu de la dernière dégradation notable du risque politique. Nous restons confiants vis-à-vis de la Chine, dont l'économie poursuit sa transition et gagne en maturité. Le crédit européen, qui a jusqu'ici fait preuve de résistance, garde toute notre faveur. Dans le segment des emprunts d'État, nous tablons toujours sur une hausse des points morts d'inflation à 10 ans (en Europe, aux États-Unis et au Japon) car nos prévisions économiques indiquent une augmentation progressive, mais solide, des dynamiques de prix. Selon nos prévisions, la courbe de taux allemands devrait être orientée à la hausse en 2018, et les investisseurs auraient tout intérêt à se positionner en conséquence (c'est-à-dire via des positions courtes sur le Schatz et le Bund). Aux États-Unis, la courbe est à notre sens trop plate. Les primes de risque d'inflation devraient en effet être davantage prises en compte, car les récents chiffres de l'inflation ont surpris agréablement et le déficit fiscal devrait se creuser.

Nous maintenons un positionnement prudent à l'égard de la livre sterling (face à l'euro et au dollar), qui constitue une couverture naturelle contre les risques liés au Brexit. Nous privilégions le yuan chinois face au dollar et à l'euro, car il bénéficie de fondamentaux macroéconomiques positifs, est globalement valorisé à sa juste valeur, et profite de facteurs techniques positifs, notamment un portage positif et la possibilité d'attirer davantage de capitaux en raison de l'inclusion d'obligations chinoises onshore dans l'indice de référence des obligations mondiales.

“Une gestion dynamique de la couverture est essentielle car la cartographie des risques évolue rapidement.”

Risques et couverture

Une gestion dynamique de la couverture se révèle essentielle dans l'environnement actuel. Pour se prémunir du risque de renforcement des mesures protectionnistes et des taxes sur les échanges commerciaux, des options vendeuses SPX et des positions acheteuses sur le yen face au dollar australien pourraient aider à lisser la volatilité des marchés. Une exposition à l'or pourrait en outre aider à se couvrir face aux risques géopolitiques. En ce qui concerne le crédit, les investisseurs devront selon nous gérer avec prudence le risque de liquidité et le risque d'élargissement des *spreads*. Cette classe d'actifs présente des valorisations particulièrement élevées et tout nouvel accès de volatilité pourrait être atténué par l'achat d'une protection sur le segment du marché le plus vulnérable au sentiment d'aversion au risque (c'est-à-dire les obligations à haut rendement). Les couvertures indiquées devraient par ailleurs être utiles dans le cas d'une dégradation rapide et soudaine des perspectives macroéconomiques.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les forces divergentes en jeu appellent à une plus grande flexibilité

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

Évaluation globale

L'accalmie observée dans la hausse des rendements semble davantage le fait d'un repli vers la qualité plutôt qu'un changement des fondamentaux. Les perspectives de croissance sont toujours solides, même après le pic atteint par certains indicateurs économiques au mois de mars. Ce contexte témoigne selon nous d'une stabilisation de la croissance à un niveau élevé, le cycle étant à un stade avancé, et non d'une évolution du paysage économique. Aux États-Unis, les politiques fiscales pro-cycliques, adoptées dans un contexte porteur, renforcent le risque d'une accélération de l'inflation. Quatre des six moteurs de l'inflation américaine (prix au détail et prix à la production, coûts du travail et cours des matières premières) s'approchent de la « zone rouge ». Face aux forces divergentes en jeu, les investisseurs doivent adopter une

approche flexible pour affronter des conditions de marché en rapide évolution et ainsi diversifier leurs sources de rendements. Les marchés du crédit, tout comme la dette émergente, constituent toujours une source de portage attrayante. Les titres qui offrent une protection face à l'inflation ont également toute leur importance, de même que les stratégies de devises qui n'incluent aucun risque de crédit, de duration ou de liquidité.

Emprunts d'État des marchés développés

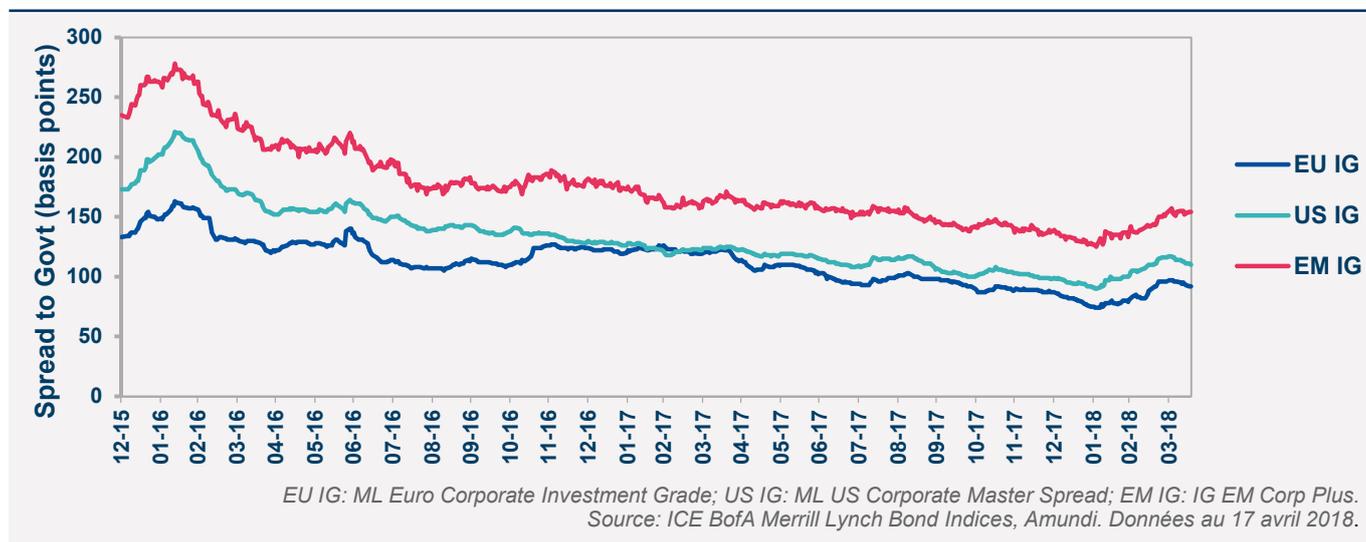
Les emprunts d'État des pays « core » sont globalement peu attrayants. La progressivité demeure la pierre angulaire de la stratégie et de la communication des banques centrales, et les divergences de politique s'intensifient entre la Fed (moins accommodante) et la BCE (plus accommodante). Dans l'ensemble, nous restons convaincus que l'engagement de la Fed à mettre un terme à une politique monétaire trop conciliante est intact, et le risque qu'elle adopte un ton encore plus agressif en 2018 s'intensifierait si les risques géopolitiques venaient à s'accroître. Un biais de duration courte est toujours approprié, en particulier dans la zone euro et au Japon. Aux États-Unis, le repli vers la qualité sur la partie longue de la courbe et les pressions exercées sur les maturités courtes maintiennent la courbe à un niveau extrêmement plat, le *spread* 2-10 ans approchant de son niveau d'avant-crise. L'expansion fiscale américaine et la tendance haussière des cours du pétrole pourraient exercer de nouvelles pressions sur les rendements américains.

