

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO
UN ÉTÉ NUAGEUX

LE THÈME DU MOIS
MARCHÉS ÉMERGENTS :
NAVIGATION EN TERRE INCONNUE

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Un été nuageux

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Les investisseurs ont perçu des rendements globalement faibles depuis le début de l'année. Les nuages s'amoncellent à l'horizon et poussent en effet les investisseurs à adopter une approche de plus en plus prudente envers les actifs risqués. Cette attitude a provoqué une correction des marchés actions, un creusement des *spreads* des obligations d'entreprise et des tensions sur certains segments des marchés émergents (notamment sur le segment des obligations libellées en devises locales). Il est nécessaire de surveiller plusieurs facteurs à court/moyen terme : l'évolution du cycle et l'éventuel changement de régime, les problématiques géopolitiques et les inquiétudes relatives aux marchés émergents. Dans un premier temps, pour identifier un changement de régime, il est essentiel de comprendre l'évolution du cycle. **Dans la phase actuelle**, nous constatons d'une part un **cycle qui perdure aux États-Unis et une croissance des bénéfiques** et, d'autre part, certains signes suggèrent que le cycle est parvenu à maturité : la croissance mondiale semble avoir atteint un pic et l'inflation progresse lentement. **La liquidité mondiale devrait diminuer et l'endettement augmente progressivement**. Dans ce contexte, les banques centrales continuent à réduire leurs mesures de soutien à l'économie, cependant à des rythmes différents (**les divergences se sont creusées** entre la Fed et la BCE à l'issue de leurs dernières réunions). Les banques centrales ne réagissent plus aux poussées de volatilité et n'offrent aucune protection contre les troubles politiques. **Les risques géopolitiques constituent le deuxième élément d'incertitude**. Les désaccords observés au sein de l'Union européenne devraient se traduire par des débats tendus. L'intensification des conflits commerciaux représente une menace pour la croissance (États-Unis contre la Chine, le Canada et l'Europe). Les événements politiques pèsent également sur certains marchés émergents (élections au Brésil, au Mexique et en Colombie). Les risques idiosyncratiques (Turquie) alimentent les tensions au sein des marchés émergents déjà ébranlés par la hausse des taux d'intérêt américains et par la hausse du dollar. La capacité de la Chine à résister devient un facteur essentiel dans ce contexte. Cela étant, malgré l'accumulation de nuages à l'horizon, la conjoncture favorable devrait soutenir la croissance des bénéfiques en 2018 et durant la majeure partie de l'année 2019. Par ailleurs, la faiblesse persistante des taux d'intérêt justifie des valorisations plus élevées, aiguillant ainsi l'appétit des investisseurs pour le risque. Pour faire face à cet environnement pluridimensionnel, les investisseurs doivent repenser la construction de leurs portefeuilles en termes d'horizons temporels.

À court terme, nous continuons à privilégier les actions aux obligations. Déceler les **titres de qualité et sous-valorisés sur le marché des actions** devrait nous permettre de faire face aux épisodes de liquidité moindre dans les prochains mois. **Globalement, la duration devrait être légèrement réduite à court terme.**

À moyen terme, nous pourrions assister à un ralentissement conjoncturel, ce qui pourrait peser sur les cours des actifs risqués. La duration pourrait redevenir neutre ou longue. Les dynamiques de change continueront à agir comme des absorbeurs de chocs : elles refléteront les divergences entre les politiques monétaires et créeront des opportunités à partir des dislocations de marché (de manière sélective au sein des émergents, USD/EUR à court terme).

À long terme, les tendances sous-jacentes des variables macroéconomiques augurent des taux d'intérêt faibles à l'équilibre et un retour à la moyenne des rendements des actions vers les tendances d'évolution des bénéfiques à long terme. Cette situation grèvera à l'avenir le potentiel de rendement des portefeuilles équilibrés. Dans cette perspective, et afin de combiner positionnement à court terme et prise en compte des tendances de long terme, les investisseurs doivent s'atteler à extraire la valeur restante dans le marché tout en repensant leurs stratégies de long terme. Il leur faut privilégier les profils de rendement asymétriques, ce qui leur permet de limiter les pertes en cas de correction et de capter les primes de risque sur le long terme. Durant cette transition, il sera essentiel de gérer la liquidité du portefeuille et de protéger le capital investi.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

Nous avons un positionnement quasiment neutre sur les actifs risqués. À court terme, nous avons adopté une approche plus prudente sur les actions (nous privilégions le marché américain) et sur les obligations d'entreprise. Parallèlement, nous mettons davantage l'accent sur les opportunités de valeur relative et sur la diversification de portefeuille (matériaux de base européens vs Stoxx Europe, certaines devises asiatiques des marchés émergents vs USD, par exemple). Dans la mesure où les risques pesant sur le scénario ont augmenté, nous pensons qu'il convient de conserver des couvertures pour protéger les portefeuilles et élaborer un profil de risque/rendement asymétrique.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Le marché obligataire américain table de manière raisonnable sur une hausse des taux directeurs de la Fed. Nous sommes moins pessimistes vis-à-vis de la durée des emprunts d'État américains, mais nous conservons une position courte en durée sur les emprunts d'État des pays du cœur de l'Europe. Sur le segment des obligations d'entreprise, les fondamentaux restent positifs mais nous avons désormais un positionnement défensif car l'effet de levier a fortement augmenté sur le marché. Les divergences entre les politiques des banques centrales créent des opportunités sur le marché des changes: le dollar semble bénéficier de facteurs porteurs à court terme face à l'euro, mais cette tendance pourrait s'inverser dès lors que les forces structurelles entreraient en jeu. La dette des marchés émergents reste sous pression, mais les rendements sont attractifs et la classe d'actifs, considérée comme un vecteur de revenu, pourrait regagner la faveur des investisseurs au quatrième trimestre 2018.

ACTIONS

Nous continuons à mettre fortement l'accent sur la croissance des bénéficiaires et sur les titres susceptibles de produire de bonnes performances à moyen terme. Nous privilégions les valeurs américaines car elles affichent des bénéfices plus élevés et parce que les risques réglementaires ont été identifiés et sont désormais pris en compte dans les valorisations, en hausse. La croissance des dépenses d'investissement et la rotation vers les titres de qualité sous-valorisés sont des thèmes qui, selon nous, se révéleront porteurs durant la prochaine phase de marché.

ACTIFS RÉELS

Le marché de l'immobilier semble être dans une phase tardive du cycle et fait l'objet d'une concurrence effrénée. Pour se protéger contre une correction du marché, nous recommandons aux investisseurs de différencier les stratégies immobilières, par exemple en adoptant une approche flexible et différenciée sur le segment de la dette immobilière commerciale senior tout en restant très sélectifs et en appliquant les critères ESG.

MACRO

Le risque d'une guerre commerciale mondiale peut peser sur la croissance bien avant que la guerre ne commence

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

Donald Trump a récemment menacé d'augmenter les taxes sur 200 Mds \$ d'importations en provenance de Chine. Les autorités chinoises ont immédiatement annoncé qu'elles prendraient des mesures de rétorsion ; ce qui pourrait provoquer de nouvelles représailles de la part des États-Unis. Donald Trump a également menacé d'augmenter les taxes sur les importations d'automobiles, ciblant cette fois l'Europe et le Japon (la taxe sur les importations en provenance d'Europe passerait de 2,5 % à 20 ou 25 %).

Les tensions commerciales ont déjà commencé à peser sur le climat des affaires (en particulier en Allemagne, pays européen le plus exposé au commerce mondial). L'incertitude risque désormais de peser sur l'investissement des entreprises et ce, avant même que le commerce mondial ne soit affecté par des mesures dont certaines pourraient d'ailleurs ne jamais voir le jour.

Comme les chaînes de valeur mondiales sont fortement intégrées, une vraie guerre commerciale ne ferait que des perdants. Certains pays se montreraient cependant plus résilients que d'autres.

Donald Trump cherche à augmenter la pression sur ses partenaires pour négocier, sur une base bilatérale, des accords commerciaux dont les termes seraient *in fine* plus favorables aux États-Unis. Et il semble qu'il ait une marge de manœuvre à court terme : en effet, ses menaces n'ont pas pesé sur les enquêtes aux États-Unis autant que dans le reste du monde. De plus, Donald Trump est probablement réconforté par la remontée de sa cote de popularité, qui à 45 % est à son plus haut niveau depuis son entrée en fonction. Mais malgré cela, les projections continuent d'indiquer que la Chambre des représentants risque de basculer dans le camp démocrate lors des élections de mi-mandat le 6 novembre.

Nous continuons de tabler sur un impact modeste des tensions actuelles sur le commerce mondial, ainsi que sur la poursuite de l'expansion économique mondiale en 2018 et 2019. Néanmoins nous pensons que la menace d'une sévère confrontation nécessite de prendre sérieusement en considération le scénario de risque (ralentissement mondial), dont nous avons augmenté la probabilité le mois dernier de 15 à 20 %. Et nous considérons que la probabilité d'une escalade supplémentaire des tensions commerciales durant l'été est nettement plus élevée. Ceci dit, nous estimons que l'impact des mesures actuellement envisagées ne réduirait pas la croissance mondiale de plus de 0,3 pp.

“L'intensification des tensions commerciales concourt à augmenter la probabilité d'un scénario de risque.”

Le point de vue des stratégestes

Banques centrales et barrières douanières au centre de l'attention

- **Banques centrales.** La Fed a constaté une reprise de l'inflation et de la croissance. Le compte rendu de la dernière réunion de la Fed révèle que le comité de politique monétaire (FOMC) a intégré le mot « symétrique » dans sa rhétorique sur l'inflation (acceptant même une inflation légèrement supérieure à l'objectif). Il est donc très peu probable que la Fed surprenne en accélérant le rythme de ses hausses de taux d'ici la fin de l'année. Contrairement à son prédécesseur, le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, semble moins enclin à tenir compte des tensions auxquelles sont confrontés les marchés émergents et les conflits commerciaux lorsqu'il s'agit de resserrer la politique monétaire. Les marchés émergents affichant des comptes des transactions courantes fortement déficitaires et incapables de les résorber ont pâti du resserrement des conditions de financement (Brésil, Afrique du Sud, Turquie, Inde, Indonésie). Par conséquent, les banques centrales, principalement en Asie (Indonésie, Turquie, Malaisie, Inde) ont adopté des politiques plus orthodoxes que prévu à cause de facteurs exogènes (hausse des taux d'intérêt sur les bons du Trésor américain, hausse du dollar). Les devises émergentes se sont fortement dépréciées pour les mêmes raisons et à cause d'évènements propres à certains pays (Argentine, Brésil, Turquie).