“Les fluctuations des marchés nécessitent une approche tactique dans la gestion de la duration et l'exposition aux risques.”

Obligations d'entreprise des marchés développés

Les *spreads* de crédit se sont élargis en raison des dynamiques d'appétence/aversion pour le risque, mais le marché résiste relativement bien car les fondamentaux sont toujours porteurs et ne présentent pas de déséquilibre majeur. Aux États-Unis, la récente évolution du *spread* a permis de renforcer quelques expositions au crédit Investment Grade (IG) de certains segments ou secteurs « excessivement ajustés », notamment ceux qui bénéficient de la hausse des cours du pétrole. Sur le segment des obligations à haut rendement, les perspectives de défaut sont globalement peu élevées, et l'élargissement des *spreads* peut être perçu comme une approche tactique dans la quête de sources de rendement complémentaires. Dans une phase plus volatile, les investisseurs doivent chercher à améliorer leurs stratégies de diversification (prêts, obligations catastrophe, titres adossés à des prêts hypothécaires), et la concentration sur une sélection de valeurs deviendra de plus en plus nécessaire.

Écart de taux d'intérêt



Obligations émergentes

Les sujets spécifiques sont prédominants. Les sanctions pèsent sur les actifs russes, mais le risque d'une propagation est limité, et de nouvelles opportunités pourraient émerger à des niveaux plus raisonnables. L'inclusion plus rapide que prévu d'obligations chinoises dans l'indice Bloomberg Global Aggregate a été perçue par les investisseurs, et par le pays, comme le signe d'une plus grande libéralisation des marchés financiers chinois. L'appréciation du renminbi face au dollar conforte en outre ce sentiment. Des évolutions positives sont manifestes en Amérique latine (Brésil, Colombie et Mexique), tandis que la Turquie et l'Inde pourraient être sous pression en raison de la hausse des prix de l'or noir. En dépit d'un léger écartement des *spreads* (indice EMBI), la classe d'actifs conserve son attrait pour des raisons liées au portage, en privilégiant une sélection de titres/pays.

Devises

Les pressions à la baisse qui s'exercent sur le dollar face aux devises du G10 devraient se poursuivre à moyen terme. Le yen japonais bénéficie de son statut d'actifs refuge. Nous conservons notre positionnement négatif à l'égard de la livre sterling.

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

Revenir aux fondamentaux dans les marchés agités

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

Évaluation globale

Le deuxième volet de la correction a entraîné une rotation du marché, mettant en suspens la surperformance des valeurs cycliques face aux valeurs défensives. Il est cependant trop tôt selon nous pour parler d'une rotation thématique structurelle, et la tendance en faveur des valeurs cycliques n'est clairement pas terminée. À l'heure actuelle, les indicateurs de confiance sont neutres, mais pas négatifs. Les liquidités n'ont pas été particulièrement augmentées au sein des portefeuilles et les valorisations deviennent plus attrayantes de manière générale (en particulier en Europe et au Japon). Nous pensons que les fondamentaux (croissance des bénéfiques) sont toujours cohérents avec un positionnement positif vis-à-vis des actions, car les fluctuations sur les marchés et la plupart des opportunités qui s'offrent aux investisseurs proviennent d'une sélection bottom-up.

Europe

Les fondamentaux n'ont pas sensiblement évolué, mais les thèmes défensifs ont connu une légèrement réévaluation dans cette nouvelle phase plus volatile du marché. En raison d'un environnement macroéconomique toujours porteur, de l'accélération des dépenses d'investissement et du dynamisme de la consommation intérieure, la période de publication des résultats devrait être favorable aux marchés et les effets de l'appréciation de l'euro devraient commencer à s'estomper dès le deuxième trimestre. La chute des rendements obligataires, imputable au risque géopolitique, est selon nous temporaire. En dépit des fluctuations du marché, nous conservons biais positif à l'égard des banques et de l'assurance, mais sommes prudents sur l'immobilier, les télécommunications et les services aux collectivités. À mesure de l'avancement du cycle, nous restons attentifs à la pérennité des bénéfiques. En outre, nous sommes convaincus qu'une approche équilibrée, avec des biais limités en termes de secteurs et de styles, est la plus adaptée, les opportunités reposant davantage au niveau bottom-up.

États-Unis

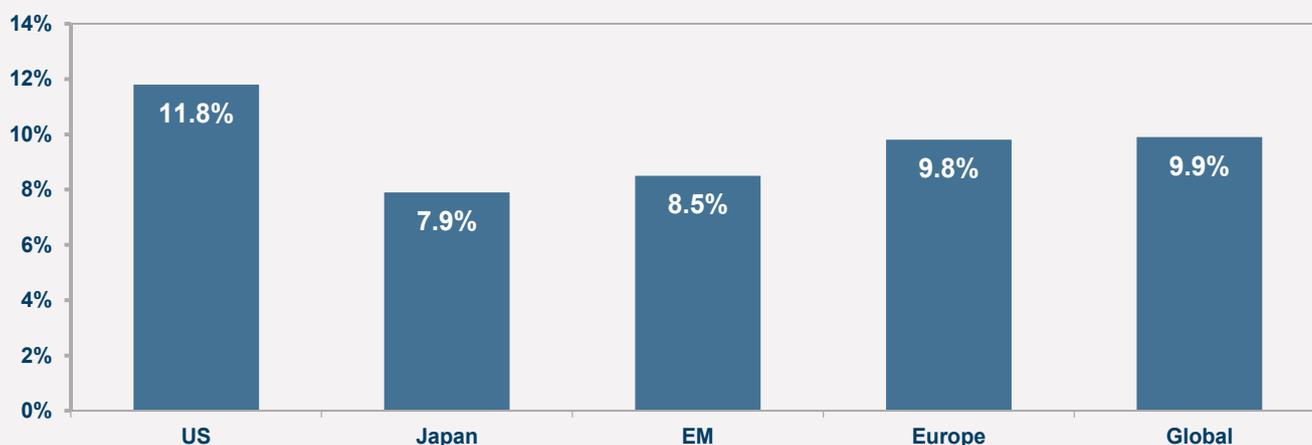
Les fondamentaux sont globalement solides sur le marché américain : la consommation se porte bien, la baisse des impôts, l'assouplissement de la réglementation dans de nombreux secteurs et la hausse des dépenses d'investissement/R&D font plus que compenser les pressions sur les marges, les matières premières, les coûts de logistique et la montée de la concurrence. Dans un environnement marqué par une solide expansion économique, le marché devrait bénéficier de la période de publication des résultats et profiter d'un coup de pouce de la réforme fiscale. Dans l'ensemble, si les valorisations sont désormais plus attrayantes, certaines valeurs à forte croissance sont toujours surévaluées, et les investisseurs se montrent plus sélectifs. Les FANG devraient selon nous être les premières à subir un renforcement de la réglementation en matière de vie privée. Notons néanmoins que le secteur technologique équilibré surpasse le secteur technologique pondéré par les capitalisations boursières, ce qui souligne l'importance d'une sélection active. Nous privilégions les entreprises capables de bénéficier d'une hausse des dépenses de technologie grâce à la réforme fiscale. Les applications et les infrastructures cloud en sont un parfait exemple. La sélection sera par ailleurs essentielle dans des secteurs tels que les biens de consommation courante et les télécommunications, qui peuvent être pénalisés par des ruptures séculaires. Nous privilégions les valeurs présentant un modèle d'activité pérenne et une valorisation raisonnable (opportunités dans les banques et l'énergie), mais gardons une certaine prudence à l'égard des titres industriels, où la cyclicité est surévaluée.

“Des bénéfices pérennes et des valorisations raisonnables sont nécessaires pour traverser cette phase de marché.”

Marchés émergents

La dernière période de publication des bénéfices a mis en exergue la dynamique positive ainsi que la résistance dont font preuve les marchés émergents face aux marchés développés, en dépit des négociations commerciales en cours. C'est selon nous le signe d'une plus grande attention portée aux valeurs focalisées sur la croissance domestique et la réduction des déséquilibres. Nous avons réévalué à la hausse nos prévisions du BPA pour l'année 2018 qui s'établit désormais proche de 9 %, notamment en raison des perspectives des cours du pétrole et du contexte commercial mondial porteur. Nous préférons toujours les secteurs cycliques. La Chine est le pays qui présente les meilleures perspectives de croissance des bénéfices en raison d'une solide demande intérieure. Nous demeurons confiants à l'égard des valeurs russes, qui sont exposées au thème de la reprise intérieure et des cours pétroliers, mais nous sommes de plus en plus sélectifs en raison du renforcement du risque pays après les récentes sanctions et les tensions en Syrie.

Prévision de croissance des BPA — décembre 2018 (g.a)



Note: S&P500 index, MSCI Europe, MSCI EM, MSCI Japan, MSCI All Country. All indices are in US dollar. Source : Recherche Amundi, Bloomberg, Factset, au 17 avril 2018.

ACTIFS RÉELS

Dettes privées : la base de l'allocation d'un portefeuille

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

Un environnement positif pour le marché de la dette privée

Le marché de la dette privée connaît une croissance significative. La demande des investisseurs s'est progressivement accentuée ces dernières années (environ +60 % sur 5 ans) et les actifs sous gestion de l'industrie de la dette privée ont atteint en juin 2017 un nouveau sommet de 638 milliards de dollars (données issues du rapport sur la dette privée de Prequin).

Le segment de la dette privée continuera selon nous d'attirer des investisseurs grâce à la combinaison de facteurs structurels et cycliques. En ce qui concerne les facteurs structurels, la croissance du marché de la dette privée bénéficie d'un certain déséquilibre entre l'offre et la demande. Depuis la crise de 2008, l'offre de dette de la part des banques est extrêmement limitée par les réglementations nationales et internationales (Bâle 3 par exemple). À l'inverse, la demande de dette s'est accélérée parallèlement au redressement économique, car de nombreuses entreprises ont cherché à se financer (opérations à effet de levier, investissements, croissance externe, notamment).

Outre ces facteurs structurels, nous connaissons actuellement l'un des cycles de politique monétaire non traditionnelle les plus longs, avec des taux durablement bas, pénalisant ainsi les classes d'actifs plus traditionnelles. Le retrait de ces politiques monétaires non traditionnelles sera selon nous extrêmement progressif, et les taux d'intérêt ne devraient pas être soudainement relevés à court terme dans la zone euro.

Dans l'ensemble, nous pensons que la dette privée pourrait aider la région à rattraper son retard dans un monde désintermédié. Cette classe d'actifs répond en outre aux besoins des investisseurs qui cherchent à obtenir des rendements et diversifier leurs portefeuilles obligataires.

“ Dans un environnement de rendements historiquement bas, le marché de la dette privée attire de plus en plus d'investisseurs qui cherchent à diversifier leurs sources de rendements obligataires. ”

Émissions à effet de levier en Europe – par catégorie



Prêts à effet de levier

Sans remplacer les obligations cotées, nous considérons que la dette privée tient aujourd'hui un rôle central dans le cadre d'une stratégie obligataire mondiale. La classe d'actifs permet aux investisseurs d'obtenir de nouvelles primes qui ne pourraient être offertes par des titres obligataires traditionnels. Son rôle est d'autant plus essentiel dans un portefeuille diversifié car il n'est pas corrélé aux actifs traditionnels. Compte tenu de la hausse des taux d'intérêt, les prêts à effet de levier, par exemple, constituent un complément intéressant aux obligations à haut rendement cotées en Bourse. Ces titres bénéficient de taux variables, qui apportent une dimension défensive attrayante. En 2017, les émissions de prêts à effet de levier en Europe ont augmenté de 37,9 % en glissement annuel, à 195,3 Mds d'euros, dépassant les émissions sur le marché du haut rendement européen. Le marché est désormais suffisamment vaste pour permettre aux gérants d'actif de mettre en place des critères de sélection rigoureux tout en conservant un certain niveau de diversification. En effet, les gérants évoluent actuellement dans un environnement des plus exigeants et en rapide mutation, et le marché de la dette privée n'est pas invulnérable face à certains risques tels que l'affaiblissement des structures juridiques et des difficultés liées à la rédaction de la documentation des émissions. Nous sommes convaincus qu'une sélection minutieuse est plus importante que jamais. Les investisseurs doivent à notre sens se concentrer sur les segments les plus sûrs et senior dans la mesure où ils seront les derniers impactés dans le cas d'un revirement de tendance du cycle de crédit.

Les investisseurs ont par ailleurs tout intérêt à privilégier les structures à taux variable en cas de hausse de taux. Selon nous, cette approche conservatrice sera essentielle pour permettre aux investisseurs de long terme de saisir des primes d'illiquidité tout en limitant les risques.

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	→			●
ACTIONS	+	Dettes émerg., devises locales	→			●
	+	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	→		

Source: Amundi, au 17 avril 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

Fed vs BCE : vers un découplage accru des politiques monétaires ?

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Achévé de rédiger le 2/05/2018

L'essentiel

L'expansion économique se poursuit aux États-Unis et en zone euro mais à des rythmes différents. Tandis que l'économie américaine va vraisemblablement accélérer cette année, dopée par la politique budgétaire, la zone euro a probablement passé le pic de son cycle l'an dernier. Quelles conséquences cela peut-il avoir sur la politique monétaire de la Fed et de la BCE ? Comment vont-elles se déterminer ? Et comment les « risques globaux » (protectionnisme, risques géopolitiques) sont-ils susceptibles de jouer ? Après quelques considérations générales sur les nouvelles contraintes auxquelles les banques centrales (BC) font face, nous soutenons que les risques globaux envisagés pourraient pousser la Fed à remonter davantage ses taux d'intérêt tandis qu'ils inciteraient la BCE à temporiser davantage, avec pour risque de l'empêcher de normaliser sa politique monétaire.