Les dernières déclarations des membres de la BCE révèlent un regain de confiance en ce qui concerne l'inflation dans la zone euro, malgré le léger ralentissement des statistiques économiques. La BCE mettra un terme à son programme d'assouplissement quantitatif d'ici la fin de l'année. La fin du programme de rachats d'actifs intervient dans un contexte plus difficile que celui auquel la Fed était confrontée en 2014 (liquidité moindre, surpassement du pic de croissance à un niveau supérieur au potentiel, recrudescence des risques politiques). La fin du programme d'assouplissement quantitatif* sera un véritable défi pour les émetteurs des pays de l'Europe périphérique et pour l'Italie en particulier, dans la mesure où les banques italiennes dépendent de la BCE pour se financer. Le risque de refinancement sera considérable en 2020-2021.

- **Barrières douanières.** Les tensions commerciales se sont intensifiées, provoquant un regain de volatilité et un regain d'aversion au risque généralisée. Il s'agit d'une situation délicate pour les pays émergents dépendant des matières premières qui sont tributaires des capitaux étrangers et/ou affichent des comptes courants fortement déficitaires.

En fin de compte, le marché américain des actions exclut l'hypothèse d'une guerre commerciale qui saperait la croissance et le cours du dollar et, comme le prévoient nos économistes, la part du commerce mondial affectée par les nouvelles barrières douanières reste limitée. Globalement, notre analyse de sensibilité au dollar et aux bons du Trésor révèle que l'Inde, la Turquie, la Malaisie et la Russie sont les pays les mieux immunisés, tandis que l'Amérique latine est la région qui souffrirait le plus de la mise en place d'une politique protectionniste aux États-Unis.

* L'assouplissement quantitatif (QE) est un type de politique monétaire utilisée par les banques centrales pour stimuler l'économie en effectuant des achats d'actifs financiers auprès des banques commerciales et d'autres établissements financiers.

GESTION DIVERSIFIÉE

Réduction du risque à court terme

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

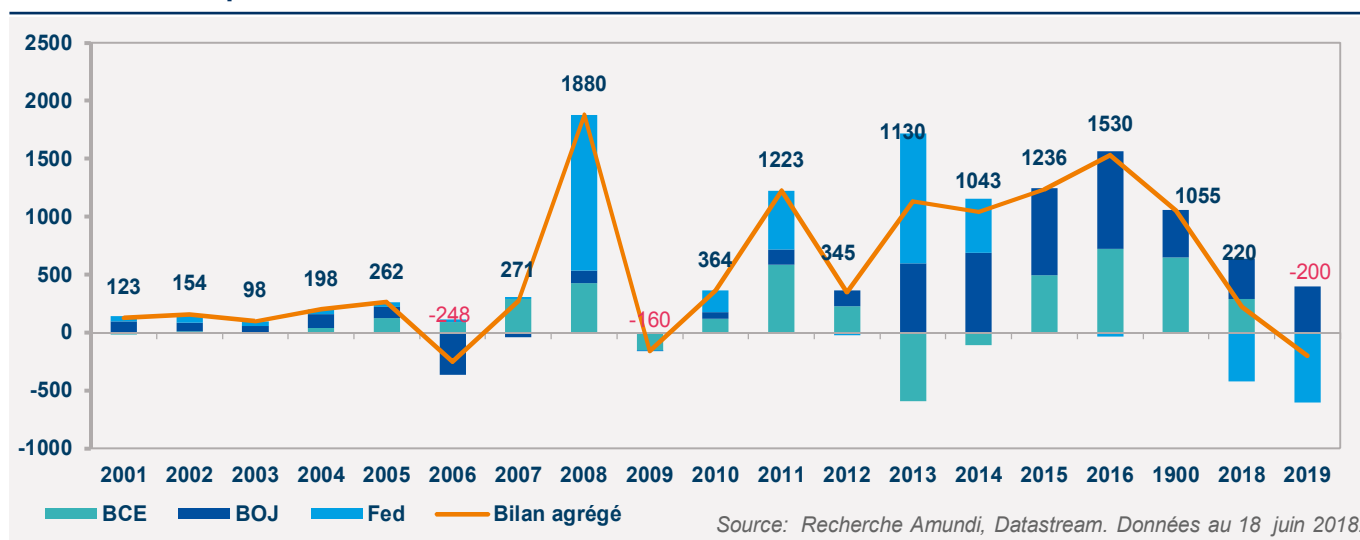
Les perspectives de croissance restent encourageantes malgré une certaine détérioration de la dynamique économique globale sauf aux États-Unis. La diminution de la liquidité mondiale et la recrudescence des risques géopolitiques (guerres commerciales, conflits sur les migrants, etc.), que nous observons dans un contexte de défiance des investisseurs, nous rendent plus vigilants. Cela nous incite à tendre vers un positionnement neutre sur les actifs risqués à court terme, qui se traduit par un positionnement plus défensif et moins directionnel sur les actions et les obligations d'entreprise. Parallèlement, les investisseurs devraient tenter d'accroître les faibles rendements attendus en favorisant les stratégies de valeur relative et en diversifiant leurs portefeuilles.

Des idées à conviction forte

Les actions européennes jouissent de fondamentaux solides et de valorisations attractives, mais le climat politique crée des vents contraires sur le marché. Nous préférons conserver un positionnement prudent sur les valeurs européennes et favorisons les actions américaines. Toutefois, nous conseillons aux investisseurs de chercher des opportunités sous-valorisées en Europe: nous privilégions le secteur européen des matériaux de base face à l'indice Stoxx Europe, celui-là bénéficiant de fondamentaux solides, de valorisations raisonnables et d'une conjoncture économique favorable pour les matières premières. Nous pensons qu'un positionnement long sur les actions britanniques, sous-valorisées et sous-pondérées en portefeuille, par rapport aux actions de la zone euro pourrait être payant en raison du ralentissement de la dynamique macroéconomique en Europe. Dans l'univers des marchés émergents, nous continuons à privilégier le HSCEI face aux marchés émergents, nous conservons une légère préférence pour le renminbi face au dollar et à l'euro. Ce positionnement est soutenu par des fondamentaux macroéconomiques positifs, par un revenu de portage attractif et par des facteurs techniques positifs, tels que des flux de capitaux anticipés significatifs en raison de l'inclusion des obligations libellées en renminbi dans l'indice de référence.

“De nouvelles dynamiques politiques sont en train d'émerger dans un cycle qui parvient à maturité: l'heure n'est pas aux stratégies directionnelles, mais à la diversification et à la quête de valeur relative.”

Bilans des banques centrales



Nous décelons également des opportunités sur les marchés des changes des pays asiatiques dont la balance des transactions courantes affiche un solde excédentaire par rapport au dollar. En effet, ces monnaies devraient mieux résister durant la phase de normalisation des politiques monétaires. Dans l'univers des obligations d'entreprise des marchés développés, nous avons désormais une opinion neutre sur l'indice Itraxx Europe, suite à une hausse du risque politique en Italie, susceptible de refaire surface ultérieurement.

Dans l'univers des obligations d'État, nous préférons adopter un positionnement neutre sur le Bund 10 ans, jusqu'alors sous-pondéré en portefeuille. Il s'agit d'une stratégie de protection. Parallèlement, nous avons adopté un positionnement défensif sur la partie courte de la courbe (Schatz 2 ans) et nous tablons sur une hausse des taux allemands en 2018. Nous anticipons également une augmentation des taux des emprunts d'État à 10 ans indexés sur l'inflation (en Europe, aux États-Unis et au Japon), nos prévisions macroéconomiques indiquant une accélération progressive de l'inflation jusqu'à la fin de l'année. La courbe des taux américains devrait se pentifier (segment 2-10 ans). La courbe nous semble trop plate et devrait refléter des primes de risque d'inflation plus élevées. S'agissant de la courbe des swaps d'inflation américains, nous excluons l'hypothèse d'une forte hausse des cours de matières premières par rapport à leurs niveaux actuels, ce qui devrait réduire la pression sur la partie courte, laquelle devrait baisser. L'accélération de la croissance que nous anticipons aux États-Unis pourrait pousser à la hausse la prime de risque d'inflation. Il se pourrait donc que la courbe des swaps d'inflation américaine 2-10 ans se pentifie.

Risques et couverture

Durant la période de trouble politique qui a secoué l'Italie, la perspective d'une recrudescence du risque politique est redevenue un motif majeur de préoccupation et elle le restera jusqu'à ce que la situation s'éclaircisse en Europe. Les inquiétudes suscitées par la guerre commerciale restent vives et l'attention se porte sur l'impact des mesures commerciales adoptées par le gouvernement américain sur le moral et les investissements des entreprises. Nous recommandons aux investisseurs de conserver des positions sur l'or, actif refuge, et sur le JPY tant face à l'USD que sur l'AUD par le biais d'options de change.

HSCEI = Indice Hang Seng China Enterprise.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les divergences comme source d'opportunités

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

Évaluation globale

Le dernier communiqué de presse du FOMC évoque l'éventualité d'un resserrement de la politique monétaire de la Fed, reflétant son positionnement actuel et sa confiance dans la vigueur de la croissance américaine. La Fed a rehaussé de 25 pb ses projections de hausse des taux d'intérêt, connues sous le nom de « graphique à points » et table désormais sur quatre hausses de taux en 2018, contre trois jusqu'à présent, sur trois hausses en 2019 et sur une ou deux hausses en 2020. Parallèlement, la BCE a organisé une conférence de presse dont le ton s'est révélé plus conciliant que ce que prévoyait le marché. La BCE s'est engagée à laisser ses taux inchangés jusqu'à l'été 2019, confirmant ainsi le scénario de taux durablement bas.

En revanche, la BCE a décidé de réduire le volume de ses achats d'obligations, ce qui devrait limiter l'appétit des investisseurs obligataires pour les emprunts d'État de la zone euro. Nous continuerons à tirer profit des divergences de politiques entre les banques centrales par le biais des courbes de taux et sur le marché des changes. Nous pensons que ces forces à court terme soutiendront le cours de l'USD face à l'EUR. Un rééquilibrage en faveur de l'EUR devrait avoir lieu d'ici la fin de l'année.

Obligations d'État des marchés développés

La BCE a renforcé l'ancrage des maturités courtes et la directionnalité de la courbe des taux. Une croissance et/ou une inflation plus forte(s) que prévu pourrai(en)t avoir une incidence sur les maturités longues et provoquer une pentification de la courbe des taux. Nous continuons à privilégier un positionnement court en durée sur les obligations d'État du cœur de l'Europe en raison de leurs valorisations tendues et de la fin imminente du programme d'assouplissement quantitatif. Aux États-Unis, la pression haussière sur les bons du Trésor devrait se poursuivre, sauf si la confrontation commerciale entre la Chine et les États-Unis venait à s'envenimer. D'ici la fin de l'année 2018, les taux des bons du Trésor à 10 ans devraient se rétablir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 3 % et 3,5 %, dans le cas d'un taux directeur de la Fed de 2,4 %. Ce positionnement court en durée est confirmé, mais moins prononcé qu'en début d'année. Compte tenu de l'aplatissement marqué de la courbe des taux, nous pensons que les investisseurs pourraient privilégier une sous-pondération plus équilibrée sur l'ensemble de la courbe.