L'expansion économique se poursuit aux États-Unis et en zone euro mais à des rythmes différents. Tandis que l'économie américaine va vraisemblablement accélérer cette année, dopée par la politique budgétaire, la zone euro a probablement passé le pic de son cycle l'an dernier. Dans ces conditions, quel rôle attribuer à l'écart de cycle entre les États-Unis et la zone euro dans le découplage des politiques des deux banques centrales ? Comment la BCE et la Fed détermineront-elles leur politique monétaire cette année et l'an prochain ? Comment les « risques globaux » seront-ils pris en compte par la Fed et la BCE ? Est-il encore possible pour la BCE de « normaliser » sa politique monétaire ? Autant de questions sur lesquelles les investisseurs s'interrogent et dont les réponses conditionneront pour partie l'évolution des marchés financiers.

1. Le décalage de cycle est à l'origine du découplage des politiques monétaires

La zone euro, prise dans son ensemble, est « en retard » sur les États-Unis. Elle est encore en milieu de cycle quand l'économie américaine est au plein-emploi. Aux États-Unis, la reprise est ininterrompue depuis la mi-2009 ; en zone euro, le cycle actuel a débuté près de 4 ans plus tard (au 2^e trimestre 2013) et à un rythme plus lent, si bien que les économies des pays périphériques, les plus durement touchées par la crise des dettes souveraines, sont encore loin du plein-emploi. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes commencent à se manifester aux États-Unis mais tardent à se matérialiser en zone euro. Il n'est pas donc surprenant d'observer un décalage de 3 à 4 ans entre les politiques monétaires de la Fed et de la BCE ; ce dernier correspond peu ou prou au décalage des cycles.

À quand la fin du cycle ? Les yeux sont naturellement tournés vers les États-Unis, car l'économie américaine a été la première à se redresser et la Fed a été la 1^{re} banque centrale à commencer à normaliser sa politique monétaire, avec une première hausse de taux en décembre 2015. Aux États-Unis, le cycle actuel est en passe de devenir le plus long de l'histoire américaine¹. À ce stade, il n'y a pas de raison de le voir s'interrompre. On n'observe à ce jour pas de surchauffe, et les entreprises n'ont pas surinvesti contrairement à la fin des années 1990. Elles continuent d'accroître leurs capacités pour répondre à la demande.

¹ Rappelons que la période qui va de 1990 à 2000 constitue à ce jour le cycle le plus long (120 mois) enregistré aux États-Unis depuis que le NBER a commencé à dater les cycles (milieu du 19^{ème} siècle). Pour que le cycle actuel (aujourd'hui le 2^e plus long cycle après le précédent) devienne le plus long, il faut que l'économie américaine ne tombe pas en récession avant l'été 2019.

Si les cycles ne meurent pas de vieillesse, ils peuvent néanmoins buter sur certains déséquilibres et en particulier sur la dette accumulée (États, entreprises non financières et ménages). Aux États-Unis, la dette publique est sur une trajectoire insoutenable avec la politique budgétaire mise en place par Donald Trump : on estime le déficit budgétaire à plus de 5 % du PIB en 2018 et 2019. En outre, les entreprises ont profité des faibles taux d'intérêt au cours des dernières années pour se ré-endetter. Il suffirait d'une remontée un « peu trop rapide » des taux d'intérêt pour faire dérailler la reprise.

En revanche, en zone euro, la situation des finances publiques s'améliore lentement, avec des ratios de dette publique sur PIB qui sont soit stables, soit en repli. Toutefois il ne faut pas s'y tromper : les charges d'intérêt sont contenues car la croissance est « forte » et les taux d'intérêt sont faibles. Et ces derniers sont faibles parce que la BCE poursuit sa politique d'assouplissement quantitatif (et accessoirement parce que les taux courts sont négatifs). Que les taux d'intérêt remontent un peu trop vite, et la reprise s'enrayera.

Ce n'est pas tant le cycle économique qu'il faut craindre, que la rétroaction financière sur l'économie réelle de politiques monétaires mal calibrées (ou d'une crise financière).

1/ Conditions financières vs taux des fed funds



2. Une normalisation monétaire devenue plus complexe

Les banques centrales (BC) ont perdu leurs repères traditionnels et leur tâche est devenue beaucoup plus complexe pour au moins 4 raisons : (1) l'affaiblissement de l'inflation tendancielle en deçà des cibles des banques centrales rend de facto inopérantes les fonctions de réaction traditionnelles (type règle de Taylor) ; (2) la baisse de la croissance potentielle a abaissé le niveau du taux d'intérêt d'équilibre (les BC ont moins besoin de remonter leurs taux pour neutraliser la politique monétaire) ; (3) avec l'augmentation des dettes publiques et privées, les économies sont devenues potentiellement plus sensibles à la remontée des taux d'intérêt ; et (4) l'excès de « liquidité banque centrale » dope les prix des actifs réels et financiers (avec le risque de bulle).

En phase d'expansion économique, et même en l'absence d'inflation, il est clair que les banques centrales doivent diminuer le degré d'accommodation monétaire (pour éviter la formation de bulles sur les prix des actifs). Mais à quel rythme procéder ?

La fonction de réaction des BC est devenue indéterminée ex ante. Les BC sont sensibles aux conditions financières dans la mesure où ces dernières jouent sur la demande finale. Or les conditions monétaires et financières dépendent, elles-mêmes, pour partie, de la stratégie monétaire poursuivie. Cette circularité politique monétaire/conditions de marché se trouve renforcée par l'incertitude qui entoure la mesure du taux d'intérêt d'équilibre, de la croissance potentielle ou encore de l'inflation tendancielle. Avec l'affaiblissement du lien croissance-inflation (lié à l'aplatissement de la courbe de Phillips notamment), les BC sont littéralement désorientées. En particulier, si l'inflation des biens et services reste inférieure à leurs cibles en haut de cycle, doivent-elles se préoccuper de l'impact de taux d'intérêt « excessivement faibles » sur la stabilité financière ? Et si oui dans quelle mesure ?

À cela s'ajoute le fait que les QE ont durablement brouillé la frontière entre politique budgétaire et politique monétaire. Le service de la dette pèserait sur les agents endettés si les taux d'intérêt remontaient

trop nettement. À l'avenir le poids des dettes va donc contraindre les banques centrales à poursuivre une politique de « répression financière », c'est-à-dire à maintenir des taux d'intérêt réels faibles pour assurer la solvabilité publique. Dans ces conditions, les achats d'actifs font désormais partie intégrale de la boîte à outils des BC. Reste à savoir combien de temps ce type de politique sera compatible avec la stabilité des prix. D'une façon ou d'une autre, c'est autour de ces questions très générales que se structurent les débats sur la politique monétaire tant aux États-Unis que dans la zone euro.

Dans ces conditions, les grandes BC ont opté pour une gouvernance dans laquelle la communication joue un rôle clé. Elles communiquent régulièrement leur propre lecture des événements, leurs prévisions voire leurs intentions. Les banquiers centraux cherchent à compenser la carence des règles par une politique de communication renforcée, dont la *forward guidance* est devenue la pierre angulaire.

Conscientes des conséquences potentiellement dévastatrices d'un « krach obligataire », les banques centrales promettent de diminuer l'excès d'accommodation monétaire à petits pas. L'objectif est d'amener les investisseurs à revoir progressivement leurs anticipations sur le niveau futur des taux d'intérêt sans générer de turbulences financières. Mais ce « gradualisme » revendiqué par les BC n'est pas sans ambiguïté. Ainsi pour plusieurs membres de la Fed, une remontée des taux au rythme de 25pb par trimestre pourrait toujours être qualifiée de « graduelle ». Or les opérateurs de marché sont encore loin d'escompter un tel rythme : ils doutent même de la capacité de la Fed à suivre le rythme de hausse des taux prévu par les « dots » (pourtant inférieur). Les doutes sont multiples et portent : sur la pérennité du cycle, sur le retour de l'inflation ou encore sur la stabilité financière. Du côté de la BCE, la normalisation n'ayant pas réellement commencé, on n'observe pas à ce jour de hiatus entre les intentions de la BCE et les attentes du marché. Mais on peut légitimement s'interroger sur les marges de manœuvre de la BCE.

2/ Indices de surprise économique



3. Indépendamment du cycle, la Fed et la BCE sont dans des situations très différentes

Aux États-Unis, il est nécessaire de rééquilibrer le policy mix...

Avec les baisses d'impôts et l'augmentation des dépenses publiques, l'économie américaine sera artificiellement dopée cette année et l'an prochain. Mais le surcroît d'activité se fait au prix d'un accroissement très marqué du déficit budgétaire et de la dette publique, et donc des besoins de financement de l'économie américaine².

L'expansion fiscale accroît non seulement le risque de surchauffe (car l'économie est au plein-emploi) mais aussi la vulnérabilité de l'économie en cas de retournement (car la politique budgétaire ne pourra plus jouer son rôle stabilisateur). Il est donc doublement nécessaire de poursuivre la normalisation monétaire : d'une part pour éviter une possible « surprise inflationniste » et, d'autre part, pour regagner des marges

² Le besoin de financement total des États-Unis en 2018 et 2019 atteindra 24% du PIB (19% pour la dette publique arrivant à maturité +5% de déficit public) ; les États-Unis deviendront ainsi le 2ème pays ayant le plus grand besoin de financement parmi les pays avancés (en % du PIB), après le Japon

de manœuvre monétaires suffisantes pour pouvoir mener une politique contra-cyclique adéquate le cas échéant. Dit autrement, la politique monétaire doit tenter de neutraliser le caractère trop accommodant du policy mix actuel³.

Or en dépit des hausses de taux effectuées (+150pb depuis décembre 2015) et du début de la baisse de la taille du bilan (une partie des titres arrivant à maturité n'est plus réinvestie depuis octobre 2017), on observe que les conditions monétaires et financières se sont à peine resserrées aux États-Unis. Le degré d'accommodation monétaire est donc toujours jugé excessif, notamment au regard de l'émergence de pressions inflationnistes. Dans ces conditions, la Fed voudrait sans doute compenser une « surprise » sur l'inflation par une hausse de taux d'intérêt équivalente, de façon à neutraliser l'impact sur le taux d'intérêt réel.

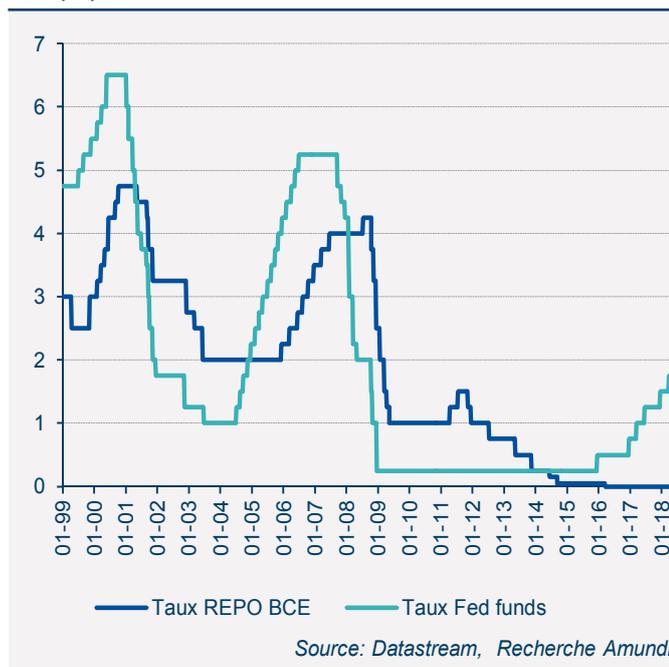
...Tandis qu'en zone euro, il est nécessaire de maintenir des conditions monétaires durablement accommodantes

Pour la BCE, la fin de son programme d'achat de titres (APP) et l'abandon des taux négatifs sont en vue. Le consensus table sur une extinction de l'APP d'ici la fin de l'année (au plus tard) avec une 1^{re} hausse du taux de dépôt vers la mi-2019. Et le BCE fait tout, dans sa communication, pour conforter ces anticipations. « Patience, prudence et persistance » restent les maîtres mots. Car en dépit d'une reprise soutenue – la croissance a atteint 2,5 % en 2017, son rythme le plus élevé depuis 2007 – l'inflation sous-jacente ne montre aucun signe de redressement. Le diagnostic de la BCE est clair : il faut maintenir des conditions monétaires **durablement** très accommodantes pour que l'inflation retrouve sa cible à moyen terme. En d'autres termes, la BCE préfère prendre le risque (improbable) d'une accélération (précoce) de l'inflation que celui d'une fin de cycle prématurée.

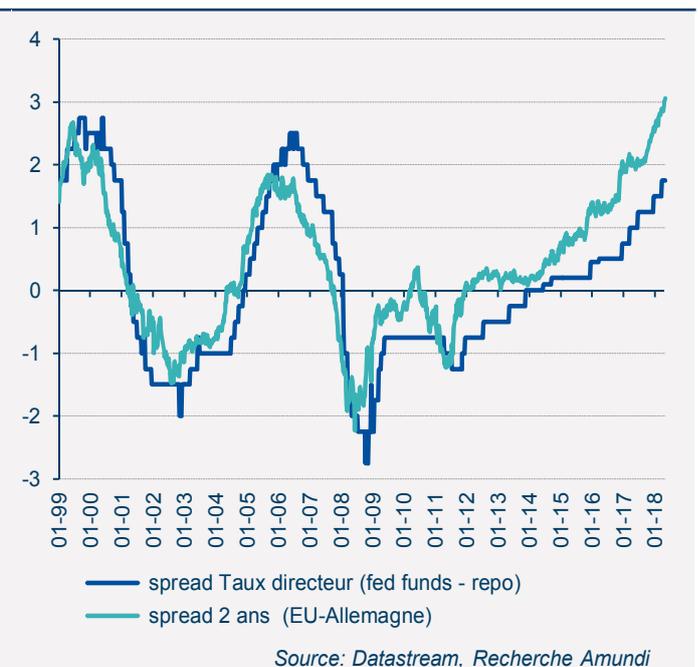
Les signes récents d'affaiblissement de la conjoncture en zone euro (repli des enquêtes, ralentissement de la production industrielle et des ventes au détail en Allemagne) confortent la BCE dans son approche. Rappelons que contrairement aux États-Unis, la zone euro n'a pas l'amortisseur de l'expansion budgétaire en cas d'erreur de politique monétaire.