Obligations d'entreprise des marchés développés

Il est nécessaire de faire preuve de prudence compte tenu des conditions et des risques de marché. Dans la zone euro, les achats d'obligations d'entreprise par la BCE continueront à soutenir le marché, même après la fin du programme d'assouplissement quantitatif. Les fondamentaux restent solides (bilans sains). Les investisseurs pourraient privilégier les obligations à maturités courtes à coefficient bêta élevé car elles offrent un revenu de portage important et sont moins sensibles aux hausses de taux d'intérêt. Nous sommes plus prudents vis-à-vis des obligations bancaires fortement subordonnées et assorties de maturités longues. Des opportunités devraient émerger sur le marché primaire, qui offre désormais des primes d'émission plus importantes.

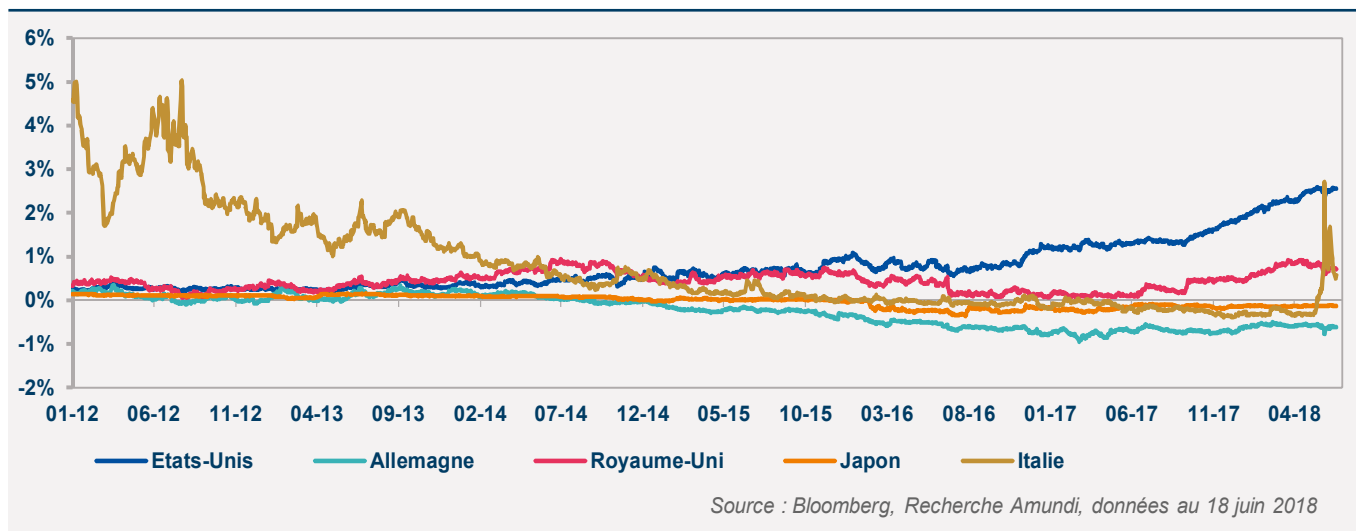
Aux États-Unis, nous pensons que les investisseurs devront se montrer sélectifs en investissant dans les obligations Investment Grade, segment ayant connu la majeure partie des excès de ce cycle de crédit. Nous préférons le secteur financier, plus fortement réglementé (risque d'événement moindre, comme les fusions acquisitions ou les rachats d'actions). Nous privilégions également le secteur de l'énergie, particulièrement les sociétés du segment intermédiaire (qui profitent de la vigueur du PIB américain et de la hausse des prix du pétrole).

Obligations des marchés émergents

Les rendements des obligations des marchés émergents deviennent de plus en plus attractifs et nous tablons sur un retour des investisseurs vers la classe d'actifs dans la dernière partie de l'année (sur fond de stabilisation de l'USD et

“ Nous sommes plus défensifs sur la dette émergente, mais les rendements redeviennent attractifs et, à mesure que le dollar et les taux américains se stabilisent, la classe d'actifs revient au centre de toutes les attentions.”

Rendement des obligations d'État à 2 ans



des taux américains). À court terme, les conditions sont difficiles et nous sommes prudents, notamment vis-à-vis des obligations libellées en monnaies locales, car la liquidité se tarit.

La géopolitique reste le thème dominant sur les marchés émergents, comme l'intensification de la rhétorique protectionniste entre les États-Unis et la Chine, ainsi que les élections en Amérique latine (Mexique, Brésil, Colombie, pour ne citer que les plus importantes). En Turquie, la réélection du président sortant, Recep Tayyip Erdoğan, réduit l'incertitude politique mais les risques économiques demeurent. Les événements idiosyncratiques (principalement dus à la faiblesse des comptes courants) continuent de peser sur les marchés.

Le bêta mesure la sensibilité d'un investissement (sa volatilité) en cas de mouvements du marché représentés par un indice. Un bêta de 1 signale que le prix du titre a la même volatilité que le marché. Un bêta inférieur à 1 signifie que le titre a été moins volatil que le marché. Un bêta supérieur à 1 indique que le prix du titre a été plus volatil que le marché.

ACTIONS

Conserver malgré les risques

YERLAN SYZDYKOV, Responsable des Marchés Émergents
KENNETH J. TAUBES, Directeur des Investissements US

Évaluation globale

La conjoncture favorable devrait soutenir la croissance des bénéfices jusqu'à la fin de l'année. La croissance des chiffres d'affaires s'est accélérée ces derniers trimestres, les bénéfices augmentent progressivement. Nous pensons que les actions pourraient une fois de plus signer les meilleures performances parmi toutes les classes d'actifs.

Les risques pesant sur cette perspective sont toutefois importants, à commencer par le caractère mature du cycle économique et financier et l'escalade des tensions commerciales. Nous n'excluons pas l'hypothèse d'un resserrement plus agressif des politiques monétaires en cas de rebond de l'inflation. Globalement, nous pourrions assister à un regain de volatilité par rapport aux cinq dernières années car les investisseurs voudront exploiter divers thèmes lors de la transition vers une phase plus avancée du cycle. Le thème relatif aux dépenses d'investissement est toujours d'actualité. Une rotation sectorielle vers les titres sous-valorisés pourrait également intervenir à l'approche de la prochaine phase. Le cas échéant, les investisseurs chercheront à tirer profit de la survalorisation des valeurs de croissance (dopée principalement par les technologies) par rapport aux valeurs de rendement.

MSCI Monde (Growth/Value)



Europe

La crise politique européenne et les tensions commerciales ont pesé sur les cours des actions européennes. Les bénéfiques restent solides et les valorisations globalement attractives. La faiblesse de l'EUR pourrait freiner la croissance des BPA durant les prochains trimestres. Compte tenu de la recrudescence des risques, nous réduisons notre exposition cyclique au profit d'une exposition plus équilibrée (nous privilégions les secteurs de la distribution alimentaire et des services aux collectivités à celui des matériaux). Les actifs de qualité surperforment désormais même en Europe et la tendance est encourageante. Nous continuons à privilégier les secteurs de l'énergie, du luxe et des technologies de l'information au sein du portefeuille. Nous apprécions également les valeurs bancaires et les assurances, malgré la récente correction.

États-Unis

Le marché américain affiche des fondamentaux solides et les prévisions de bénéfiques ont été fortement revues à la hausse. La consommation américaine est assez saine, la fiscalité a été allégée, comme la réglementation dans de nombreux secteurs, et les dépenses d'investissement et de R&D augmentent. Les cours des actions américaines tiennent compte de la faiblesse des taux d'intérêt, si bien que les valeurs américaines ne sont pas survalorisées. Les points essentiels à surveiller sont l'inflation des salaires, les hausses des prix des matières premières, les pressions concurrentielles, et la politique commerciale qui pourraient compenser les effets positifs de la réforme fiscale et des évolutions réglementaires. Il est essentiel d'identifier les entreprises capables de fixer les prix, de comprendre les pressions logistiques à mesure que les modèles d'entreprises évoluent et d'évaluer la politique commerciale (NAFTA, Chine, barrières douanières). Dans cette perspective, construire son portefeuille en fonction des fondamentaux des émetteurs permet d'en garantir la qualité et de réduire la volatilité de la rentabilité du portefeuille. Au niveau sectoriel, nous continuons de privilégier les biens de consommation discrétionnaire, les technologies de l'information et les valeurs financières.

Émergents

Malgré la volatilité à court terme, les actions des marchés émergents devraient être capables de résister à un environnement externe plus difficile. Les bénéfiques suivent une dynamique favorable. À l'inverse, les élans protectionnistes du gouvernement américain pèsent sur les BPA de marchés émergents. Certains facteurs locaux et certaines réformes pourraient limiter l'effet de contagion (l'Inde pourrait être moins pénalisée en cas de guerre commerciale).

En matière d'allocation géographique, nous privilégions la Russie car le pays a amélioré sa situation macroéconomique (budgétaire et monétaire), affiche une balance externe excédentaire et des valorisations très attractives sur fond de rebond des cours du pétrole. En Chine, malgré un léger ralentissement, nous pensons que le désendettement du secteur financier se poursuivra et que le gouvernement maintiendra le cap des réformes. Nous sommes optimistes vis-à-vis des entreprises qui affichent d'importantes réserves de trésorerie significatives et des rendements de dividende attrayants. Nous favorisons les secteurs des technologies, de l'assurance et de l'énergie.

“Les investisseurs pourraient considérer la croissance des dépenses d'investissement et la rotation vers les actifs sous-valorisés comme des thèmes porteurs.”

ACTIFS RÉELS

Dettes immobilières : rendement stable et faible volatilité

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

De plus en plus prisée par les investisseurs

L'appétit des investisseurs internationaux pour la dette immobilière a fortement augmenté ces dernières années, dans un contexte marqué par la désintermédiation du secteur bancaire résultant du durcissement des réglementations comme Bâle III et Solvabilité II, et dans un contexte marqué par une quête perpétuelle de rendement

dans un environnement de taux durablement bas. D'après l'institut de recherche londonien Prequin, l'année 2017 a été particulièrement faste pour le secteur de la dette immobilière privée : 56 fonds de dette immobilière ont réussi à lever un montant total de 29 milliards de dollars, un record vieux de 10 ans. Cela pourrait indiquer que les investisseurs rééquilibrent et diversifient plus avant leurs portefeuilles compte tenu des conditions de marché actuelles et anticipées. Globalement, le marché européen de l'immobilier soutient fortement la croissance économique de la zone euro. Ce marché se caractérise par sa taille significative et sa diversité, ce qui implique des volumes d'émission importants : environ 100 milliards d'euros par an en Europe, dont 10 % pour la France (données CBRE, octobre 2017).