Un autre argument soutient la position de la BCE : les conséquences possibles de la politique de la Fed sur les conditions monétaires et financières mondiales doivent être prises en considération. La BCE craint en effet de subir un durcissement précoce des conditions financières suite au policy mix américain, avec notamment une contagion de la remontée des taux américains. Ce qui pourrait être particulièrement contre-productif dans une période où la zone euro traverse un trou d'air.

3/ Taux directeurs de la BCE et de la FED (%)



4/ Écart de taux directeurs vs écart de taux d'intérêt à 2 ans



³ En théorie, l'augmentation de la dette devrait se traduire par une prime de risque additionnelle sur les titres du Trésor et donc par une hausse des taux à long terme. Il n'est pas dans notre propos ici d'analyser les raisons pour lesquelles la prime de risque sur les Treasuries ne se matérialise pas. Mais la Fed doit tenir compte de cette anomalie si elle veut neutraliser le policy-mix.

Les « risques globaux » sont en mesure de découpler encore davantage les politiques monétaires de la Fed et de la BCE

On peut identifier deux risques de nature globale à ce stade : il y a, d'une part, le risque protectionniste (avec la hausse des droits de douane décidée par Trump, suivie de mesures de rétorsion de l'UE et de la Chine) ; et il y a, d'autre part, le risque géopolitique au Moyen-Orient (avec son corollaire qui est la montée du prix du pétrole). **Or dans les deux cas, il s'agit d'un côté d'un risque d'inflation aux États-Unis et, de l'autre, d'un risque de ralentissement économique en zone euro.**

- **Hausse du prix du pétrole⁴.** Aux États-Unis, la hausse du prix du baril se matérialiserait par des pressions inflationnistes plus rapidement qu'en zone euro (car se produisant au plein-emploi, et donc à un moment où les salaires peuvent assez facilement réagir) sans compter que depuis le développement des gaz de schiste, la hausse du prix du baril a également des effets favorables sur l'activité. En revanche, la situation est très différente en zone euro qui est importatrice nette de pétrole : la croissance serait plus affectée (la hausse des prix détériore le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises) et, au final, la hausse de l'inflation serait de courte durée.
- **Guerre commerciale.** L'augmentation des droits de douane sur les importations américaines, risquerait de faire monter les prix locaux. En revanche, du côté de la zone euro, cela pèserait sur la confiance, ce qui pourrait gripper l'investissement des entreprises. De nombreux chefs d'entreprise se déclarent inquiets en Europe des mesures protectionnistes brandies par Donald Trump. Tandis qu'aux États-Unis, les menaces de rétorsion de l'UE et de la Chine n'ont eu quasiment aucun impact sur la confiance des chefs d'entreprise.

Dans ces conditions, ces deux risques globaux seraient analysés différemment de part et d'autre de l'Atlantique : la Fed verrait une remontée des prix du pétrole et/ou une augmentation de droits de douane comme faisant peser un risque haussier sur le PIB nominal (peu d'impact sur la croissance réelle, mais un impact sur l'inflation), tandis que la BCE l'analyserait comme faisant peser un risque baissier sur le PIB nominal (impact négatif sur la croissance réelle, mais peu d'impact sur l'inflation).

Toutes choses égales par ailleurs, ces évolutions divergentes du PIB nominal pourraient inciter la Fed à procéder à davantage de hausses de ses taux directeurs, tandis qu'au contraire, cela pourrait conduire la BCE à temporiser davantage. Avec le risque, en définitive, de l'empêcher de normaliser sa politique monétaire...

⁴ Le baril de Brent a bondi à 75\$ sur fonds de tensions au Moyen-Orient. Même si la hausse du pétrole en euro a été amortie depuis un an par la hausse de la devise européenne, le prix du baril est au plus haut depuis près de 4 ans (62 €).

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 Royaume-Uni « 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 transitions (jusqu'à fin 2020), les négociations commerciales s'annoncent tendues. 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 Saoudite vs. Iran. La situation s'est détendue de façon spectaculaire en Asie avec le rapprochement des deux Corée et la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation s'est en revanche tendue au Moyen-Orient sur le dossier iranien (menaces de dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire la reprise du programme nucléaire en Iran). 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 y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent souvent de façon imprévisible. Les autres risques politiques (notamment les conséquences de la nouvelle diplomatie américaine) sont plus difficiles 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 prématuré de miser sur une hausse conséquente des taux longs.

Cette conclusion vaut notamment dans le cas de la zone euro, où la BCE entend maintenir durablement des conditions monétaires très accommodantes. C'est en effet une condition nécessaire pour voir l'inflation se redresser graduellement. Toutefois, la volonté d'abaisser le degré d'accommodation monétaire – notamment en mettant fin au QE – demeure intacte. Une hausse modérée des taux européens semble inévitable. Mais une hausse marquée est improbable.

Impact de marché | Une forte remontée des taux longs serait une mauvaise nouvelle aux États-Unis, où la sensibilité de l'économie aux taux d'intérêt 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 la 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 2 hausses de taux directeurs que nous anticipons d'ici la fin de l'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 très limitée 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 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) est très affaibli.

Impact de marché | Une réaction en chaîne provoquerait un affaissement 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). Cette évolution 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.