Principaux avantages pour les investisseurs institutionnels

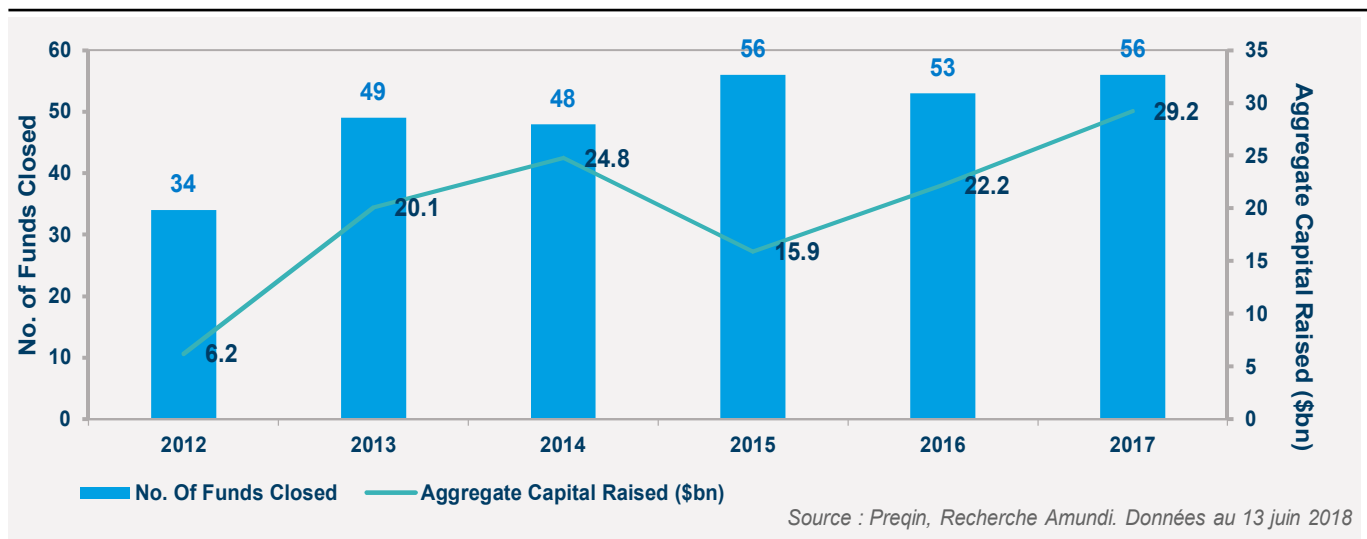
La dette immobilière est une classe d'actifs naissante mais elle appartient à l'univers des obligations d'entreprise et peut être considérée comme une composante stratégique des portefeuilles obligataires traditionnels. Pour autant, cette jeune classe d'actifs est assez hétérogène et compte de nombreux profils de risque selon la qualité de l'actif immobilier sous-jacent (core/core+, valeur ajoutée, opportuniste) et selon la solvabilité des émetteurs. À cet égard, nous considérons que le marché de la dette commerciale senior est le plus attractif compte tenu de sa capacité à générer des rendements stables et prévisibles, en plus d'une faible volatilité. Avec un objectif de rendement compris entre 2 % et 2,5 %, il permet aux investisseurs de percevoir une prime d'illiquidité de plus de 100 pb par rapport aux instruments obligataires cotés pour un profil de risque comparable (note BBB).

En outre, les transactions réalisées sur ce segment sont structurées autour de prêts hypothécaires senior qui bénéficient d'une bonne protection, dont la délégation des loyers au prêteur. Par ailleurs, la qualité des garanties données en contrepartie des prêts signifie que les assureurs bénéficient d'un ratio de fonds propres en application de Solvabilité II : la stratégie sur prêts immobiliers commerciaux seniors soutient largement la comparaison avec les obligations d'entreprise notées BBB et affichant un niveau de risque équivalent. Par ailleurs, les prêts hypothécaires seniors sont généralement structurés avec des taux variables, ce qui offre aux investisseurs une protection contre d'éventuelles hausses d'intérêt et une protection contre les corrections du marché. L'Euribor (ou le Libor) a généralement un taux plancher nul.

Enfin, la diversification est un autre avantage majeur, le capital étant généralement réparti sur un large éventail de prêts et d'émetteurs et les stratégies de dette immobilière étant peu corrélées aux classes d'actifs traditionnelles.

La dette immobilière européenne est une stratégie de plus en plus séduisante car elle permet de percevoir des rendements stables tout en offrant une volatilité faible.

Collecte des fonds de dette privée immobilière



Nous pensons que l'appétit des investisseurs pour cette nouvelle classe d'actifs en pleine croissance restera fort. Cela étant, le marché de l'immobilier se situe dans la dernière phase de son cycle et nous devrions assister à des ajustements au niveau des taux, des loyers, des valorisations et à une concurrence accrue pour les meilleurs actifs. L'allocation rapide des capitaux des investisseurs, qui se montrent toujours très sélectifs durant le processus d'investissement et appliquent les critères ESG, est plus que jamais au centre de toutes les attentions. Le fait d'avoir une longue expérience du marché de l'immobilier, des marchés obligataires et en matière d'analyse de solvabilité et de disposer d'un vaste réseau de partenaires est donc un avantage important lorsqu'il s'agit d'identifier et d'exécuter des transactions immobilières. Ce n'est qu'à cette condition que l'on peut obtenir des informations essentielles comme la performance intrinsèque d'un immeuble et, partant, la véritable valeur comptable potentielle d'un prêt d'investissement

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	→	●	Surpondération

Source: Amundi, au 20 juin 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

Marchés émergents : navigation en terre inconnue

ALESSIA BERARDI, Recherche Macroéconomique
KARINE HERVE, Recherche Macroéconomique
SOSI VARTANESYAN, Recherche Macroéconomique

Achevé de rédiger le 20/06/2018

L'essentiel

- L'environnement financier mondial plus difficile exerce des pressions sur les actifs risqués des marchés émergents (ME), en particulier dans certains segments (dette en devise locale).
- Les ME dépendent toujours dans une large mesure non seulement des conditions financières internationales, mais également de la demande mondiale.
- Les ME durcissent progressivement leur politique monétaire, ce qui crée un frein supplémentaire pour les cycles économiques domestiques.
- Les vulnérabilités externes se réduisent depuis quelques années, mais la situation varie beaucoup d'un pays à l'autre.
- Trois cas de vulnérabilité particuliers : le Brésil, la Turquie et l'Argentine.

Depuis le début de l'année, les actifs risqués des marchés émergents sont de plus en plus volatils. En raison de la forte appréciation du dollar liée à la poursuite de la politique de normalisation de la Fed, certains actifs émergents comme la dette en devise locale ont peu performé (-6,8 % entre janvier et le 21 juin).

Les taux de change flexibles agissent comme amortisseurs et devraient permettre aux économies de s'ajuster à condition que les fondamentaux soient assez robustes pour éviter des développements désordonnés.

Néanmoins, le niveau de tension qui s'est exprimé sur les marchés n'a rien de comparable avec celui des crises précédentes (en termes de sorties de portefeuille et d'écartement des primes de CDS). L'appétit des investisseurs pour les actifs émergents est toujours bel et bien présent car les performances relatives sont toujours attractives, et les fondamentaux sont considérés comme plus solides dans l'ensemble de la classe d'actifs en l'absence d'un nouveau scénario perturbateur (guerre commerciale) et de mesures inattendues ou incontrôlées de la part des principales banques centrales. Cette situation est particulièrement perceptible au niveau des marchés asiatiques. En effet, la bonne orientation actuelle des fondamentaux et des conditions macroéconomiques ne doit pas masquer la grande dépendance qu'ont toujours les pays émergents envers la demande extérieure. La croissance globale des bénéfices des entreprises de ces pays est très étroitement corrélée à la performance de leurs exportations. Une évolution de la dynamique des prix des matières premières ou du cycle de production manufacturière peut donc déplacer la prime de croissance en faveur des entreprises de ces secteurs en opérant une simple redistribution. Quoi qu'il en soit, ce facteur n'amoinçrit pas l'influence de la demande extérieure pour les marchés émergents. Ces dernières années, très peu de pays ont été capables de recentrer leur modèle économique sur la demande intérieure dans le cadre d'une gouvernance appropriée et bien équilibrée entre les autorités budgétaires et monétaires, tout en créant une répartition vertueuse et durable entre les bénéfices et les revenus du travail. La Chine est probablement la seule à planifier lentement cette transition et à la réussir.

Outre le fait que la demande extérieure soit menacée par l'évolution actuelle du commerce international, il ne faut pas sous-estimer l'impact de la politique monétaire des marchés émergents, devenue plus restrictive que prévu au début de l'année. Les conditions financières mondiales sont toujours accommodantes, mais elles commencent à se resserrer et certaines banques centrales émergentes réagissent en relevant leurs taux directeurs. La réduction des mesures de soutien de politique monétaire va donc coïncider avec la stabilisation et le ralentissement du cycle économique dans ces pays.

Vulnérabilités extérieures

Depuis le mois d'avril, le dollar s'apprécie contre l'euro sous l'effet de plusieurs facteurs :

1. l'accélération de la dynamique économique des États-Unis par rapport à celle de la zone euro ;
2. la divergence des trajectoires d'inflation, l'IPC sous-jacent peinant à rebondir dans la zone euro alors que l'inflation se rapproche de l'objectif outre-Atlantique ;
3. la moindre synchronisation des politiques monétaires (la Fed est plus restrictive que la BCE) ;
4. enfin, la perception plus aigüe du risque politique/géopolitique dans l'ensemble du monde.

Depuis le « taper tantrum » de 2013, les vulnérabilités extérieures des pays émergents ont diminué. Les balances des paiements se sont améliorées, à de rares exceptions près. Les cinq pays qualifiés autrefois de fragiles (Brésil, Inde, Indonésie, Turquie et Afrique du Sud) ont pour la plupart réussi à ajuster leurs déséquilibres externes. À cet égard, seule la Turquie (et dans une moindre mesure l'Afrique du Sud) est encore aussi vulnérable qu'en 2013. Dernièrement, le déficit courant des pays importateurs de matières premières tels que la Turquie et l'Inde s'est creusé sous l'effet de la hausse des cours pétroliers.

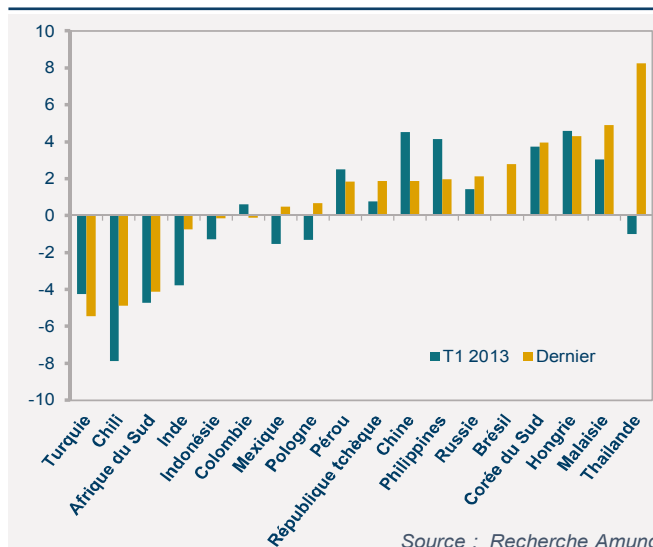
Toutefois, l'augmentation sensible des entrées de capitaux ces dernières années a permis d'accumuler des réserves de change qui servent à absorber les chocs dans les périodes de volatilité accrue. Dans la plupart des cas, plusieurs indicateurs des ratios d'adéquation des réserves de change (comme la couverture des importations et le ratio des réserves sur la dette externe à court terme) sont en amélioration.