- **Poursuite de l'expansion de l'activité mondiale:** les enquêtes, en dépit de leur détérioration récente, restent sur un niveau élevé, la plupart du temps nettement au-dessus de leur moyenne de long terme. La croissance mondiale devrait rester solide en 2018 et 2019. Les économies avancées (à l'exception notable du Royaume-Uni) vont continuer de croître à un rythme supérieur à leur potentiel. Les grandes économies émergentes continueront également de croître à un rythme soutenu. Le rééquilibrage en cours en Chine se fait en douceur. La plupart des économies sont tirées par la demande domestique avec une contribution positive de l'investissement dans de nombreuses zones simultanément. Le caractère synchrone de l'expansion la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial est resté dynamique au T1 2018 (+5,4 % sur un an) mais semble avoir perdu un peu de vigueur en fin de trimestre et au début du T2. Les mesures protectionnistes annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium (hausse des droits de douane) ont été une nouvelles fois repoussées dans le temps (au 1^{er} juin). Si elles sont mises en œuvre, elles donneront lieu à des mesures de rétorsion (UE, Chine notamment) qui seront dommageables au commerce. On observe que cette menace a commencé à peser sur la confiance des chefs d'entreprise (incertitude sur les perspectives) notamment en Europe. Rappelons toutefois 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 (i.e. sur une croissance du commerce légèrement en deçà de celle du PIB mondial). La probabilité d'une vraie guerre commerciale à l'échelle mondiale est faible (cf. scénario de risque).
- **États-Unis:** la croissance est ressortie légèrement supérieure aux attentes au T1 et devrait accélérer cette année. Les enquêtes continuent d'indiquer 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 croissance a ralenti au T1 et les enquêtes se sont repliées, parfois assez nettement, mais à partir de niveaux historiquement élevés. Le tassement de la croissance n'est pas surprenant après une fin d'année très vigoureuse. La hausse de l'euro et les tensions commerciales ont probablement pesé. Ces évolutions confirment que le pic de croissance est passé; nous tablons sur un léger ralentissement en 2018 puis en 2019, mais la croissance devrait rester significativement au-dessus de son potentiel. La zone euro est en effet en milieu de cycle, avec une perspective de rattrapage du côté des pays périphériques. Et la BCE promet de maintenir des conditions monétaires accommodantes. Par ailleurs, la perception du risque politique s'est très nettement affaiblie. Le risque n'a pas disparu mais est devenu plus local. En particulier, la situation politique reste confuse en Italie et l'on ne peut exclure de nouvelles élections. Mais les tensions locales ne remettent pas en question le renforcement de l'architecture de la zone euro que les gouvernements français et allemand sont en train de négocier, dans la perspective du Conseil européen de la fin juin.
- **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 ou non dans l'Union douanière). 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. La BoE préfère attendre davantage avant de remonter ses taux.
- **Chine:** l'économie demeure solide, la transition est sous contrôle. 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).
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente, qui est 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:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (75\$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique par les tensions au Moyen-Orient (notamment autour de la remise en cause de l'accord sur le nucléaire iranien), sur fonds de stock assez faibles aux États-Unis et de forte demande mondiale. Les risques sont haussiers à court terme. Mais nous n'avons pas revu notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 60\$) que l'on devrait retrouver d'ici à 12 mois.
- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs (nous anticipons 2 hausses supplémentaires de 25pb d'ici la fin de l'année voire une 3^e si le couple croissance/inflation surprend à la hausse) 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 reste très faible à ce stade du cycle. La *forward guidance* est inchangée: la BCE ne commencera à remonter ses taux directeurs que « bien après » la fin de l'APP. Cela signifie implicitement que le 1^{er} relèvement de son taux de dépôt ne se produirait pas avant la mi-2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par D. Trump pèsent sur la confiance, notamment en Europe. 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 fassent hésiter Donald Trump, et l'ont conduit à reporter une nouvelle fois (au 1^{er} juin) la hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium.



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 un 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.
- Aggravation des tensions géopolitiques actuelles au Moyen-Orient.

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 resynchronisation 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. La croissance ré-accélère en zone euro après un trou d'air au T1. Stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires assouplies d'où un « mini-boom ».

Conséquences:

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

Croissance probablement supérieure au potentiel après des faiblesses temporaires au 1^{er} trimestre

- Les perspectives économiques pour l'année restent solides, malgré le fléchissement du premier trimestre.
- La demande intérieure devrait rester soutenue: le sentiment dépeint dans les enquêtes auprès des entreprises et des ménages demeure très bien orienté (même s'il n'atteint plus des sommets). L'amélioration continue du marché du travail et du revenu disponible (lequel est également soutenu par les réductions d'impôts) est favorable à la consommation, et la vigueur des chiffres d'affaires permet aux entreprises d'enregistrer des bénéfices robustes, dans un contexte de faible progression des coûts de production.
- La faiblesse de la dynamique d'inflation, inhabituelle pour les États-Unis, favorise une convergence graduelle de l'inflation sous-jacente vers l'objectif de la Fed, qui peut éventuellement être légèrement dépassé si les conditions actuelles se maintiennent. L'inflation globale sera supérieure à l'inflation sous-jacente en base annuelle, mais demeure sous contrôle. Les risques sont orientés à la hausse.
- Le marché anticipe désormais deux autres relèvements des taux de la Fed sur la base de l'environnement économique actuel. Une autre intervention est envisageable si l'inflation se révèle supérieure aux attentes.

Facteurs de risque

- Accélération plus nette des tensions salariales
- Resserrement brutal et prolongé des conditions financières
- Dégradation de la confiance dans l'économie réelle, en raison de l'imprévisibilité de la politique commerciale et des risques d'escalade des représailles
- Risques géopolitiques liés à un durcissement de ton de la Maison Blanche (cf. Iran, Corée du Nord)

Zone euro

Malgré de nombreuses déceptions au T1, la reprise devrait continuer

- Les indicateurs du climat des affaires et certaines données réelles ont nettement déçu au T1. La hausse de l'euro, les craintes concernant le commerce mondial et des facteurs temporaires ont ralenti l'activité après le pic de fin 2017. Cependant, la reprise devrait continuer, portée par de solides moteurs internes (consommation, investissement et politiques budgétaires moins restrictives, risques politiques moins élevés qu'en 2017). L'inflation sous-jacente reste faible mais devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'incertitude politique en Italie ne constitue pas un risque systémique immédiat pour l'Europe. Sous l'impulsion du couple franco-allemand, des évolutions institutionnelles visant à renforcer l'architecture financière de la zone euro devraient être décidées avant les élections européennes de 2019.

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

Royaume-Uni

La robustesse du marché du travail limite l'effet de l'incertitude liée au Brexit

- La faible croissance du T1 (+0,1 %) sous-estime la tendance réelle. Si l'issue incertaine du Brexit reste préjudiciable à la confiance, les chiffres du marché du travail sont bien orientés (chômage au plus bas à 4,2 % en février). Les salaires nominaux progressent et les salaires réels sont revenus en territoire positif grâce au léger reflux de l'inflation.
- L'accord trouvé avec l'UE en mars pour une période de transition après la sortie du Royaume-Uni (de mars 2019 à fin 2020) n'a pas éliminé tous les obstacles à un « soft Brexit ». Cependant celui-ci apparaît tout de même comme le scénario de loin le plus probable, et pourrait même s'accompagner d'un maintien du Royaume-Uni dans l'Union douanière européenne.

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

Japon

La croissance se ralentira inévitablement, même si elle est toujours au-dessus du potentiel

- La croissance économique mondiale soutenue a profité aux exportateurs et leur vigueur sera finalement nourrie par l'économie nationale. Les producteurs devraient accélérer les investissements pour réaménager la productivité par l'automatisation des unités de production. Le nombre croissant de visiteurs étrangers et le manque chronique de main-d'œuvre devraient stimuler les investissements par le secteur des services. Cependant, l'impact négatif du haut niveau du yen et le ralentissement économique mondial se concrétiseront au S2 2018.
- Sur le front de la consommation, la croissance des salaires restera modeste bien que le gouvernement ait réclamé une augmentation de 3 %. L'IPC sous-jacent devrait s'orienter autour de 1 % car la pression à la baisse causée par le niveau élevé du yen ne compensera pas totalement la pression à la hausse due au manque d'effectifs. La faiblesse des revenus réels continuera donc de peser sur les dépenses des ménages.

- Nouvelle appréciation du yen
- Confusion politique en raison d'un certain nombre de scandales
- Risques géopolitiques dans le contexte de tensions avec la Corée du Nord

Chine

- L'économie semble plus solide que prévu : la croissance est stable au T1 malgré un ralentissement du crédit légèrement plus marqué ces temps-ci.
- Les mises en chantier vont mieux qu'attendu, les exportations résistent assez bien et la consommation se maintient même si les dépenses d'infrastructure se tassent.
- Après des fluctuations saisonnières, l'IPC a réintégré la zone de confort de la BPdC.
- Les signes d'assouplissement de la politique chinoise – réductions du taux RRR et annonces du Politburo – contrebalancent les risques de baisse potentiels.
- Les réformes s'accroissent. Suite au discours de XI Jinping à Boao, la Chine a publié des calendriers d'ouverture renforcée de ses marchés financier et manufacturier, ce qui pourrait alléger les tensions avec les États-Unis. Malgré le climat orageux de la relation commerciale Chine/É.-U., les signes de négociations à venir se multiplient.

Facteurs de risque

- **Le temps reste instable entre les deux superpuissances. Suivre de près la visite de la délégation américaine à Beijing en mai.**
- **Tensions géopolitiques: suivre le sommet entre les deux Corées et la rencontre Trump/Kim.**
- **Faux pas politiques dans la gestion de la transition structurelle.**

Asie (ex JP & CH)

Inde : une voie toujours expansionniste

- L'activité économique en Inde reste sur une trajectoire expansionniste, mais en dessous du pic réalisé en janvier (en partie favorisé par un effet de base positif). La composante la plus faible est représentée par les exportations qui ont baissé en mars de 0,7 sur l'année. L'estimation de production agricole saisonnière (riz, légumineuses et céréales) a été révisée à la hausse suite aux niveaux déjà très hauts enregistrés il y a un an. La dynamique du crédit a récemment enregistré une certaine faiblesse en raison de la demande supérieure aux chiffres habituels et certains problèmes d'insuffisance de billets aux distributeurs bancaires.
- L'inflation continue à baisser en raison des prix de l'alimentation et des légumes. L'inflation globale s'établit à 4,3 % sur l'année en mars tandis que l'inflation sous-jacente demeure supérieure.
- Le prix du pétrole est de plus en plus problématique pour l'Inde. Les niveaux actuels peuvent menacer l'inflation et les comptes budgétaires.
- La RBI devrait privilégier le statu quo en 2018. Un administrateur supplémentaire est favorable au durcissement selon le dernier compte rendu

- **La reprise a commencé à marquer le pas depuis février 2018.**
- **L'inflation en mars reste faible.**
- **Statu quo de la RBI.**
- **Le prix du pétrole est de plus en plus problématique.**

Latam

Brésil: préparation des élections générales

- Le Brésil se prépare aux élections générales fixées au 7 octobre 2018. Le 7 avril était la date limite d'affiliation à un parti politique par les candidats potentiels ou de démission des postes dans l'exécutif afin de pouvoir se présenter. L'enregistrement officiel commencera en juillet et se terminera le 15 août. De nombreuses incertitudes entourent le nombre de candidats potentiels, qui peut aller de 11 à 16. Il y a également une faible probabilité que Lula soit dans la course, en fonction de la décision de la Cour Suprême Électorale (le procès commencera le 15 août). Le paysage électoral est fragmenté et polarisé.
- Par rapport aux dernières élections, il semble que l'attention se soit détournée de l'« économie » pour se porter sur d'autres priorités, telle que la « corruption », « la criminalité et la violence » et la « santé ». La population semble éprouver un certain ressentiment envers les élites, ne plus faire confiance aux institutions, et favoriser les candidats n'appartenant pas à l'« establishment ».

- **Le paysage électoral est fragmenté et polarisé.**
- **Le premier tour a lieu le 7 octobre et le second le 28 octobre.**
- **Les candidats n'appartenant pas à l'« establishment » semblent favoris.**

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

- Malgré les sanctions imposées par l'administration Trump, nous maintenons notre scénario de croissance inchangée. En effet, même si la banque centrale a dû faire une pause dans son cycle de baisse de taux, la hausse du prix du pétrole à un niveau élevé est un facteur de soutien important.

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. Avec 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. Ce mois-ci que la banque centrale a enfin relevé un de ses taux directeurs en prévision des élections de juin qui pourraient peser sur la livre.

- **Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines.**
- **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 (9 mai 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,6	2,1	2,6	2,3
Japon	1,7	1,2	1,0	0,5	0,9	1,1
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	1,3	1,6	2,7	2,5	2,4
Brésil	1,0	2,2	2,4	3,5	3,2	4,2
Russie	1,5	1,7	1,7	3,7	3,0	4,1
Inde	6,3	6,7	6,6	3,3	3,9	4,5
Indonésie	5,1	5,3	5,5	3,8	3,8	4,1
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,3	2,5
Turquie	7,3	4,3	4,4	11,1	10,8	9,5
Pays développés	2,3	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					
	8/05/2018	Amundi + 6m.	Consensus T3 2018	Amundi + 12m.	Consensus T1 2019
États-Unis	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
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	0,75	0,75	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	8/05/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,52	2.20-2.40	2,76	2.50-2.70	2,88
Allemagne	-0,58	-0.60/-0.40	-0,43	-0.40/-0.20	-0,30
Japon	-0,13	-0.20/-0.00	-0,13	-0.20/-0.00	-0,12
Royaume-Uni	0,82	0.80/1.0	0,93	0.8/1.0	1,03

Taux 10 ans					
	8/05/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	3,00	2.80/3.0	3,07	3/3.15	3,12
Allemagne	0,58	0.60/0.80	0,71	0.80/1.00	0,82
Japon	0,05	0	0,10	0,10	0,15
Royaume-Uni	1,48	1.40/1.60	1,64	1.40/1.60	1,72

Prévisions de change					
	8/05/2018	Amundi + 6m.	Consensus T3 2018	Amundi + 12m.	Consensus T1 2019
EUR/USD	1,19	1,25	1,24	1,28	1,27
USD/JPY	110	105	108	105	106
EUR/GBP	0,88	0,92	0,88	0,95	0,89
EUR/CHF	1,19	1,16	1,18	1,18	1,20
EUR/NOK	9,63	9,50	9,40	9,30	9,20
EUR/SEK	10,37	9,70	10,03	9,50	9,75
USD/CAD	1,29	1,25	1,26	1,22	1,25
AUD/USD	0,74	0,77	0,77	0,77	0,79
NZD/USD	0,70	0,70	0,72	0,70	0,74
USD/CNY	6,37	6,30	6,42	6,30	6,46

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

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

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

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

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

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

Crédit photo : iStock by Getty Images — francescoch

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