Au cours des derniers accès d'agitation sur les marchés, les investisseurs ont d'abord visé les pays les plus vulnérables sur le plan extérieur : l'Argentine et la Turquie (voir encadrés). Le déficit courant de la Turquie s'est creusé, passant de 5,8 % du PIB au 2^e trimestre 2013 à 6,3 % au 1^{er} trimestre 2018, tandis que les IDE sont restés stables (0,8 % du PIB) et n'ont donc pas permis de financer convenablement le déficit ; les ratios d'adéquation des réserves du pays sont très faibles, avec 4 mois de couverture des importations et des réserves qui ne représentent que 0,7 % de la dette externe à court terme. L'Argentine, pour sa part, affiche une forte dépendance envers les flux de capitaux étrangers : les investissements de portefeuille ont représenté 8 % du PIB en 2017 pour se contracter à 6,4 % (au 4^e trimestre 2017), et le déficit courant est passé de 0,9 % du PIB au 2^e trimestre 2013 à 4,9 % au 4^e trimestre 2017. La pression s'est ensuite accrue sur d'autres pays présentant une grande fragilité, comme le Brésil avec sa situation budgétaire (voir encadré).

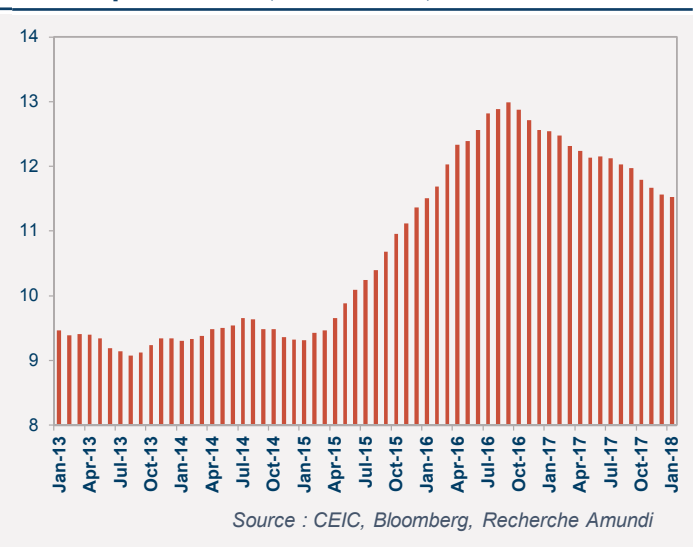
Vulnérabilité des banques et du secteur financier

Depuis la Crise financière mondiale, le secteur bancaire est devenu beaucoup plus réglementé dans l'ensemble du monde : le levier des bilans a diminué, les exigences de fonds propres ont été relevées et la liquidité est soumise à des normes nettement plus strictes. Contrairement à sa situation dans les crises précédentes, le secteur bancaire des pays émergents est aujourd'hui moins dépendant envers les créances internationales/étrangères et les banques sont plus axées sur l'économie domestique/régionale, ce qui réduit le risque de propagation mondiale en cas d'incident local. En réalité, les banques des marchés émergents ont désormais plus d'importance à l'échelle internationale.

1/ Balance de base des marchés émergents (balance courante + IDE)



2/ ME Réserves de change en mois d'importations (hors-Chine)



Le risque de « dollarisation » (risque de change) a un peu baissé depuis la grande crise financière, et davantage depuis la dépréciation du CNY entamée en 2015 ; mais il demeure non négligeable. Les bonnes pratiques déployées par les banques ont aidé à réduire sensiblement les crédits aux ménages et à renforcer la couverture de l'activité avec les entreprises grâce aux politiques macro-prudentielles des autorités monétaires de certains pays émergents. De plus, les prêts en devises accordés aux entreprises visent de plus en plus celles qui disposent de revenus en dollars. Toutefois, on peut dire que la dimension réelle du risque de change est incertaine. Notre vision d'un risque atténué provient d'une analyse « bottom-up » conduite au niveau des banques et des entreprises.



Turquie : les autorités n'ont d'autre choix que de redonner de la crédibilité à leurs politiques économiques !

Ratings

Moody's
Ba2 / Watch Neg

Standard & Poor's
BB- / Stable

Fitch
BB+ / Stable

Si la **Turquie** fait figure d'Eldorado avec près de 7,5 % de croissance du PIB réel en 2017 et au premier trimestre de cette année, ne nous y trompons pas **l'économie turque est sur le fil du rasoir**. Le rythme de croissance actuel n'est pas soutenable et nous continuons de prévoir un ralentissement marqué pour cette année, avec une croissance de 4,3 % en moyenne. Les effets de base devraient se tarir. La consommation des ménages et l'investissement privé devraient ralentir. Le crédit, source de financement de la demande privée, a crû de plus de 40 % depuis 2013. Il représente aujourd'hui près de 85 % du PIB et ne peut continuer d'augmenter à un tel rythme. Par ailleurs, pour faire face à la chute de sa monnaie, la banque centrale turque a dû, relever son taux directeur de 800 pb à 17.75 % et ce, en moins de deux mois. **Ce durcissement massif des conditions monétaires devrait donc peser sur la demande interne, d'autant qu'il n'est pas certain qu'il suffise à stabiliser l'inflation dans les mois à venir** et donc éviter une baisse du pouvoir d'achat des ménages.

Enfin, même si les exportations devaient augmenter, les importations restent élevées de sorte qu'au total le commerce extérieur devrait contribuer négativement à la croissance.

Les marges de manœuvre des autorités pour soutenir la croissance sont limitées. Les pressions sur l'inflation et sur la livre ne vont pas disparaître de sitôt et plaident donc en faveur du maintien d'une politique monétaire restrictive. La dette publique est relativement faible (environ 30 % du PIB) mais le déficit public atteint aujourd'hui 3 % du PIB. **Un relâchement supplémentaire de la politique budgétaire serait sans aucun doute mal perçu** par les marchés et s'avère donc peu probable. Les récentes interventions publiques du Président Erdogan n'ont fait qu'accroître le sentiment de défiance des investisseurs internationaux déjà inquiétés par une dérive du déficit courant (6 % du PIB), des réserves de change en baisse — couvrant à peine 5 mois d'importations- et une dette libellée en devises équivalente à 65 % du PIB. Nul doute que **si les autorités turques n'arrivent pas à crédibiliser leurs politiques économiques, les sorties de capitaux, déjà substantielles, ne feront qu'accélérer.**

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	11.1	4.8	8.5	5.2	6.1	3.2	7.0	4.4
Inflation (en GA, %)	10.4	6.2	7.4	8.2	8.8	8.5	11.9	10.9
Taux de chômage (%)	9.1	8.5	9.1	10.0	10.3	10.9	10.9	10.5
Dette publique (% du PIB)	36.5	32.7	31.4	28.8	27.6	28.3	28.5	27.8
Solde budgétaire (% du PIB)	-0.7	-1.8	-1.5	-1.4	-1.3	-2.3	-2.3	-2.9
Dette privée (% du PIB)	61.5	63.0	72.0	75.0	80.0	85.0	85.0	na
Balance courante (% du PIB)	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.5	-5.4
Dette ext. brute (% du PIB)	36.7	38.8	41.1	43.1	46.2	47.0	na	na
Réserves de change (mois d'importations)	4.4	4.6	5.3	5.5	5.9	6.0	4.7	4.0
Taux directeur de la banque centrale (%)	5.8	5.5	4.5	8.3	7.5	7.5	8.0	8.0
Taux de change ARS / USD	1.56	1.90	1.78	2.15	2.33	2.91	3.54	4.24
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-9.90	2.80	-2.80	-6.10	0.40	-1.90	-14.40	na

Sources : Datastream, Recherche Amundi mis à jour le 20/06/2018



**Brésil :
les vieilles habitudes pèsent sur la politique budgétaire**

Ratings

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Ba2 / Stable	BB- / Stable	BB- / Stable

Tout d'abord, précisons qu'au regard des différents indicateurs que nous suivons, le **Brésil n'est absolument pas vulnérable sur le plan externe**. Le déficit courant brésilien est relativement faible (0,4 % du PIB) comparé à ce qu'il était au moment du « taper tantrum » (3,2 %). Quant à la dette externe, son niveau est toujours assez modeste, à près de 15 % du PIB, et les ratios d'adéquation des réserves sont robustes (la couverture des importations représente à peu près 30 mois).

À la suite des perturbations causées par l'appréciation du dollar, nous sommes convaincus qu'**une conjonction de facteurs domestiques a placé le Brésil sous le feu des projecteurs aux côtés d'autres pays émergents jugés vulnérables notamment sur le plan externe**.

- 1. Détérioration des conditions économiques.** Après les dernières publications de chiffres du premier trimestre, les anticipations optimistes à l'égard de la croissance du PIB sur l'ensemble de 2018 ont été nettement revues à la baisse. En raison du ralentissement de la croissance des salaires réels, la consommation des ménages reste faible. De plus, l'activité économique du mois de mai a été affectée par une grève des chauffeurs de poids lourds. L'inflation atteint des niveaux historiquement faibles : le pic des cours pétroliers ne s'est pas répercuté sur les consommateurs en raison de la politique de gel des tarifs de Petrobras. Les risques pour l'économie sont orientés à la baisse.
- 2. L'absence d'avancées sur le front des réformes de la sécurité sociale et la privatisation de la dette d'Eletrobras** qui s'ajoutent à la résurgence de vieilles habitudes en matière de fixation des prix du pétrole (ayant abouti à la démission du DG de Petrobras) pèsent lourdement sur les comptes du pays et limitent la possibilité de rendre la politique budgétaire plus soutenable. **Le déficit budgétaire est compris entre 5 % et 10 %, tandis que la dette publique se rapproche des 90 % du PIB.** Les discussions entre Petrobras et le gouvernement se sont intensifiées afin d'organiser les enchères de gisements pétroliers prévues par les contrats de transfert de droits avec pour objectif d'augmenter les recettes budgétaires de l'exercice en cours.
- 3. Après un cycle d'assouplissement prolongé, le marché s'attendait à un *statu quo* de la banque centrale brésilienne pendant quelque temps, à la faveur d'une inflation très modeste.** Toutefois, l'appréciation récente du dollar et le sentiment d'une certaine capitulation concernant la position budgétaire, dans un environnement politique qui s'annonce très incertain, ont frappé de plein fouet le réal et contraint la BCB à intervenir. **La dernière réunion du comité de politique monétaire a reflété une approche flexible et très pragmatique de la part de la banque centrale, qui adopte une position neutre vis-à-vis de l'objectif d'inflation tout en demeurant attentive à l'impact de la dépréciation du réal sur l'évolution des prix.**

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.6	-3.5	1.0	1.7
Inflation (en GA, %)	6.5	5.8	5.9	6.4	10.7	6.3	3.5	3.2
Taux de chômage (%)	8.0	7.4	7.1	6.8	8.5	11.5	12.7	12.6
Dette publique (% du PIB)	61.2	62.2	60.2	62.3	72.6	77.6	83.1	87.3
Solde budgétaire (% du PIB)	-2.5	-2.5	-3.0	-5.4	-10.3	-9.0	-7.8	-8.3
Dette privée (% du PIB)	65.0	68.1	72.3	71.5	76.8	71.5	68.6	na
Balance courante (% du PIB)	-2.9	-3.0	-3.0	-4.2	-3.3	-1.3	-0.5	na
Dette ext. brute (% du PIB)	11.8	13.3	12.7	14.4	18.6	18.2	15.4	na
Réserves de change (mois d'importations)	17.8	19.8	18.2	19.1	25.2	31.2	29.3	na
Taux directeur de la banque centrale (%)	11.0	7.3	10.0	11.8	14.3	13.8	7.0	6.5
Taux de change ARS / USD	1.65	1.87	2.05	2.36	2.66	3.96	3.25	na
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-4.8	-9.2	-5.7	-0.4	-20.2	24.6	-4.3	

Sources : Datastream, Recherche Amundi mis à jour le 20/06/2018


**Argentine :
des temps difficiles encore à venir**
Ratings

Moody's	Standard & Poor's	Fitch
B2 / Stable	B+ / Stable	B / Stable

Contexte

Après l'arrivée au pouvoir de Mauricio Macri en 2015 et le règlement de la dette externe avec les « créanciers réfractaires », les marchés étaient positifs vis-à-vis des actifs argentins. Néanmoins, l'ajustement de l'économie s'est fait « trop progressivement », creusant les déficits jumeaux et nuisant à la crédibilité des politiques conduites par le gouvernement. Par faute du creusement du déficit budgétaire, l'inflation a dépassé l'objectif, entamant son accélération au second semestre 2017. L'aggravation du déficit de la balance courante a rendu les besoins de financement externe encore plus grands. L'anxiété des investisseurs locaux et étrangers, qui s'est accompagnée d'une fuite de capitaux, a porté un coup au taux de change et aux réserves. En mai, la banque centrale a dû relever son taux directeur à 40 %. Dans la difficulté, l'Argentine s'est vue contrainte de demander de l'aide au FMI, et a signé une lettre d'intention pour un accord de crédit stand-by de 50 Mds \$ sur 3 ans, dont les conditions sont toujours en cours de négociation. Des prêts multilatéraux devraient également fournir 5,7 Mds \$ de liquidités supplémentaires. Malgré cette enveloppe, nous pensons que l'Argentine va au-devant de graves difficultés macroéconomiques, sociales et politiques. La mauvaise situation de l'économie a déjà des conséquences politiques, puisqu'elle a causé la démission du gouverneur de la banque centrale Federico Sturzenegger et de son équipe, avant son remplacement par l'ancien ministre des Finances Luis Caputo. Les mesures d'austérité requises pour satisfaire les conditions du prêt du FMI vont probablement soulever des pressions sociales et politiques. La population n'a pas oublié le souvenir amer des précédents plans d'aide du FMI. De plus, nous anticipons des difficultés surtout au regard du contexte macroéconomique mondial actuel.

Perspectives macroéconomiques

Les perspectives macroéconomiques sont loin d'être idéales. La croissance du PIB devrait être inférieure à 1 % en 2018, affaiblie par les taux d'intérêt élevés, les efforts de consolidation budgétaire et la mauvaise production agricole liée à la sécheresse. La devise continue de se déprécier : l'ARS a déjà perdu plus de 30 % de sa valeur contre l'\$ cette année. En raison de cette dépréciation, l'inflation va probablement encore accélérer, alors qu'elle s'établit déjà à 27 % (contre un objectif de 15 %). L'objectif d'inflation du FMI pour fin 2019 est fixé à 17 %.

Comptes externes

Compte tenu de la hausse des paiements des intérêts de la dette externe, de la situation de plus en plus négative de la balance des services et de la position de la balance commerciale, maintenant déficitaire, le déficit courant se creuse. Celui-ci pourrait atteindre 28 Mds \$ en 2018, soit 5 % du PIB. Les réserves de change s'élèvent désormais à tout juste 49 Mds \$ (moins de 8 % du PIB) en raison des sorties de capitaux du compte financier et des rachats de dollars effectués par les investisseurs locaux. Les besoins de financements externes bruts au cours des 12 prochains mois sont estimés à plus de 100 Mds \$, y compris le remboursement de dette externe, soit bien plus que le prêt du FMI (50 Mds \$) déployé sur 3 ans.

Économie	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Croissance du PIB réel (en GA, %)	6.0	-1.0	2.4	-2.5	2.7	-1.8	2.9	0.8
Inflation (en GA, %)	9.5	10.8	10.9	23.9	na	na	24.8	28.0
Taux de chômage (%)	7.2	7.2	7.1	7.3	6.7	8.4	8.4	8.0
Dette publique (% du PIB)	37.5	38.9	41.7	43.6	55.1	53.3	52.6	65.0
Solde budgétaire (% du PIB)	-2.7	-3.0	-3.3	-4.3	-5.8	-6.4	-6.5	-5.5
Dette privée (% du PIB)	18.4	19.2	19.8	17.2	18.7	18.2	19.8	
Balance courante (% du PIB)	-1.0	-0.4	-2.1	-1.6	-2.7	-2.7	-4.8	-5.0
Dette ext. brute (% du PIB)	26.4	23.6	24.0	25.8	27.0	34.4	36.0	45.0
Réserves de change (mois d'importations)	8.5	8.4	6.1	5.6	6.5	7.3	7.0	6.0
Taux directeur de la banque centrale (%)	-	-	-	-	33.0	24.7	28.7	40.0
Taux de change ARS / USD	3.9	4.3	4.9	6.5	8.4	12.9	15.8	33.0
Taux de change effectif réel (en GA, %)	-4.8	6.4	-4.9	-12.6	18.8	-28.4	-6.1	

Sources : Datastream, Recherche Amundi, mis à jour le 20/06/2018

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 accompagnés des impacts de marché possibles. Les probabilités reflètent notre propre jugement (i.e. ne reposent pas sur des variables de marché).

<p>Risque # 1</p>	<p>50 % probabilité</p>	<p>Montée des tensions sur le commerce entre les États-Unis, l'Europe et la Chine</p>
<p>Analyse Après les taxes sur l'aluminium et l'acier, Donald Trump s'attaque désormais à la Chine (avec des hausses des droits de douane sur 34 Mds \$ de biens à compter du 6 juillet). La Chine entend ne pas surréagir mais procédera à des mesures de rétorsion sur un montant équivalent de biens importés des États-Unis. Il est probable que les menaces de Trump quant à la mise en place d'autres mesures (notamment sur les importations d'automobiles) consistent à envoyer un message à sa base électorale à l'approche des élections de mi-mandat (6 novembre). Mais on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère. Si une montée des tensions nous semble probable, la probabilité d'une réaction en chaîne nous semble en revanche toujours contenue (25 %) pour au moins 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/ effet boomerang) ; (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 pour au moins deux autres raisons : (1) le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu et (2) à l'approche des élections, la stratégie poursuivie par Donald Trump semble lui bénéficier (avec une cote de popularité en hausse) et pas ou peu d'impact à ce stade sur le climat des affaires aux États-Unis.</p> <p>Impact de marché Les menaces ont commencé à peser sur le climat des affaires (notamment en Europe) et risquent de conduire à un report dans le temps de certains projets d'investissement. Même en l'absence de guerre commerciale de grande envergure, l'économie peut ralentir. Une réaction en chaîne provoquerait un affaïssement du commerce mondial et exacerberait les pressions inflationnistes locales à court terme (notamment aux États-Unis), 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 Donald Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.</p>		
<p>Risque # 2</p>	<p>50 % probabilité</p>	<p>Accroissement des tensions géopolitiques, avec pour corollaire une augmentation supplémentaire du prix du pétrole</p>
<p>Analyse Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique. La situation s'est détendue en Asie avec la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation reste en revanche tendue sur le dossier iranien (dénonciation par les États-Unis de l'accord JCPOA signé en 2015, avec une reprise des sanctions face à l'Iran et en corollaire le risque d'une reprise du programme nucléaire en Iran). Les tensions au Moyen-Orient sont déjà en partie responsables de la montée des prix du baril.</p> <p>Impact de marché Il y aura régulièrement des regains de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent 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 marchés financiers ? Il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon épisodique.</p>		
<p>Risque # 3</p>	<p>20 % probabilité</p>	<p>Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les <i>spreads</i> souverains en zone euro</p>
<p>Analyse L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations sont particulièrement tendues avec les autres pays de l'UE, que ce soit en matière de politique budgétaire ou de politique migratoire. Si le risque d'un dérapage budgétaire conséquent ne doit pas être négligé, les déclarations du ministre des finances visent à rassurer ses partenaires de l'Union monétaire : il est clairement exclu pour la coalition de mettre en œuvre une politique qui mette en risque l'appartenance de l'Italie à la zone euro. C'est d'ailleurs pourquoi la coalition parle de remettre à plus tard (2019 ou 2020) de nombreuses mesures de son programme...</p> <p>Impact de marché En cas néanmoins de dérive budgétaire incontrôlée en Italie, il faudrait s'attendre à une augmentation très rapide des taux d'intérêt locaux, ce qui mettrait en péril la reprise en cours et la soutenabilité de la dette publique à moyen terme. Il est probable dans ce cas de figure que la coalition explose, ou encore que le Président oppose son veto à la loi de finances. Dans les deux cas de figure, de nouvelles élections seraient probablement inévitables. Il faut néanmoins garder à l'esprit que la BCE dispose d'outils anti-contagion pour éviter la propagation des tensions financières aux autres pays périphériques.</p>		

Risque # 4

15 %
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) stimule 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). Ce type d'erreur est très improbable de nos jours : la Fed communique désormais sur le fait qu'elle ne sur-réagirait pas si l'inflation devait surprendre à la hausse temporairement. Notons par ailleurs 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 jamais la Fed accélérât 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.

Risque # 5

10 %
probabilité**Une remontée durable et significative des taux longs**

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. Néanmoins ces facteurs nous semblent plus improbables qu'en début d'année compte tenu de la montée des risques. Cette conclusion vaut notamment dans le cas de la zone euro, où la croissance se tasse et 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 d'ici la fin de l'année – demeure intacte. Une hausse modérée des taux européens semble inévitable. Mais une hausse marquée est improbable (en dehors de l'Italie).

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 # 6

10 %
probabilité**Un « hard landing » chinois/un éclatement de la bulle de crédit**

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 très élevé. 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 d'éviter une dépréciation plus forte du yuan.

Impact de marché | Un *hard landing* lié à un éclatement de la bulle de crédit aurait un impact très négatif et ses effets en cascade seraient particulièrement désastreux : vulnérabilité des systèmes bancaires (chinois et non chinois), vulnérabilité du système financier mondial, vulnérabilité liée à l'endettement public et privé de la Chine, impact sur le commerce régional et mondial et donc sur les matières premières et les pays émergents, impacts sur les devises des pays exportateurs de matières premières, pays avancés et pays émergents.

Risque # 7

10 %
probabilité**« Hard Brexit »**

Analyse | Nous identifions quatre scénarios : (1) « **Soft Brexit** » (probabilité : 55 %) avec une période de transition prolongée, suivie d'un accord spécifique d'union douanière, avec un libre-échange de biens mais seulement un accès partiel aux services (régimes intermédiaires de reconnaissance mutuelle et d'équivalence, un certain contrôle par la CJEU...). (2) **Brexit « très soft »** (probabilité : 25 %), avec une période de transition prolongée, après laquelle le Royaume-Uni reste dans l'union douanière de l'UE et dans une relation de proximité avec l'EEE par rapport au marché unique (y compris quelques restrictions sur les mouvements de personnes).

(3) Un « hard Brexit » (probabilité : 10 %), selon les termes de l'OMC avec très peu d'accès aux services. **(4) Pas de Brexit (probabilité : 10 %)**; ce dernier scénario nécessiterait probablement des élections anticipées et un changement majeur de gouvernement, suivi d'un autre référendum. Un scénario « sans Brexit » ne peut être confirmé qu'après une longue période d'incertitude (retrait de l'article 50 du Royaume-Uni).

Impact de marché | Les scénarios (3) et (4) s'accompagneraient de turbulences financières mais pour des raisons très différentes. Il faudrait vraisemblablement passer par une crise politique sérieuse pour remettre en cause le Brexit (scénario 4). En ce qui concerne (3), même si la probabilité de « hard Brexit » a très fortement diminué et si la pression se fait moins forte avec la période de transition (jusqu'à fin 2020), les négociations s'enlisent ce qui n'est pas bon signe. Dans le cas où les dispositions seraient in fine défavorables au Royaume-Uni, on assisterait à un affaiblissement de la livre sterling et de la croissance potentielle.

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 mondiale:** l'expansion mondiale se poursuit en dépit d'un découplage perceptible au niveau de la « dérivée seconde ». La croissance va se tasser en zone euro cette année, tandis qu'elle accélère aux États-Unis. Toutefois, elle restera dans les deux cas assez nettement supérieure à son potentiel. En dépit de la montée des risques, les enquêtes restent sur un niveau élevé. Dans les économies émergentes, certains pays apparaissent particulièrement fragiles mais pour des raisons très spécifiques (Turquie, Argentine ou Brésil) et la politique monétaire commence à devenir plus restrictive dans plusieurs pays simultanément; mais en définitive, la croissance reste solidement ancrée, tant dans les émergents que dans les pays avancés. Le rééquilibrage en cours en Chine se poursuit. La plupart des économies continuent de bénéficier d'une dynamique favorable de l'investissement. Le caractère synchrone de l'expansion la rend plus robuste.
- **Commerce mondial:** le commerce mondial s'est affaibli depuis le début de l'année (+3,8 % sur un an). Les hausses de droits de douane annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium ont débuté le 1^{er} juin vis-à-vis du Canada, du Mexique et des pays de l'UE. Des mesures de rétorsion vont être mises en place. On observe que la menace protectionniste a commencé à peser sur la confiance des chefs d'entreprise 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).
- **États-Unis:** la croissance est attendue entre 2,8 % et 3,8 % au T2 2018 après 2,3 % au T1. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieur au potentiel. Le stimulus fiscal (baisses d'impôts et hausse de dépenses) allonge la durée du cycle américain. Pas de récession à craindre en 2018 ou 2019. Mais d'ici à l'été prochain, le thème de la fin du cycle va probablement ressurgir (fin de l'impact des multiplicateurs budgétaires, impact du resserrement monétaire).
- **Zone euro:** Nous maintenons nos prévisions de croissance inchangées à 2,1 % (2018) et 1,8 % (2019). La montée des prix du pétrole (+50 % depuis 1 an) et les menaces protectionnistes pèsent sur les perspectives du 2nd semestre. À ce stade, nous n'anticipons pas que la politique de la nouvelle coalition en Italie aura un impact économique marqué. À moins d'un choc externe, les pays périphériques bénéficient toujours d'une perspective de rattrapage. D'autant que la BCE, malgré la fin programmée son programme d'achat de titres fin 2018, entend toujours maintenir des conditions monétaires très accommodantes. Sur le plan politique, le sommet européen des 28-29 juin a été dominé par la crise migratoire. Sur le plan financier, la seule décision prise concerne le MES qui servira de filet de sécurité commun au Fonds de résolution unique, pour venir en aide aux banques si besoin: un petit pas supplémentaire vers l'union bancaire. Les autres propositions de la France et de l'Allemagne (transformation du MES en un FME ou création d'un budget de la zone euro) seront examinées en décembre 2018.
- **Royaume-Uni:** la période de transition court de mars 2019 à fin 2020. 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 diffuse. Nous continuons de tabler sur un rythme de croissance affaibli en 2018-2019.
- **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). La hausse des droits de douane américains sur 50 Mds USD d'importations fait craindre un affrontement États-Unis/Chine de plus grande envergure. À ce stade néanmoins, l'impact nous semble modeste, un accord est probable; nous ne révisons donc pas nos prévisions de croissance.
- **Inflation:** l'inflation sous-jacente reste faible à ce stade du cycle (notamment dans les économies avancées) et devrait continuer de 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. 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).

■ **Prix du pétrole:** les prix du pétrole ont nettement augmenté (77 \$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique notamment par les tensions au Moyen-Orient et la politique de l'OPEP sur fonds de demande mondiale soutenue. Les risques demeurent haussiers à court terme. Le rééquilibrage par un accroissement de l'offre mettra du temps à se matérialiser (la production américaine est déjà sur un plus haut historique). Nous avons révisé à la hausse notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 75 \$), qui constitue désormais notre prévision à 6-12 mois.

■ **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs graduellement (nous anticipons 2 hausses de 25pb au S2 2018, 2 hausses supplémentaires au S1 2019 puis une pause) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE réduira ses achats de titres mensuels (de 30 Mds à 15 Mds €) au T4 et pour y mettre fin en décembre. Le 1er relèvement de son taux de dépôt n'est pas attendu avant le T3 voire le T4 2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par Trump pèsent sur la confiance, notamment en Europe. Or Donald Trump est prêt à aller encore plus loin (il menace explicitement d'augmenter de 2,5 % à 20 % les droits de douane pesant sur les importations d'automobiles). Cette menace est à prendre très au sérieux. La probabilité d'un affrontement plus sévère sur le commerce s'accroît, dans une période où les risques géopolitiques sont élevés au Moyen-Orient (risques sur le pétrole).



**Scénario baissier (probabilité de 20 %):
ralentissement économique brutal dû à une guerre commerciale, à une crise géopolitique, ou encore à un repricing brutal des primes de risque.**

- Le risque de multiplication de mesures protectionnistes (par les États-Unis) et de mesures de rétorsion par le reste du monde s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat du 6 novembre (Trump cherchant à satisfaire sa base électorale). Le risque concerne particulièrement l'UE et le Canada.
- Aggravation des tensions géopolitiques actuelles au Moyen-Orient.

Conséquences:

- Toutes choses égales par ailleurs, une guerre commerciale mondiale serait négative pour la croissance et pourrait générer à court terme de l'inflation.
- 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 ressurgirait brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cessent de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable), ont de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



**Scénario haussier (probabilité de 10 %):
accélération de la croissance mondiale en 2018**

La probabilité est faible en raison de l'incertitude induite par la montée des tensions sur le commerce (entre les États-Unis, la Chine et l'Europe notamment) sur fonds de risques géopolitiques (avec l'Iran) et politiques en Europe (tensions entre l'Italie et l'UE). Ces facteurs incitent les entreprises à rester prudentes.

- 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 S1. 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 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

Les indicateurs économiques coïncidents et avancés annoncent une croissance supérieure à 3 % pour le 2^e trimestre 2018

- Les perspectives de l'économie américaine sont toujours robustes, les indicateurs avancés dépeignant une forte accélération de l'activité économique.
- Le sentiment des entreprises des services et de la production manufacturière s'est redressé au mois de mai pour se rapprocher de ses plus hauts. Les indicateurs de confiance des ménages se sont aussi améliorés, en juin, et continuent de confirmer la trajectoire solide de la consommation.
- En mai, l'activité industrielle s'est contractée et est ressortie inférieure aux attentes, mais sa tendance globale reste stable. Les ventes de détail ont été soutenues : l'écart entre le revenu disponible et la croissance de la consommation se résorbe et le taux d'épargne a diminué, ce qui devrait favoriser une accélération de la croissance de la consommation au 2^e trimestre.
- Les perspectives d'inflation continuent de se renforcer, le PCE sous-jacent étant maintenant plus proche de l'objectif de la Fed pour un IPC global de 2,8 %. Le marché du travail continue de se resserrer, entraînant une augmentation progressive des salaires. Les prix énergétiques et ceux des importations soutiennent l'inflation globale.

Facteurs de risque

- Les politiques commerciales des É-U. et les risques liés aux réactions de leurs partenaires pourraient saper la confiance
- Inflation : risques à la hausse, dus à l'augmentation des prix du pétrole et à l'accélération des pressions salariales
- Resserrement des conditions financières pesant sur la croissance et les politiques conduites à l'échelle internationale
- Risques géopolitiques découlant d'une approche plus « musclée » de l'administration É-U. (ex : Iran, Corée du Nord)

Zone euro

Poursuite de la reprise malgré la remontée des risques.

- Après de nombreuses déceptions en début d'année, les chiffres tendent à se stabiliser, en ligne avec une croissance du PIB d'environ 2 % par an. L'inflation sous-jacente, bloquée depuis longtemps aux alentours de 1 % par an, devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'arrivée au gouvernement d'une coalition « anti-système » en Italie et de récentes tensions internes au gouvernement allemand au sujet de l'immigration ont fait remonter le risque politique. Par ailleurs, la zone euro est plus exposée que les États-Unis au risque de guerre commerciale.

- Montée des partis politiques protestataires
- Hausse de l'euro
- Risques externes (notamment de guerre commerciale)

Royaume-Uni

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

- Malgré la légère révision en hausse de la croissance du T1 (0,2 % au lieu de 0,1 % annoncé précédemment), l'économie a bien ralenti sous l'effet de l'incertitude liée au Brexit. Cependant, les chiffres du marché du travail restent bien orientés (chômage au plus bas à 4,2 % en mars). Les salaires nominaux progressent et les salaires réels sont revenus en territoire positif grâce au léger reflux de l'inflation.
- Les négociations concernant le Brexit se sont cristallisées sur le thème du maintien (partiel ou complet, temporaire ou définitif) du Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE. Cependant, en raison des oppositions très vives au sein du gouvernement de T. May, la définition même de la position britannique est difficile.

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

Japon

L'économie plonge mais la surface n'est pas loin

- L'activité est en perte de vitesse dans la production manufacturière, le bâtiment et l'industrie tertiaire. L'économie a besoin de quelques mois supplémentaires pour repartir, car l'ajustement des stocks est désormais en cours, en particulier au niveau des appareils et des composants électroniques.
- Cependant, des lueurs d'espoir apparaissent, puisque l'ajustement des stocks est quasiment terminé dans l'industrie automobile dans un contexte de rebond des exportations vers les États-Unis. Parallèlement, l'accélération de la hausse des salaires stimule progressivement les dépenses de consommation.
- Les investissements sont durables malgré le ralentissement de la croissance économique mondiale et l'essoufflement des bénéfices des entreprises. Les commandes de machines ont dépassé leur niveau le plus élevé depuis juin 2008. Les investissements des producteurs manufacturiers résistent étonnamment en dépit de la menace du protectionnisme.

- Poursuite de l'appréciation du yen
- Intensification des différends commerciaux avec les États-Unis

Chine

- L'activité économique sous-jacente se maintient malgré quelques faiblesses apparues dans les derniers chiffres officiels.
- L'impact du *deleveraging* du secteur financier devient plus visible : ralentissement de l'activité de crédit et hausse des défauts individuels des obligations d'entreprise.
- L'incertitude relative aux relations commerciales Chine/É-U. s'accroît ; toutefois la Chine continue de réformer et de rechercher le dialogue. En réaction, la politique s'est légèrement assouplie avec la deuxième réduction du ratio des réserves obligatoires cette année et des mesures d'aide aux entreprises privées et PME.
- Le RMB s'est affaibli dernièrement, principalement sous l'effet de facteurs à court terme. Toutefois, les perspectives à moyen terme sont toujours positives concernant l'admission progressive du RMB comme devise de réserve et la transition structurelle qui se poursuit vers la Nouvelle économie, réduisant la dépendance envers le crédit et l'environnement externe.
- En réalité, les pressions exercées par Trump semblent avoir poussé la Chine à accélérer les réformes nécessaires pour cette transition.

Facteurs de risque

- Tensions commerciales É-U./Chine, avec une grande incertitude à court terme
- Des erreurs politiques dans la gestion de la transition structurelle
- Tensions géopolitiques concernant la Corée du Nord toujours à surveiller en dépit de l'accord entre les États-Unis et la Corée du Nord suite au sommet Trump/Kim du 12 juin

Asie (ex JP & CH)

- Les dynamiques macroéconomiques sont stables dans la région ; la Thaïlande et l'Inde ont généré les meilleures progressions, contrairement à la Malaisie, qui a tiré l'ensemble vers le bas. Les exportations restent bien orientées et globalement bien réparties entre fabricants et exportateurs de matières premières.
- Après la publication des statistiques au mois de mai, l'inflation demeure très modeste. Les hausses des cours pétroliers ne se répercutent que très partiellement sur le coût de la vie. En Inde et aux Philippines, les niveaux d'inflation sont toujours très élevés.
- Les perspectives d'évolution des différentes politiques monétaires de la région témoignent d'un durcissement de ton. Avec leur cycle de hausse, les Philippines prennent une fois encore les devants et tentent de ramener l'inflation à son objectif. La RBI a relevé ses taux au début du mois de juin en prévention du risque d'inflation.
- La région a été marquée par l'attitude rigide des États-Unis vis-à-vis de la Chine, avec l'application d'éventuels nouveaux droits de douane de 200 milliards de dollars.

- La dynamique macroéconomique reste stable et positive
- À quelques exceptions près, les niveaux d'inflation du mois de mai sont toujours modestes
- Les banques centrales commencent à durcir le ton de leurs politiques monétaires
- Le risque géopolitique s'accroît

Latam

- Le Brésil a été placé sous les projecteurs en raison des anticipations d'un ralentissement de ses perspectives de croissance économique. Si la croissance du PIB reste globalement bien orientée dans la région, les risques de baisse se renforcent au sein du secteur de la consommation compte tenu de la hausse du taux de chômage et de la baisse des salaires réels.
- Les chiffres de l'inflation publiés en mai suggèrent des perspectives très modestes. Les risques s'accroissent en raison des répercussions de la faiblesse des devises et de la hausse des cours du pétrole.
- Sans surprise, la banque centrale du Mexique (Banxico) poursuit l'approche très orthodoxe de sa politique monétaire en relevant de 25 pb son taux directeur en réponse à la hausse initiée par la Réserve fédérale américaine et la faiblesse du peso mexicain. Au Brésil, confirmant la fin de son cycle d'assouplissement, la banque centrale adopte une approche très pragmatique qui consiste à suivre la volatilité du réel ainsi que les anticipations d'inflation.
- À l'approche des élections mexicaines (1^{er} juillet), le parti AMLO de Monera, le candidat le plus populiste, reste en tête des intentions de vote avec un écart à 2 chiffres par rapport aux autres partis.

- L'économie brésilienne est moins robuste qu'anticipé par le consensus
- La Banxico a relevé son taux directeur de 25 pb
- Les anticipations d'inflation sont toujours modestes
- Avec des élections prévues au Mexique et au Brésil, le calendrier politique est chargé

EMEA (Europe Middle East & Africa)

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

- Malgré la menace de nouvelles sanctions de la part des États-Unis, le contexte macroéconomique reste porteur grâce à la hausse des cours du pétrole. La Russie figurera parmi les quelques marchés émergents à disposer d'« excédents jumeaux » en 2018, tout en accumulant des actifs au Fonds souverain russe.

Afrique du Sud : perspective de croissance en baisse à 1.5 % en ga en 2018.

- Le chiffre du Pib est ressorti très en-deçà des attentes de marché. Dans un contexte global défavorable aux actifs « risqués » nous avons révisé en baisse nos prévisions de croissance d'autant que les autorités ont peu de marge de manœuvre pour dynamiser la demande intérieure.

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

- Erdogan remporte largement les élections et obtient la majorité au parlement. Au lendemain des résultats, les marchés achètent la baisse de l'incertitude politique et la livre s'est appréciée. Cependant, les vulnérabilités économiques du pays sont élevées et constituent toujours un réel challenge pour le nouveau gouvernement. Si Erdogan veut conserver le soutien des marchés, il lui faut crédibiliser son *policy mix*.

- 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 (4 juillet 2018)						
Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
États-Unis	2,3	2,9	2,7	2,1	2,6	2,4
Japon	1,7	1,0	1,2	0,5	0,8	1,1
Zone euro	2,6	2,1	1,8	1,5	1,6	1,7
Allemagne	2,5	2,0	1,9	1,7	1,7	1,5
France	2,3	2,0	1,7	1,2	1,6	1,4
Italie	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2
Espagne	3,1	2,7	2,2	2,0	1,4	1,6
Royaume-Uni	1,8	1,3	1,6	2,7	2,5	2,4
Brésil	1,0	1,7	2,2	3,5	3,2	4,2
Russie	1,5	1,5	1,7	3,7	2,9	4,1
Inde	6,2	7,1	6,5	3,3	4,6	5,3
Indonésie	5,1	5,1	5,6	3,8	3,8	4,0
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,0	2,3
Turquie	7,3	4,3	4,4	11,1	14,0	9,5
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,7	2,0	2,0
Pays émergents	4,9	5,0	4,9	3,5	3,6	3,7
Monde	3,8	3,9	3,8	2,8	3,0	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
États-Unis	2,00	2,5	2,50	2,75	2,75
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

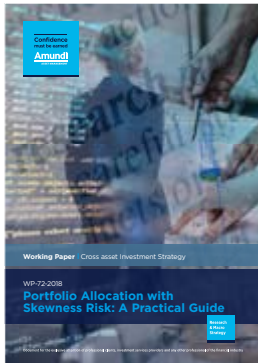
Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,52	2,6/2,7	2,68	2,80/2,90	2,75
Allemagne	-0,68	-0,50/-0,40	-0,65	-0,40/-0,20	-0,56
Japon	-0,13	-0,20/-0,00	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12
Royaume-Uni	0,72	0,80/1,0	0,79	0,8/1,0	0,80

Taux 10 ans					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,85	3,0/3,15	2,90	3,0/3,15	2,92
Allemagne	0,32	0,60/0,80	0,40	0,80/1,00	0,47
Japon	0,05	0	0,08	0,10	0,13
Royaume-Uni	1,26	1,40/1,60	1,40	1,40/1,60	1,45

Prévisions de change					
	27/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
EUR/USD	1,16	1,20	1,20	1,25	1,24
USD/JPY	110,60	109	109	105	105
EUR/GBP	0,89	0,91	0,89	0,93	0,89
EUR/CHF	1,16	1,16	1,19	1,18	1,20
EUR/NOK	9,47	9,36	9,46	9,25	9,20
EUR/SEK	10,42	10,15	10,20	10,00	9,98
USD/CAD	1,32	1,28	1,28	1,25	1,26
AUD/USD	0,74	0,77	0,77	0,77	0,78
NZD/USD	0,68	0,70	0,70	0,71	0,72
USD/CNY	6,62	6,60	6,45	6,50	6,42

Publications récentes

WORKING PAPERS



Portfolio Allocation with Skewness Risk: A Practical Guide

Edmond LEZMI — Quantitative Research — Amundi, Hassan MALONGO — Quantitative Research — Amundi, THIERRY RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, Raphaël SOBOTKA — Multi-Asset Management — Amundi

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

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

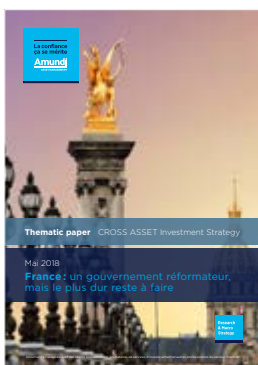
Mégatendances et disruptions — Quelles conséquences pour la gestion d'actifs ?

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



France : un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire

Tristan PERRIER — Recherche macroéconomique

À la croisée des chemins_ panorama des marchés de taux

Valentine AINOUS; Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit;
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

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

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**

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 bénéfiques) et autres. (www.msctbarra.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 par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — 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 — Courtneyk

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**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**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche