

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

VUES DES CIO

**CONTINUONS D'AVANCER,
MAIS PRENONS GARDE
AUX STRATÉGIES DE SORTIE**

LE THÈME DU MOIS

**ITALIE: NOMBREUX DÉFIS À L'HORIZON,
MAIS PAS D'ITALEXIT EN VUE!**

Research
& Macro
Strategy

VUES DES CIO

Continuons d'avancer, mais prenons garde aux stratégies de sortie

PASCAL BLANQUÉ, CIO Groupe

VINCENT MORTIER, CIO Adjoint Groupe

Nous sommes entrés dans un régime de performances diminuées. La sensibilité à l'actualité est et restera très élevée car les marchés tentent de s'adapter aux nouvelles conditions économiques et financières. La politique italienne déclenche une phase d'aversion au risque sur l'euro, les obligations périphériques et les banques. Comment les investisseurs doivent-ils s'orienter dans cette nouvelle phase? Avant toute chose, **ils doivent être conscients du scénario à moyen terme**, qui sera de plus en plus difficile (risque de récession, risque d'erreurs de politique), **tout en misant sur trois thèmes majeurs à court terme**.

Premièrement, **les perspectives économiques demeurent favorables**, mais le pic de l'accélération de l'activité paraît maintenant derrière nous. La hausse des prix du pétrole et les discours protectionnistes vont également dans ce sens, mais sans bouleversement majeur, car notre scénario central table toujours sur un prix du pétrole stable autour des niveaux actuels et l'absence de guerre commerciale totale. La croissance mondiale du PIB devrait avoisiner 4 % en 2018, être légèrement inférieure en 2019 mais rester supérieure à son niveau potentiel dans les grandes économies. Par ailleurs, le scénario d'une croissance mondiale synchronisée perd du terrain, les États-Unis étant toujours en tête (et prenant même de l'avance) par rapport aux autres marchés développés grâce à l'extension du cycle soutenu par la relance budgétaire.

Deuxièmement, les **banques centrales** vont continuer à prendre des distances par rapport à leurs politiques d'assouplissement exceptionnelles, même si ce processus est **progressif et lent**, l'inflation n'étant plus considérée comme une menace importante à ce jour. Dans la zone euro, l'inflation est loin de poser problème et le ralentissement actuel de l'économie, même s'il est minimisé par la BCE et probablement temporaire, pourrait inciter la banque centrale à réduire le rythme du retrait de ses achats d'actifs. Aux États-Unis, la normalisation semble mieux engagée et la Fed semble disposée à accepter une inflation légèrement supérieure à l'objectif, en attendant que la pleine croissance des salaires s'enclenche enfin.

Troisièmement, il se peut que nous assistions à des phases d'**appréciation du dollar américain** mais elles devraient être transitoires, sous l'effet des divergences temporaires perceptibles dans la trajectoire de normalisation des banques centrales et d'un meilleur sentiment à l'égard du risque (et des vulnérabilités relatives de l'euro); dans le même temps, les forces à long terme (creusement du déficit et de la dette des États-Unis, diversification des réserves des banques centrales internationales) devraient favoriser pour leur part une dépréciation du billet vert. Cette appréciation temporaire du dollar ne doit pas être considérée comme une menace sérieuse envers les **marchés émergents**. Les conditions actuelles sont plus difficiles (hausse de l'USD, taux plus élevés aux États-Unis, facteurs idiosyncrasiques) mais comme ces ajustements sont compensés par des spreads plus élevés et par la baisse des devises émergentes, des opportunités **peuvent encore être saisies sur les ME**, en faisant preuve d'une plus grande sélectivité et en privilégiant des facteurs spécifiques (par ex. : le pétrole, le cycle électoral, la vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur) Dans ce contexte, les investisseurs doivent continuer d'avancer tactiquement en misant sur les ajustements actuellement à l'œuvre (croissance solide, mais atteignant son pic, faible inflation, politiques toujours accommodantes, mais asynchrones des banques centrales), via des transactions de valeur relative, une sélection « *bottom-up* » et la diversification des stratégies/styles. **La volatilité dans les semaines à venir pourrait donner l'opportunité de réexaminer les classes d'actifs les plus affectées (actifs émergents et européens)**. Parallèlement, les investisseurs doivent se préparer à changer (progressivement) de cap (en termes d'exposition aux risques), en prenant garde à une possible correction à moyen terme des actifs réels et/ou financiers sous l'influence de forces endogènes/exogènes Dans cette phase de transition, la gestion de la **liquidité** restera une priorité, afin d'être en mesure de s'adapter et de modifier rapidement les portefeuilles, tout comme **la préservation du capital**.

Nos convictions

GESTION DIVERSIFIÉE

L'allocation d'actifs demeure prudemment orientée en faveur des actifs risqués, les opportunités à exploiter se trouvant principalement parmi des transactions de valeur relative. Sur les marchés des actions, nous nous intéressons aux opportunités du secteur énergétique américain par rapport au reste du S&P 500 alors que, selon nous, le profil rendement/risque des banques japonaises et de la Russie n'est plus intéressant. L'exposition aux actions européennes peut se rapprocher d'un niveau neutre, ce qui est toujours compatible avec une approche prudente de la duration et une préférence pour le crédit investment grade par rapport au crédit high yield. Les couvertures doivent rester en place à titre de protection des portefeuilles.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Nous observons toujours une tendance à la hausse des taux, en particulier aux États-Unis, où les données économiques restent favorables, une tension inflationniste (modérée) se dessinant : pour l'instant, le positionnement sous-exposé en duration est encore justifié. Sur les marchés du crédit, les valorisations sont tendues, la dynamique économique s'essouffant quelque peu. Ce scénario nécessite plus de prudence dans la sélection et dans l'allocation des risques. En ce qui concerne la dette des ME, les perspectives sont encore bonnes à moyen terme et la classe d'actifs présente toujours un potentiel haussier si l'appréciation du dollar américain reste maîtrisée et si les taux américains ne dépassent pas l'objectif. Il sera déterminant de mettre l'accent sur la protection du capital car les conditions sont plus difficiles.

ACTIONS

Les résultats du 1^{er} trimestre publiés à ce jour sont, dans l'ensemble, solides. Les perspectives bénéficiaires demeurent positives à court terme malgré le ralentissement de l'économie, et les valorisations sont raisonnables. La hausse des rendements obligataires, les prix énergétiques et l'augmentation des dépenses d'investissement sont les principaux thèmes du marché sur lesquels il faut miser, en plus de privilégier les actions plus défensives/de qualité supérieure.

ACTIFS RÉELS

Les investissements immobiliers risquent d'être remis en question par la hausse des taux d'intérêt (pas imminente en Europe mais à envisager en 2019) et par des valorisations élevées. Dans ce scénario, nous pensons que le fait de privilégier des actifs « cœur » de qualité supérieure, tout en s'attachant à la diversité géographique et sectorielle, peut aider les investisseurs à bénéficier d'une certaine protection et d'un potentiel de performance.

MACRO

Économie mondiale en expansion,
mais les nuages s'accumulent

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

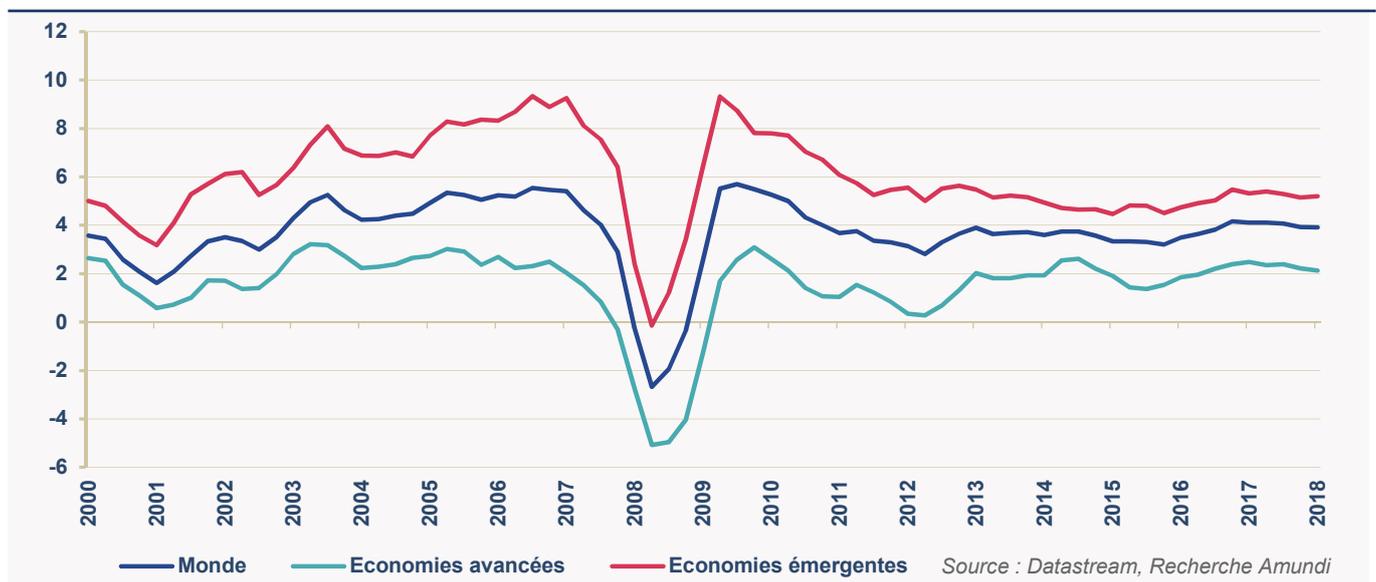
DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

MONICA DEFEND, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

Les perspectives mondiales présagent toujours d'une dynamique assez généralisée, bien que les risques de restrictions commerciales et de représailles menacent de miner la confiance, et par conséquent les projets de dépenses d'investissement, assombrissant ainsi les prévisions à moyen terme. Malgré l'accumulation de quelques nuages, nous maintenons notre scénario de poursuite de l'expansion de l'économie mondiale. D'une manière générale, les conditions financières sont toujours accommodantes, en dépit de la normalisation en douceur des politiques monétaires. À l'échelle mondiale, l'*output gap* se résorbe progressivement. L'inflation devrait donc accélérer, en particulier aux États-Unis, où l'économie bénéficie d'une politique budgétaire stimulante. Les risques pour l'inflation demeurent orientés à la hausse. Les menaces à l'égard du commerce international sont plus vives, notamment en ce qui concerne les relations des États-Unis avec la Chine et la zone euro. Nous ne prévoyons pas d'escalade grave, mais des tensions supplémentaires pourraient apparaître. Nos perspectives ne sont pas à l'abri de dommages d'un resserrement des conditions financières si celui-ci survient brutalement et s'installe dans le temps. Les cours pétroliers sont de nouveau sur l'écran radar des marchés : selon nous, la hausse récente du prix du baril reflète les risques liés aux sanctions et aux perturbations en Iran, au Venezuela et en Libye. Le Brent devrait redescendre dans une fourchette de 60 à 70 USD le baril au cours des 12 prochains mois. En revanche, il est important de souligner que la production américaine atteint un plus haut historique grâce à l'activité des gisements de schistes bitumineux, ce qui va probablement finir par compenser les quotas de l'OPEP. Les risques géopolitiques sont toujours élevés, notamment au regard des tensions grandissantes entre les États-Unis et l'Iran.

“Des vulnérabilités s'accumulent dans le système et doivent être analysées pour faire l'objet de couvertures au cas par cas.”

Croissance du PIB mondial en volume, % GA



Le point de vue des stratégestes

Qu'est-ce qui explique le rebond du dollar américain ?

- **Facteurs techniques.** L'indice du dollar a gagné environ 5 % depuis les sommets atteints en avril. Le taux de change EUR/USD s'est inscrit en nette baisse, passant de 1,24 à 1,16 au cours des quatre dernières semaines, principalement en raison de facteurs techniques et du sentiment à l'égard du risque. Étant donné l'importance des positions short sur l'USD, il n'a fallu qu'un catalyseur modeste (en l'occurrence les statistiques macroéconomiques décevantes de la zone euro) pour donner un nouvel élan au billet vert. Pour que la tendance actuelle EUR/USD (et DXY1) s'inverse, il faut que les données de la zone euro (et des autres grandes économies) s'améliorent, que le discours de la BCE (et d'autres grandes banques centrales) devienne plus restrictif et que la situation politique italienne s'apaise.
- **Meilleur sentiment à l'égard du risque.** Le dollar américain est actuellement soutenu par un meilleur sentiment à l'égard de certains risques géopolitiques, qui s'atténuent quelque peu: les menaces de la Corée du Nord cèdent le pas et il n'y a pas eu d'intensification supplémentaire du discours sur les tarifs douaniers. Tous ces éléments bénéficient visiblement au sentiment du marché et réduisent les pressions baissières sur les taux.
- **Discours des banques centrales.** À court terme, le dollar américain est soutenu principalement par le discours des banques centrales, la FED semblant être la seule à conserver une attitude offensive tandis que le ton adopté récemment par la BCE, la Riksbank, la RBA, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon demeure relativement accommodant, incitant les marchés à repousser leurs anticipations de relèvement des taux.

GESTION DIVERSIFIÉE

Chercher de la valeur dans les divergences

MATTEO GERMANO, Directeur du Métier Gestions Diversifiées

La croissance solide et l'inflation sous contrôle justifient notre vision légèrement positive des actifs risqués, en particulier des actions. Nous sommes plus prudents concernant nos prévisions à court terme, compte tenu du ralentissement de la dynamique économique dans certaines régions, des tensions commerciales croissantes et des risques géopolitiques se profilant. De manière générale, le scénario d'investissement dans les actions reste inchangé tant que le cycle mondial est intact. L'hétérogénéité peut être une source de performance : les économies mondiales se situent à de multiples stades du cycle mondial comme en témoignent les différentes phases du cycle des BPA, de la reprise de l'investissement et enfin de la capacité d'absorption de la hausse des taux par les actifs risqués. Cette hétérogénéité offre des opportunités de valeur relative dans les secteurs et régions, sur fond de faible directionnalité.

Nos convictions

Compte tenu de la maturité croissante du cycle financier, nous préconisons une allocation en actions régionales défensive et bien diversifiée. Nous sommes désormais neutres sur les actions européennes. Aux États-Unis, nous sommes optimistes en ce qui concerne le secteur énergétique par rapport à l'indice S&P500 car il devrait bénéficier de la hausse des prix du pétrole. Des opportunités peuvent se présenter dans le secteur des matériaux en Europe par rapport à l'indice MSCI Europe ; la solidité des fondamentaux et le *momentum* vont dans ce sens si le risque lié à la croissance chinoise et la menace d'aggravation de la guerre commerciale restent sous contrôle.

Nous sommes plus prudents concernant les banques japonaises en raison de la dégradation d'un certain nombre de moteurs (bénéfices, raffermissement du yen et résurgence de l'instabilité politique). En ce qui concerne les actions des ME, notre position est passée de positive à neutre pour la Russie, en raison de la forte hausse du risque politique et de la détérioration du profil rendement/risque du pays. Sur le crédit des MD, nous privilégions toujours l'Itraxx

“Face à la grande incertitude des marchés, des transactions de valeur relative seront déterminantes pour s'exposer à des thèmes spécifiques (par ex. : le secteur énergétique aux États-Unis) dans le cadre d'un faible risque directionnel.”

US Energy vs S&P500



Europe car la BCE a opposé un démenti ferme aux anticipations de diminution prématurée de ses achats d'obligations d'entreprises. Du côté de la dette souveraine, la hausse des points morts d'inflation à 10 ans (en Europe, aux États-Unis et au Japon) demeure notre hypothèse principale car nos prévisions économiques annoncent la poursuite de la hausse graduelle de l'inflation tout au long de l'année.

Les mauvais chiffres publiés le mois dernier nous ont conduits à réviser à la baisse nos prévisions de croissance pour le Royaume-Uni; ce contexte, ajouté à la sensibilité des taux nominaux en cas de dégageement brutal, est encore favorable à une hausse des taux réels britanniques. La faiblesse de la GBP (par rapport à l'EUR et l'USD) peut être une couverture naturelle contre le risque élevé d'actualité lié au Brexit. En ce qui concerne les courbes, nous anticipons une pentification du segment 2 ans -10 ans de la courbe des taux aux États-Unis, car le marché devrait anticiper la hausse des primes de risque d'inflation. Nous identifions une possibilité d'aplatissement de la courbe des rendements de la Suède sous l'effet des perspectives croissantes de resserrement progressif de la politique monétaire. En ce qui concerne les devises des ME, nous privilégions toujours le renminbi (RMB) par rapport à l'USD ou l'EUR. Le RMB semble résister malgré le récent rebond du dollar, soutenu par la résilience de l'économie. Nous observons également quelques améliorations du sentiment, en particulier au niveau local. Les risques sont davantage axés sur un raffermissement modéré du RMB à long terme même si les conséquences de l'inclusion des obligations peuvent mettre du temps à se manifester.

Risques et couverture

Nous maintenons notre recommandation de couverture dynamique afin d'atténuer les risques. Les options de vente sur le SPX et un positionnement long sur le JPY par rapport à l'AUD représentent des couvertures naturelles en cas d'aversion pour le risque sur le marché. Une exposition à l'or peut contribuer à protéger les investisseurs contre les risques géopolitiques. Ces couvertures devraient également fonctionner en cas de détérioration rapide et inattendue des perspectives économiques. Sur les marchés du crédit, nous sommes conscients que la classe d'actifs affiche des valorisations très élevées et que d'autres pics de volatilité et de taux nominaux pourraient être néfastes. La protection procurée par des options peut donc contribuer à bénéficier du potentiel haussier du crédit tout en limitant le risque de perte.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

La Fed et les autres banques centrales

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

Évaluation globale

Les divergences des banques centrales occupent à nouveau le devant de la scène et amplifient la dynamique des taux d'intérêt: l'écart entre les rendements à 2 et 10 ans de l'Allemagne et des États-Unis a atteint des plus hauts historiques sous l'effet des rhétoriques divergentes des banques centrales et de la résurgence du risque politique en Italie. Ces dernières semaines, le ton de la BCE est devenu plus accommodant que prévu, dans un contexte de ralentissement économique et de faiblesse des chiffres de l'inflation dans la zone euro (en avril, l'inflation sous-jacente s'est établie à 0,7 % en glissement annuel, chiffre proche de son niveau le plus bas depuis la création de l'euro). La Banque d'Angleterre a retardé le relèvement des taux attendu au mois de mai et a dissipé les anticipations de relèvement pour le mois de juin en raison de la faiblesse de l'économie et de l'incertitude liée au Brexit. La Banque du Japon n'a pas manifesté de signe imminent d'infléchissement de sa position actuelle accommodante, l'inflation étant toujours nettement en-deçà de la cible. Parmi les principales banques centrales des MD, la Fed est la seule à être engagée dans une politique de normalisation, avec au moins deux autres relèvements des taux d'intérêt probables cette année et un risque d'inflation supérieure aux attentes. Dans ce contexte d'incertitude à court terme relative à l'évolution des taux et du discours des banques centrales, nous pensons que les investisseurs doivent faire preuve de flexibilité dans la gestion de la durée et miser sur les opportunités pouvant émaner de l'évolution asynchrone des courbes de taux nationales / internationales ou de la dynamique des devises.

Obligations d'État des marchés développés

La position accommodante adoptée récemment par les banques centrales et les mouvements de fuite vers les actifs de qualité ont plafonné le rendement des Bunds, mais les perspectives sont encore difficiles pour le reste de l'année. Les perspectives économiques demeurent favorables malgré un récent ralentissement et l'inflation devrait connaître une accélération modérée au cours de l'année. À ce stade du cycle, les taux sont également bas ; un positionnement sous-exposé en duration est donc toujours favorable sur les marchés « cœur » (en particulier Europe par rapport aux États-Unis, où la trajectoire des taux est plus claire). De plus, les obligations indexées sur l'inflation doivent toujours être considérées, dans la mesure où nous prévoyons une hausse des statistiques d'inflation dans tous les pays d'ici la fin de l'année.

Obligations d'entreprise des marchés développés

Sur les marchés du crédit, nous sommes plus prudents. En Europe, compte tenu du futur abandon du QE de la BCE, de la faiblesse de l'activité du marché primaire et des valorisations tendues, nous estimons qu'il convient de faire preuve d'une prudence accrue dans la sélection « *bottom-up* » en privilégiant les titres à bêta moins élevé, en étant très attentif à la liquidité. En ce qui concerne les obligations IG, nous privilégions les échéances plus courtes et les valeurs financières subordonnées. Sur le crédit aux États-Unis, le récent élargissement des *spreads* a présenté quelques opportunités dans le segment IG. Dans un contexte d'allocation plus prudente des risques, il est possible de trouver de la valeur dans une approche « *bottom-up* » au niveau de thèmes idiosyncrasiques, comme les obligations convertibles du secteur des soins de santé.

“La protection du capital jouera un rôle décisif, car les conditions deviennent plus difficiles pour les investisseurs obligataires.”

Obligations des marchés émergents

Les risques géopolitiques, le ralentissement de la dynamique de croissance mondiale et la solidité de l'USD s'ajoutent à des difficultés propres à certains pays (Russie, Turquie, Argentine) et pèsent sur les perspectives à court terme. L'offre technique est désormais plus favorable, une partie des émissions les plus importantes ayant déjà été lancée en mai (par ex. : au Moyen-Orient, en Amérique latine). Si l'appréciation de l'USD reste maîtrisée, comme la hausse des rendements obligataires américains à 10 ans, les investisseurs en quête de revenu devraient bénéficier de leur exposition. L'Argentine est un cas particulier. Le déficit élevé de la balance courante et le manque de clarté de la politique monétaire s'ajoutant à un renforcement du dollar ont contribué à la dépréciation du peso. Les pressions devraient persister car les investisseurs étaient massivement positionnés avant de se dégager, mais

Rendement obligation EM et du US 10Y



le risque de défaut à court terme devrait être évité : en effet, le pays a comblé ses besoins de financement cette année, et si la ligne du FMI est débloquée, l'Argentine n'aura peut-être pas non plus besoin de procéder à beaucoup d'émissions l'an prochain. Si, conformément à nos estimations, le risque de défaut est écarté, la volatilité actuelle peut être l'occasion de créer de la valeur à long terme.

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.

Le taper tantrum fait référence à la forte hausse des taux des bons du Trésor américain intervenue en 2013, conséquence de la réaction des investisseurs à l'annonce par la Fed de réduire son injection de liquidités dans le système. Le point de base (pb) est une unité de mesure commune pour les taux d'intérêt. Un point de base équivaut à 1 centième de 1 %, soit 0,01 %.

ACTIONS

Pétrole, change, dépenses d'investissement : trois thèmes clés sur le marché

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

Évaluation globale

Certains signes de ralentissement de la croissance économique et les pressions modérées sur les coûts ne devraient pas empêcher l'amélioration des résultats des entreprises en 2018 et au premier semestre de 2019, maintenant un contexte favorable pour les marchés mais une volatilité accrue sur fond de resserrement des conditions financières. Nous pensons que les investisseurs devraient exploiter les opportunités liées aux différents stades du cycle de bénéfices. Si le cycle a probablement atteint son pic au Japon, il n'est en revanche pas encore terminé aux États-Unis à la faveur de la politique budgétaire expansionniste et de l'accélération des dépenses d'investissement ; en Europe, enfin, la rentabilité des entreprises reste élevée. Les valorisations sont raisonnables. Dans les périodes où les fondamentaux sont favorables aux actions, les corrections et les accès de volatilité peuvent offrir des opportunités intéressantes aux investisseurs de long terme.

Europe

Les solides résultats de la saison de publication du 1^{er} trimestre reflètent les bons fondamentaux des entreprises et la capacité des entreprises européennes à absorber l'impact négatif de l'appréciation de l'euro. Nous estimons que les effets défavorables de la monnaie unique sont pour la plupart derrière nous. Le récent ralentissement de la croissance ne compromet pas les bonnes perspectives de bénéfices : notre opinion reste optimiste en ce qui concerne les BPA en 2018, avec une stabilisation en 2019, à l'approche d'un pic cyclique. Les thèmes principaux sont le redressement des prix du pétrole et les tendances des taux d'intérêt. Le premier profite au secteur de l'énergie (meilleure performance depuis le début de l'année dans l'indice MSCI Europe) mais il pourrait peser sur le secteur industriel si le prix du pétrole WTI se rapproche de 80 USD par baril (ce qui n'est pas notre scénario central). Nous nous attendons à ce que la hausse graduelle des taux d'intérêt soit de plus en plus manifeste à mesure que la BCE mettra fin progressivement à sa politique monétaire ultra-accommodante. Cela devrait également soutenir les thèmes d'investissement « value » en Europe, à exploiter par le biais de la sélection des titres.

États-Unis

La saison de publication du 1^{er} trimestre présente de très bons résultats : l'amélioration provient de la croissance des marges plutôt que de la politique budgétaire expansionniste. Selon nous, les conséquences de la réforme budgétaire ne sont pas encore terminées. Les consommateurs ont constaté un ajustement de leurs salaires à la suite de la baisse d'impôts de mi-février ; les bénéfices sur les titres du secteur de la grande consommation

en sont donc au stade initial. La reprise de l'investissement des entreprises est également un thème clé. Les données prospectives (enquête semestrielle de l'institut ISM sur les dépenses d'investissement) dépeignent en effet une accélération. Dans les prévisions de décembre 2017, les experts de l'ISM annonçaient, pour 2018, une hausse des investissements de 3,8 % en glissement annuel dans le secteur non manufacturier et de 2,7 % en glissement annuel dans le secteur manufacturier. Dans le rapport de mai 2018, ces chiffres ont été révisés à la hausse à 6,8 % en glissement annuel pour le secteur non manufacturier et à 10,1 % en glissement annuel pour le secteur manufacturier. Nous continuons à privilégier le secteur de la grande consommation aux États-Unis (croissance de l'emploi et des salaires), les banques à méga-capitalisation (réglementation, hausse des taux) et les valeurs technologiques (à des prix raisonnables) tandis que nous restons prudents, à ce stade, en ce qui concerne les valeurs défensives.

“La croissance bénéficiaire n'est pas compromise malgré le récent ralentissement des données économiques.”

Marchés émergents

La saison de publication du 1^{er} trimestre en est encore à ses débuts, mais les résultats sont, dans l'ensemble, positifs. Les risques sont principalement liés à l'appréciation du dollar américain. L'Amérique latine (principalement le Brésil), la Chine, la Thaïlande et la Pologne sont les régions/pays les plus touchés par le raffermissement du dollar. Si l'appréciation du billet vert reste contenue, les actions des ME devraient bien résister. La Russie, qui a été frappée par des sanctions, a effacé en avril la plupart de ses pertes. Nous maintenons notre opinion positive à l'égard du pays et les perspectives concernant le pétrole y contribuent. Les valorisations sont encore attrayantes par rapport aux principaux marchés développés mais la volatilité risque d'augmenter car de nombreux pays entrent en période électorale (Mexique, Brésil, Colombie, Turquie).

Performance des indices MSCI World Sector



ACTIFS RÉELS

Immobilier : un vent de changement souffle sur l'Europe

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

Les investissements immobiliers à la croisée des chemins

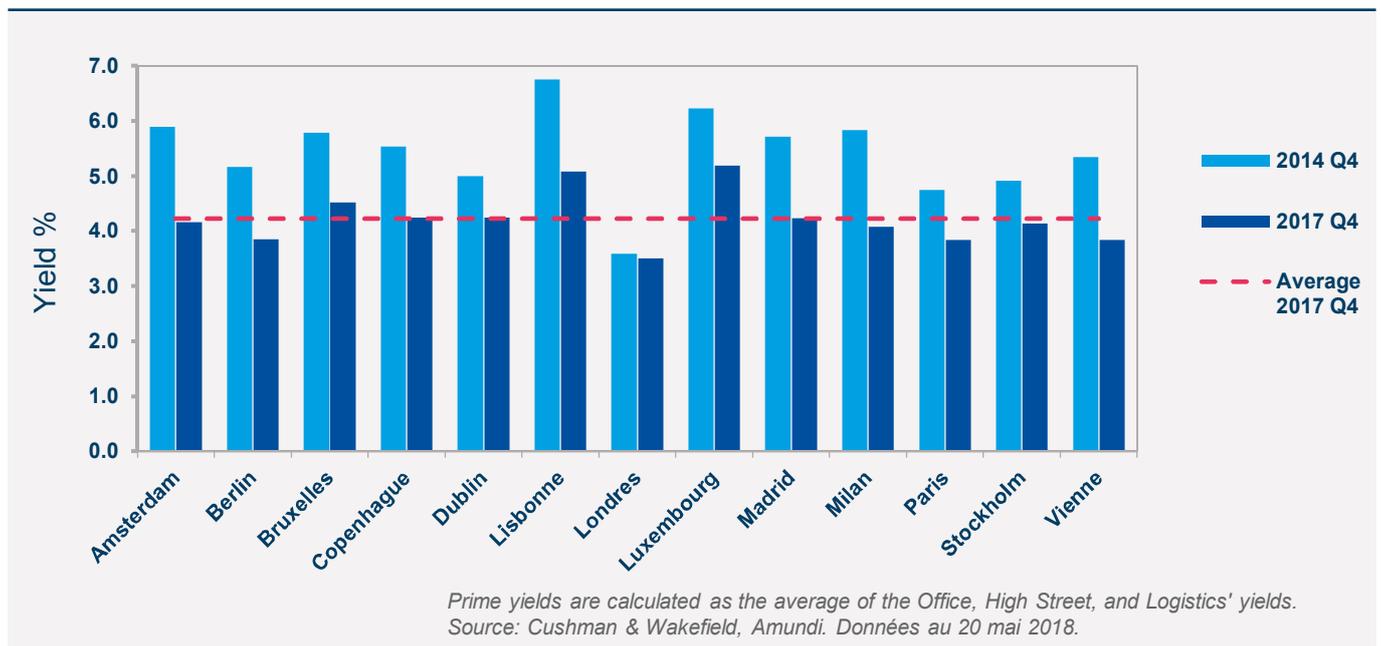
Comme 2017, l'année 2018 devrait être favorable à l'immobilier grâce à l'orientation positive des fondamentaux des économies et du marché. Nous pensons cependant que les investisseurs immobiliers doivent se préparer à traverser une période plus difficile ces prochaines années, car certaines tendances négatives liées aux prix et à la concurrence sont en train de s'intensifier alors que les conditions macroéconomiques vont probablement changer. Certes, ce n'est pas la seule classe d'actifs concernée, mais la période des taux historiquement bas, qui a profité jusqu'ici aux investissements immobiliers, touche peut-être à sa fin, avec pour principale conséquence un ajustement à la baisse des valeurs foncières, et ce même si, dans certaines régions, la croissance des loyers peut aider à compenser en partie le phénomène. D'autre part, les rendements de l'immobilier « prime » sont en train de converger à la baisse sur les principaux marchés européens (voir graphique ci-dessous), tout particulièrement dans les principaux pays d'Europe continentale comme l'Allemagne et la France. Les taux de rendement convergent également entre villes d'un même pays, en particulier entre la capitale et les autres grandes zones métropolitaines. Ces tendances amènent des questions parmi les investisseurs en quête de niveaux de performance plus différenciés.

“ Dans un paysage immobilier en pleine évolution, les stratégies d'investissement doivent privilégier la sélection d'actifs « cœur » de grande qualité. ”

Comment s'adapter à ce nouvel environnement

Malgré cette conjoncture difficile, les investisseurs font encore preuve d'un solide appétit pour l'immobilier, stimulé par le besoin de diversification, de revenus fiables et de performances ajustées attractives. Nous sommes convaincus qu'aujourd'hui plus que jamais, toute stratégie d'investissement immobilier doit privilégier des actifs cœur de grande qualité, qui sont à même de protéger la valeur des portefeuilles en cas de hausse des taux.

Taux de rendement dans les grandes villes



Pour répondre à ces nouvelles conditions du marché, il est nécessaire, en particulier, de prêter attention aux fondamentaux des investissements immobiliers, en analysant spécifiquement la dimension du marché, son niveau de liquidité, la qualité de l'actif qui permettra une performance durable et, enfin, la diversité et la profondeur du marché locatif, qui aideront à dégager des performances solides.

De plus, selon nous, la stratégie de diversification la plus efficace en Europe doit être renforcée par des partenariats avec les meilleurs acteurs des marchés locaux, afin de s'assurer une pénétration rapide et efficace permettant d'exploiter les opportunités à disposition. Enfin, dans le climat d'incertitude actuel, il faut impérativement développer des stratégies concurrentielles et robustes de création de valeur, consistant par exemple à acquérir des biens dans des emplacements privilégiés où les loyers présentent un potentiel haussier.

Certains pays peuvent offrir des opportunités plus intéressantes que d'autres, à l'image des Pays-Bas, de la Belgique, de l'Espagne et du Luxembourg, dont les économies affichent des taux de croissance solide et où la performance des investissements immobiliers demeure supérieure à celle des grands marchés européens comme l'Allemagne ou la France. Ces pays « intermédiaires » disposent de marchés suffisamment profonds pour avoir une liquidité correcte et offrir des opportunités de performance supplémentaire grâce au potentiel d'appréciation des valeurs foncières et des loyers. Nous considérons également d'un bon œil certaines opportunités sur les marchés irlandais et italien ; il convient néanmoins de se montrer attentif à l'incertitude politique en Italie et à l'importante volatilité du marché en Irlande. Notre opinion est moins favorable en ce qui concerne le Royaume-Uni car nous pensons que le pays va subir les conséquences négatives du Brexit. Cependant, là encore, nous tenons à insister sur l'importance de privilégier des actifs « cœur » de qualité supérieure et les aspects fondamentaux de l'immobilier.

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

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

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

	Notre vue à 3-6 mois	Vues et convictions relatives par grande classe d'actifs				
		Asset Class	Variation 1 mois	Sous-pondération	Neutre	Surpondération
EMPRUNTS D'ÉTAT	-	US	→	●		
	-	Cœur Euro	↗	●		
	+/=	Périphériques Euro	→			●
	-	RU	→	●		
	-	Japon	→	●		
CRÉDIT	=	IG États-Unis	→		●	
	+/=	IG Euro	↘			●
	=	HY États-Unis	→	●		
	+/=	HY Euro	→			●
	+	Dettes émerg., devises fortes	↘			●
	+	Dettes émerg., devises locales	↘			●
ACTIONS	+	US	→			●
	+	Zone euro	↘		●	
	=	RU	↗		●	
	=	Japon	→			●
	+	Pac. hors Jap.	→			●
	+	ME internationaux	→			●
	+	Convertibles	→			●

DEVISES ET ACTIFS RÉELS

DEVISES	+	EUR/USD	→
	+	EUR/GBP	→
	+	EUR/JPY	→
	+	USD/JPY	→
ACTIFS RÉELS	+	Immobilier	→
	++	Infrastructures mondiales	→
	+	Dettes privées	→

LÉGENDE

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

Source: Amundi, au 28 mai 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

Italie : nombreux défis à l'horizon, mais pas d'Italexit en vue!

ANNALISA USARDI, Recherche Macroéconomique

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

Achevé de rédiger le 5/06/2018

L'essentiel

En quelques jours à peine, les investisseurs sont passés d'un état de confiance, qui était peut-être excessif, à un pessimisme démesuré envers la politique italienne. La volatilité va probablement rester présente encore quelque temps, car l'Italie entame une phase inédite de son histoire en termes de gouvernance, ce qui peut éventuellement justifier une prime de risque politique spécifique. Cependant, même si une confrontation sérieuse est inévitable entre le nouveau gouvernement et les institutions européennes (sur l'immigration, la politique budgétaire et la politique étrangère), nous n'entrevoions pas de risque de défaut ni de sortie de la zone euro dans l'immédiat. Les vulnérabilités de l'économie italienne sont bien connues (dette publique, croissance potentielle très modeste et faible productivité) mais la situation s'améliore nettement depuis quelques années. Aussi longtemps que les conditions monétaires et financières resteront accommodantes, l'Italie devrait rester sur la voie de la reprise.

En l'espace de quelques jours, le comportement des investisseurs est passé d'une complaisance excessive avant l'apparition des turbulences (l'indice MIB était alors en hausse de 10 % depuis le début de l'année et le *spread* souverain était stable malgré les incertitudes qui entouraient le gouvernement) à un excès de pessimisme (chute du marché boursier et envolée du *spread* souverain, qui a atteint son niveau le plus haut depuis 2013). Le choc a eu des répercussions plus importantes sur les taux d'intérêt à court terme que sur les taux longs. Implicitement, cela signifie que les investisseurs ont commencé à escompter – avec une probabilité non négligeable – un éclatement de la zone euro (Italexit) avec pour corollaire un défaut souverain.

Il faut toutefois faire preuve de bon sens :

- Même si une confrontation sérieuse est inévitable entre le nouveau gouvernement et les institutions européennes (sur l'immigration, la politique budgétaire ou encore la politique étrangère), il n'y a pas de risque de défaut souverain dans les 2 à 3 prochaines années.
- Jusqu'ici, toutes les enquêtes indiquent que les Italiens ne souhaitent pas abandonner l'euro. Ce qui explique clairement pourquoi les deux partis anti-système qui forment la nouvelle coalition gouvernementale n'ont jamais proposé dans leur programme une sortie de la zone euro (et n'ont d'ailleurs pas fait campagne sur ce thème).
- La marge de manœuvre de ce nouveau gouvernement est limitée par les prérogatives constitutionnelles du Président Mattarella qui dispose d'un droit de veto à l'égard de certaines lois (si elles mènent à une dérive insoutenable du ratio de la dette publique/PIB ou si elles vont à l'encontre des traités internationaux).
- La situation économique en Europe et en Italie s'est nettement améliorée ces dernières années. La reprise en zone euro a été vigoureuse et l'économie italienne a renoué avec la croissance, retrouvant même un excédent commercial. Aussi longtemps que les conditions monétaires et financières resteront accommodantes, la reprise en Italie devrait se poursuivre.

Les faiblesses de l'économie italienne sont bien connues :

- Dette publique excessive
- Importants stocks de créances douteuses dans les bilans des banques
- Des banques surexposées aux emprunts d'État italiens (avec possiblement un cercle vicieux de hausse des taux/détérioration des bilans bancaires (doom loop))

- Potentiel de croissance particulièrement bas (la soutenabilité de la dette publique est en question à moyen et long termes)
- Stagnation du PIB par habitant (cette stagnation contraste fortement avec l'expansion observée dans le reste de la zone euro au cours des dernières années).
- Manque de compétitivité.

Rappelons néanmoins les points forts de l'économie :

- un excédent primaire récurrent,
- une faible dette privée et une épargne domestique abondante
- une dette publique détenue principalement par les Italiens (à près de 70 %).

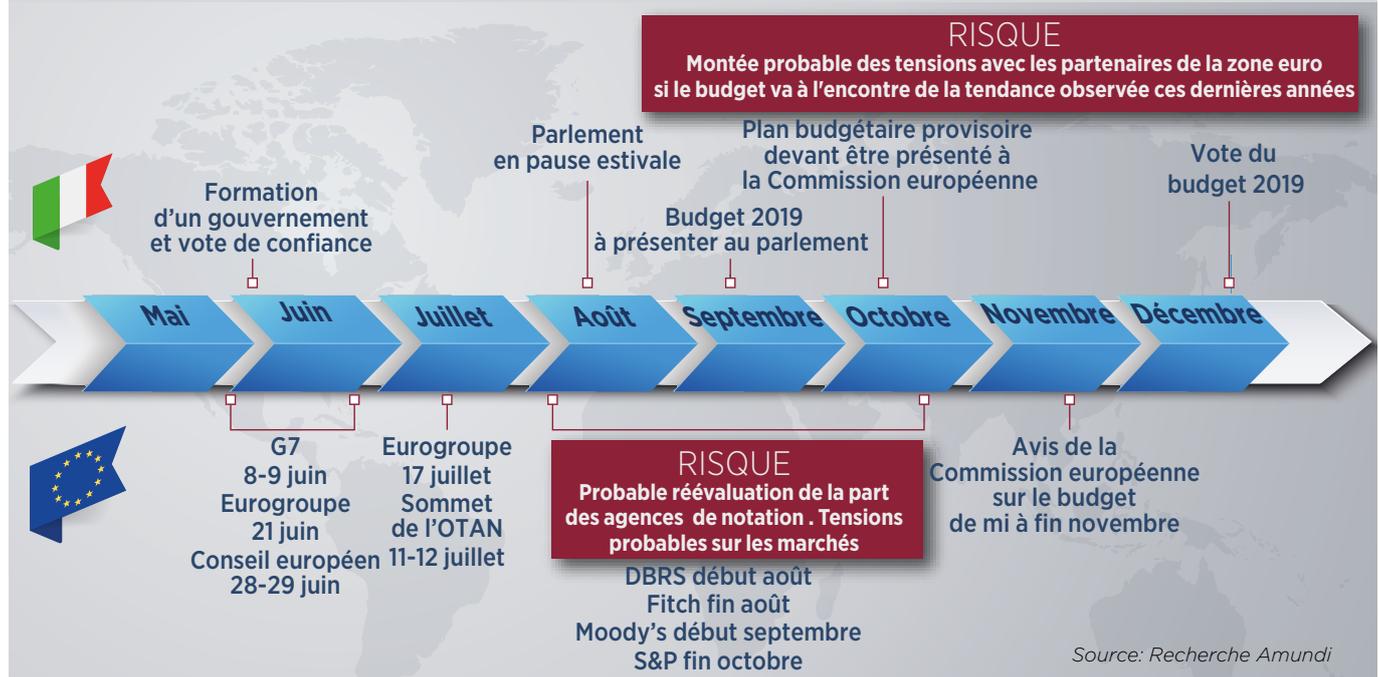
En outre, les banques ont commencé à assainir leurs bilans et semblent par conséquent plus résistantes qu'il y a quelques années. Le gouvernement a accru la durée de sa dette (à près de 7 ans). Le taux d'intérêt effectif payé sur le stock de dette avoisinait les 3 % en 2017. En d'autres termes, à leurs niveaux actuels, les taux d'intérêt ne remettent pas en cause la soutenabilité de la dette publique.

En cas de diffusion des tensions aux autres places financières, la BCE mobiliserait probablement les instruments anti-contagion dont elle s'est dotée afin d'enrayer la propagation des turbulences financières au reste de la zone euro.

L'Italie entre sans aucun doute en territoire inconnu en matière de gouvernance. Il existe une incertitude radicale quant à la politique économique qui sera effectivement mise en place. Si la coalition s'en tient à son programme, l'affrontement avec l'UE est inévitable (les propositions budgétaires s'élevaient à environ 100 milliards EUR, soit 6-7 % du PIB). Rappelons cependant que la coalition reste fragile, avec une faible majorité au Sénat. En cas de difficultés, il y a fort à parier que la coalition éclate et que de nouvelles élections soient organisées. **La situation en Italie implique donc une prime de risque politique nettement supérieure** à celle des autres pays périphériques. Il est toutefois très probable que les propositions budgétaires actuelles seront revues à la baisse et lissées sur plusieurs années. Dans ce contexte, il n'y a aucune raison à ce stade que la situation en Italie affecte les perspectives économiques de la zone euro ou le plan de la BCE de mettre un terme à son programme de QE d'ici la fin de l'année.

CALENDRIER DU NOUVEAU GOUVERNEMENT

L'agenda du nouveau gouvernement sera chargé sur les plans international et local (voir le schéma ci-dessous). À court terme, les principaux événements porteront sur des dossiers internationaux complexes, dont les plus importants sont la réunion de l'Eurogroupe (21 juin) et la réunion du Conseil européen (28-29 juin). Des sujets stratégiques pour l'Italie seront abordés, notamment le traité de Dublin, les réformes sur l'architecture de l'UE et les renégociations du budget 2021-2027, la formation d'une union bancaire et la mise en place d'un système de partage des risques (risk sharing). À noter : un gouvernement faible disposerait vraisemblablement d'un pouvoir de négociation limité.

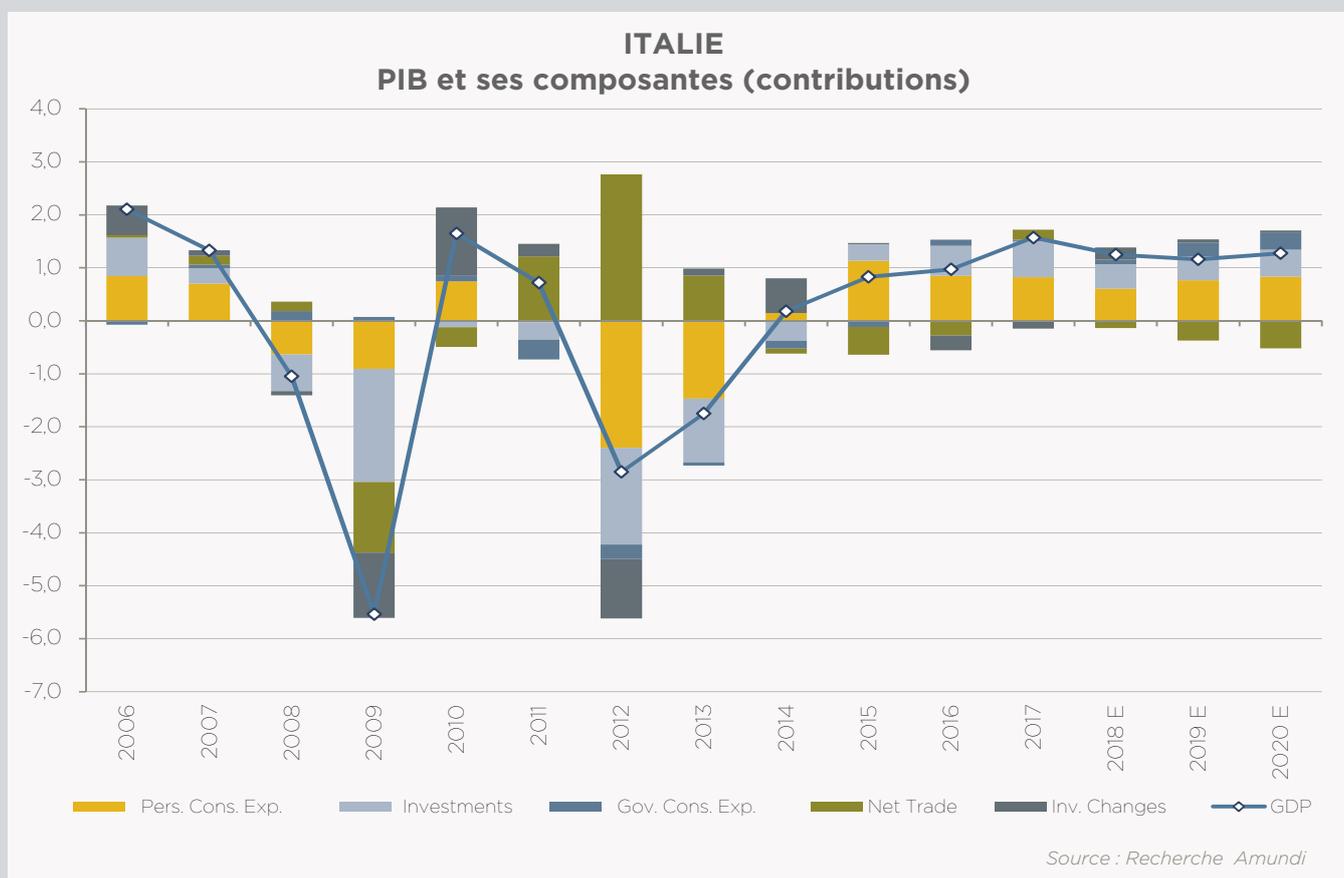


L'ITALIE SELON UNE PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE

Points à surveiller

L'environnement macroéconomique en Italie est bien plus favorable que lors de la crise de la dette souveraine en Europe en 2011. En ce qui concerne les fondamentaux, nous espérons en début d'année que la dynamique positive de 2017 se poursuivrait en 2018 (avec toutefois un ralentissement de la croissance), maintenant la croissance de la production bien au-delà de son potentiel.

La reprise est jusqu'ici bien engagée : au T1 2018, l'Italie enregistrait une expansion sur 15 trimestres consécutifs, après une croissance exceptionnelle de 1,5 % en glissement annuel en 2017 (contre moins de 1 % en 2016), un taux nettement supérieur au potentiel estimé. Cette performance est soutenue par tous les moteurs de croissance et, en particulier, par le redémarrage des investissements en biens d'équipement (en progression depuis les deux dernières années). La consommation des ménages a également positivement contribué à la performance du pays, les consommateurs ayant en effet maintenu un rythme de consommation régulier (amélioration de la confiance). Bénéficiant de l'amélioration de la compétitivité, les exportations nettes ont par ailleurs profité de l'expansion de la production et du commerce mondial. En outre, l'environnement favorable créé par la politique monétaire de la BCE a lui aussi participé à soutenir la reprise. Tous les secteurs, à commencer par le secteur manufacturier industriel, ont vu leur valeur ajoutée s'accroître. Le marché de l'emploi a progressivement absorbé les excès d'offre, bien que le taux de chômage demeure proche de 11 %.



Dans l'ensemble, nous pensons que les fondamentaux de l'économie restent positifs. Toutefois la situation actuelle pourrait peser sur la confiance des entreprises et des consommateurs, pénalisant ainsi l'économie réelle en reportant à plus tard toute décision d'investissement et de consommation. Il conviendra de surveiller les éventuels premiers signaux sur l'activité.

Dans les mois qui viennent, l'élaboration de la loi budgétaire constituera une étape importante car le gouvernement devra trouver de nouvelles sources de financement afin d'éviter la hausse de la TVA prévue en janvier 2019 (qui pourrait considérablement peser sur la consommation).

À ce titre, dans le cadre de la loi de finances 2019 le gouvernement devra trouver près de 12,5 Mds € pour éviter que la TVA ne soit relevée de 22 % à 24,2 % (taux ordinaire) et de 10 % à 12 % (taux intermédiaire).

De même, dans le cadre du projet de loi de finances 2020, le gouvernement devra trouver près de 19,1 Mds € dès le 1er janvier 2020 pour empêcher que la TVA ne soit relevée de 24,2 % à 24,9 % (taux ordinaire) et de 12 % à 13 % (taux intermédiaire).

DISPOSITIONS DE LA LOI SUR LE BUDGET 2018
Estimation de l'évolution des finances publiques selon la législation actuelle

Selon la législation actuelle, les finances publiques devraient s'améliorer progressivement dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. Les bases du Budget 2018 (et les lignes directrices du Budget 2019-2020) soumises à la Commission européenne, sont les suivantes :

- 1. Le plan budgétaire pour 2019-2020 cherche à atteindre l'équilibre budgétaire d'ici à fin 2020.** Pour la période 2019-2020, le programme présente toujours une importante diminution du déficit (estimé à 0,9 % du PIB en 2019, et 0,2 % en 2020). Sans modification de la politique, le solde structurel devrait s'améliorer et atteindre -0,6 % du PIB en 2019 et -0,2 % en 2020, ce qui permettra à l'Italie de réaliser son objectif à moyen terme d'un budget structurel à l'équilibre. La politique budgétaire sera effectuée dans la continuation du processus de révision des dépenses publiques et de la lutte contre l'évasion fiscale. L'avancée dans ces deux domaines est primordiale pour éviter le déclenchement des hausses de TVA attendues en 2019 et 2020.
- 2. Le programme de privatisations se poursuit :** Les prévisions 2017 des recettes des privatisations ont été revues à la baisse, passant de 0,3 % à 0,2 % du PIB.
- 3. Le ratio dette publique/PIB devrait baisser plus rapidement entre 2018 et 2020.** Le ratio dette publique/PIB devrait baisser plus rapidement sur la période 2018-2020 et atteindre 123,9 % en 2020. Le gouvernement s'est fermement engagé à diminuer davantage sa dette à moyen et long termes. Outre la hausse anticipée de l'excédent primaire (1,9 % du PIB), la baisse de ce ratio s'explique en grande partie par la réduction de l'écart entre la croissance du PIB nominal et le coût de financement moyen et dans une moindre mesure par une augmentation des recettes des privatisations par rapport à 2016.

Inutile de préciser, que la loi de finances sera révisée en profondeur, ce qui affectera potentiellement la soutenabilité de la dette à moyen terme.

LE CAS DE LA DETTE

Le principal problème de l'Italie est le niveau élevé de sa dette publique (la dette des entreprises n'est en revanche pas un sujet d'inquiétude). Bien que les finances publiques s'améliorent (voir encadré 3), le niveau de dette est excessif et préoccupe les investisseurs. Notons toutefois que la maturité moyenne de la dette publique est élevée (6,9 ans) ce qui prémunit l'Italie d'une soudaine détérioration. Ceci dit, les besoins de financement en 2018 ne sont pas négligeables.

Quelques chiffres clés :

- > **Le ratio dette publique/PIB** en 2017 s'élevait à 131,8 % (contre 132 % en 2016, soit une légère baisse). Le gouvernement s'est engagé à le réduire davantage.
- > En 2017, **le déficit budgétaire** était de 2,3 % du PIB (contre 2,5 % en 2016). L'objectif pour 2018 est d'atteindre 1,6 % du PIB (-0,7 % par rapport à l'année précédente). Le programme prévoit une diminution progressive du déficit, de façon à atteindre l'équilibre budgétaire en 2020 et un léger excédent d'ici 2021. À noter : une amélioration progressive et régulière depuis 2009 (-5 % du PIB).
- > **Excédent primaire : +1,9 % du PIB (légère amélioration par rapport à 2016)**, avec une pression fiscale globalement en baisse, passant de 42,7 % en 2016 à 42,5 % en 2017.
- > **Charges d'intérêt :** de 83 Mds € en 2018, elles sont estimées à 63 Mds € en 2018 (environ 3,5 % du PIB).
- > **Maturité moyenne de la dette :** 6,9 ans.
- > **Dette arrivant à maturité entre avril et décembre 2018 :** 134 Mds € (2019 : 201 Mds €).
- > **Taux moyen des émissions :** jusqu'à maintenant à leur niveau le plus bas depuis 2000.
- > **Taux d'intérêt effectif payé sur le stock de dette :** près de 3 % en 2017.

Détenteurs de dette

(rapport de la Banque d'Italie, avril 2018)

- Obligations italiennes détenues par la Banque d'Italie 19,1 %.
- Banques italiennes en baisse, de 17,8 % à 15,3 %.
- Familles italiennes 5,4 %.
- Détenteurs étrangers 33,2 %.

BASE D'INVESTISSEURS À FIN 2017

%	Banque centrale nationale	Banques nationales	Domestique hors banques	BC étrangères	Banques étrangères	Étrangers hors banques	Domestique	Étranger
France	14	16,7	19,6	30,9	7,3	11,4	50,3	49,7
Allemagne	14	24,1	16,4	29,2	8,1	8,2	54,6	45,4
Grèce	3,8	5,6	3,8	80	0,9	5,9	13,2	86,8
Italie	16,3	26,5	25	15,3	5,9	11,1	67,7	32,3
Portugal	10,3	17,7	18	44	6,6	3,4	46	54
Espagne	17,6	26,1	12,7	23,4	8,5	11,7	56,4	43,6
Japon	35,5	25,2	27,7	4,3	2	5,2	88,4	11,6

Source: FMI, Recherche Amundi

L'Italie se démarque très clairement des autres pays. En outre,

- si nous ajoutons la participation des banques centrales étrangères (dont la BCE qui détenait à fin 2017 50 Mds € de titres dans le cadre de son programme SMP), le pourcentage de la dette qui est peu susceptible d'être cédée à court terme s'élève à 83 %.
- Les estimations de la Banque d'Italie révèlent que plus de 60 % de la dette détenue à l'étranger l'est par des résidents de la zone euro (ce qui signifie que seuls près de 13 % de la dette italienne est détenue par des investisseurs hors zone euro).
 - Parmi les investisseurs situés en dehors de la zone euro, la détention concerne aussi bien le secteur privé que le secteur public.
 - Géographiquement, les principaux détenteurs de BTP sont la France et le Luxembourg, suivis par l'Allemagne et l'Espagne. En dehors de la zone euro, ce sont les États-Unis, le Royaume-Uni, la Chine et le Japon qui ont le plus investi.
 - les détentions du Luxembourg et des autres pays disposant d'un vaste secteur de fonds d'investissement, reflètent vraisemblablement dans une large mesure un phénomène d'« aller-retour » où les investisseurs italiens achètent des parts de fonds communs basés dans ces pays qui, à leur tour, réinvestissent dans la dette souveraine italienne. Selon la Banque d'Italie, le montant de ces allers-retours peut être estimé à 10-16 % du total de la dette souveraine italienne détenue à l'étranger.

LE SECTEUR BANCAIRE

La situation des banques s'est améliorée. La Banque d'Italie a procédé à des « stress tests ». Les répercussions sur les banques ont pu être évaluées en étudiant trois scénarios dans lesquels les taux d'intérêt sans risque augmentent de 100, 200 et 300 points de base sur l'ensemble de la courbe des taux, supposant des primes de risque constantes, et en les comparant à un scénario de référence dans lequel les taux d'intérêt gardent le même niveau que fin janvier 2018.

Les résultats montrent que, même dans le pire des cas (taux de couverture moyen des prêts du système (LCR1) en baisse de 172 % à 143 %), le niveau sera tout de même bien supérieur au minimum réglementaire de 100 %.

Dans le cas du scénario prévoyant une hausse de 100 pb des taux sans risque, 2,6 % des banques tomberaient en deçà de la limite, ce qui représente 2,7 % du total des actifs détenus.

Dans les deux autres scénarios la part des banques serait :

- > 4,3 % et 5,0 % pour le scénario moyen,
- > 4,6 % et 5,4 % pour le scénario le plus défavorable,

Dans l'ensemble, le système bancaire italien dispose d'un niveau satisfaisant d'actifs liquides, lui permettant d'affronter des fortes hausses des taux d'intérêt sans risque. Les banques italiennes sont peu exposées au risque de taux, mesuré par l'évolution de la valeur économique nette du bilan (actifs moins passifs dans le portefeuille bancaire) qui peut résulter des changements sur la courbe des taux sans risque (voir le rapport de la Banque d'Italie sur la stabilité financière, avril 2018).

ZONE EURO : QUELQUES CHIFFRES CLÉS

	ALL	FRA	ITA	ESP	ZE
PIB, Mds €	3 267	2 293	1 719	1 164	11 176
Croissance du PIB réel, en % (prévisions 2018)	2,0	2,0	1,3	2,7	2,1
Taux de chômage (%)	3,8	9,4	11,2	17,2	9,1
Taux d'inflation (%)	1,7	1,2	1,3	2,0	1,5
Taux d'épargne des ménages (%)	17,3	13,8	9,7	5,7	-
Balance commerciale, (Biens & Services)					
Mds €	248	-57	53	31	505
% PIB	7,6	-2,5	3,1	2,7	4,5
Dette publique, % PIB	64	97	132	98	87
Dette privée, % PIB	108	192	113	160	160
-Ménages	53	58	41	62	58
-Sociétés non financières	54	133	72	98	102
Dette totale, % PIB (T3 2017)	172	289	245	258	247
Solde budgétaire (% PIB)	1,3	-2,6	-2,3	-3,1	-0,9
Solde primaire (% PIB)	2,3	-0,8	1,9	-0,5	1,1

(*) 2017, hors croissance du PIB
(prévisions Amundi 2018)

Source: Eurostat, BIS, Recherche Amundi

Les principaux facteurs de risque

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique,

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

Le tableau ci-dessous reprend les principaux facteurs de risque probabilisés avec les impacts de marchés qui nous paraissent les plus crédibles.

Risque # 1

75 %
probabilité

Le dossier post-Brexit affaiblit durablement le Royaume-Uni

Analyse | Selon les estimations, le Royaume-Uni « pourrait perdre » à moyen terme entre 2,5 % et 9,5 % de son PIB selon le scénario de Brexit retenu. Volume et coûts du commerce en seraient affectés, notamment dans le secteur des services financiers, de la chimie, de l'automobile, autant de secteurs très intégrés dans l'Union européenne. Le risque pour le R-U réside dans ses futures capacités à commercer librement dans le marché unique (le marché des services, pour être plus précis), à acquérir l'indépendance souhaitée sans les contraintes de l'UE. C'est tout l'enjeu des négociations sur le commerce qui vont se dérouler dans les mois à venir. De nombreux sujets de tensions existent non seulement entre le R-U et les pays de l'UE mais aussi au sein même du gouvernement britannique. Il ne faut pas sous-estimer le risque d'instabilité politique (chute de gouvernement, nouvelles élections) en 2018.

Impact de marché | Même si la probabilité de « hard Brexit » a fortement diminué, et si la pression se fait moins forte avec la période de transitions (jusqu'à fin 2020), les négociations commerciales s'annoncent tendues. Dans le cas où les dispositions seraient *in fine* défavorables au R-U, on assisterait à un affaiblissement supplémentaire de la livre sterling et de la croissance tendancielle du PIB de l'économie britannique, deux éléments susceptibles de prolonger le statu quo monétaire.

Risque # 2

75 %
probabilité

Une plus grande instabilité financière

Analyse | Les banques centrales ont permis depuis quelques années le retour de la stabilité financière : baisse des taux, courts et longs ; maintien de l'ensemble des taux d'intérêt à de bas niveaux ; faible volatilité, resserrement des *spreads* de crédit, quasi-disparition des risques souverains dans certains cas. Mais les banques centrales sont déterminées à continuer de recalibrer leur politique monétaire, et ce malgré le regain récent de volatilité. La réponse macroéconomique à un fléchissement éventuel d'activité proviendrait à terme des politiques budgétaires et fiscales, et, traditionnellement, les dépenses publiques ont beaucoup moins de vertus stabilisatrices pour les marchés financiers que les baisses de taux d'intérêt.

Impact de marché | Une plus grande instabilité financière se traduirait notamment par une remontée plus marquée de la volatilité sur l'ensemble des marchés financiers et une hausse des *spreads* de crédit.

Risque # 3

70 %
probabilité

Accroissement des risques géopolitiques, avec pour corollaire une augmentation supplémentaire du prix du pétrole

Analyse | Les marchés financiers évoluent désormais dans un contexte complexe sur le plan géopolitique : Syrie, État islamique, Turquie, flux de migrants, attentats terroristes, opposition Sunnites vs. Chiites, Arabie Saoudite vs. Iran. La situation s'est détendue de façon spectaculaire en Asie avec le rapprochement des deux Corée et la promesse de dénucléarisation du leader Nord-Coréen. La situation s'est en revanche tendue au Moyen-Orient sur le dossier iranien (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.

Impact de marché | Il y aura régulièrement des regains de tensions et de volatilité. Les risques géopolitiques actuels sont bien identifiés mais sont nombreux et, par nature, se matérialisent 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 ? Nul ne sait mais il est fort probable que cela soit le cas, au moins de façon ponctuelle.

Risque # 4

20 %
probabilité

Instabilité politique en Italie avec un regain de tensions sur les *spreads* souverains en zone euro

Analyse | L'arrivée au gouvernement de la coalition M5S et de la Ligue est venue obscurcir le ciel européen. Les relations s'annoncent particulièrement tendues avec les autres pays de l'UE, notamment en matière de politique budgétaire, de politique migratoire ou encore de politique étrangère (relations avec la Russie). Si le risque d'un dérapage budgétaire conséquent ne doit pas être négligé, les premières déclarations du ministre des finances italien visent à rassurer ses partenaires de l'Union monétaire : il est clairement hors de question 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 remet à plus tard (2019 ou 2020) de nombreuses mesures de son programme...

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 une loi. Dans les deux cas de figure, de nouvelles élections seraient inévitables.

Risque # 5

20 %
probabilité

Guerre commerciale entre les États-Unis et l'Europe

Analyse | Les hausses de taxes américaines sur les importations d'acier et d'aluminium annoncées par Donald Trump le 1^{er} juin vont donner lieu à des mesures de rétorsion ciblées des pays concernés (UE et Canada notamment). 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 depuis le G7 des 9-10 juin, on ne peut exclure un affrontement beaucoup plus sévère entre l'Europe et les États-Unis. La probabilité d'une réaction en chaîne nous semble toujours limitée 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) ; (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, notamment du fait que le camp modéré à la Maison Blanche (favorable au libre-échange) a quasiment disparu.

Impact de marché | **Impact de marché** | Une réaction en chaîne provoquerait un affaissement du commerce mondial tout en exacerbant les pressions inflationnistes locales (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 Trump, il n'y a jamais de vainqueur dans un affrontement de ce type. Il n'y a que des perdants.

Risque # 6

15 %
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. Tous ces facteurs retiennent l'attention mais ils 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 # 7

10 %
probabilité

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

Analyse | La politique budgétaire expansionniste (baisse d'impôts et hausse de dépenses) va stimuler la croissance. Avec une croissance du PIB réel déjà nettement supérieure à 2 %, une inflation qui va excéder 2 % cette année et une économie quasiment au plein-emploi (avec un output gap positif), le taux réel des *fed funds* devrait être, dans un cycle normal, bien plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui. La Fed est donc, techniquement, « derrière la courbe ». La Fed doit évidemment éviter toute erreur de communication en raison de la crainte d'une mauvaise réaction des marchés en cas de hausse des taux excessive. Le dernier exemple de krach obligataire date de février 1994, et le point déclencheur avait été un resserrement monétaire de 25 pb (non préparé). 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 # 8

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

Analyse | La croissance économique chinoise reste solide (et plus résiliente que ne le pensaient bon nombre d'observateurs il y a encore un an), mais le modèle économique chinois incite à la vigilance : l'excès de crédit est visible, le poids de la dette des entreprises non financières est exorbitant. La bonne nouvelle vient de ce que ce dernier a néanmoins commencé à se replier (en % du PIB). Cette évolution est de bon augure. Il faudra continuer à surveiller de très près la dette privée, qui bénéficie actuellement du regain de vigueur de la croissance du PIB nominal. En cas de *hard landing* ou d'éclatement de la bulle de crédit, les autorités chinoises seraient incapables de maintenir la stabilité du yuan, et ce d'autant plus que la monnaie chinoise n'est plus aujourd'hui sous-évaluée.

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

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Nos convictions et nos scénarios

DIDIER BOROWSKI, Responsable de la Recherche Macroéconomique

PHILIPPE ITHURBIDE, Directeur de la Recherche

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



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

- **Poursuite de l'expansion mondiale :** l'expansion mondiale demeure synchronisée 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 va accélérer 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 Mexique) et la politique monétaire commence à devenir plus restrictive dans l'ensemble des EM ; 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 à 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 légèrement affaibli au T1 2018 (+4,4 % sur un an). Les mesures protectionnistes annoncées par Donald Trump sur l'acier et l'aluminium (hausse des droits de douane) ont finalement été mises en œuvre le 1^{er} juin mais uniquement 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 3,1 % et 4,5 % au T2 2018 après 2,3 % au T1. Les enquêtes continuent d'indiquer un rythme de croissance supérieure 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
- **Zone euro :** nous avons révisé notre prévision de croissance à la baisse de 2,3 % à 2,1 % (2018) et de 1,9 % à 1,8 % (2019). La montée des prix du pétrole (+50 % depuis 1 an) et les menaces protectionnistes pèsent sur les perspectives. À ce stade, nous n'anticipons pas d'impact de la crise politique en Italie. À moins d'un choc externe, il y a toujours une perspective de rattrapage, notamment du côté des pays périphériques. D'autant que même si la BCE entend mettre fin à son programme d'achat de titres cette année, elle entend toujours maintenir des conditions monétaires accommodantes. Les tensions politiques en Italie (et dans une moindre mesure en Espagne) ne remettent pas en cause le renforcement de l'architecture de la zone euro que les gouvernements français et allemand sont en train de négocier. Il faudra surveiller le Conseil européen des 28-29 juin.
- **Royaume-Uni :** les pays de l'UE et le R-U ont conclu un accord pour une période de transition jusqu'à fin 2020. Mais les dissensions sur les modalités du Brexit sont encore fortes (notamment en ce qui concerne le fait de rester ou non dans l'Union douanière). L'incertitude va continuer de peser sur l'économie britannique mais de façon plus diffuse. Nous continuons de tabler sur un rythme de croissance affaibli en 2018-2019. La BoE préfère attendre davantage avant de remonter ses taux.
- **Chine :** l'économie demeure solide, la transition est sous contrôle. La diminution des surcapacités limite les risques baissiers. Les moteurs de croissance sont plus diversifiés. La dette, essentiellement domestique s'est stabilisée. Nous tablons sur une décélération graduelle de la croissance et sur un lent rééquilibrage (moins de croissance, moins de dette).
- **Inflation :** l'inflation sous-jacente 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 (on estime que l'output gap mondial se fermera cette année pour la première fois depuis la grande crise financière). Le risque est plus clairement identifiable aux États-Unis en raison de la proximité de l'économie au plein-emploi (les salaires devraient accélérer davantage).
- **Prix du pétrole :** les prix du pétrole ont nettement augmenté (75 \$ pour le baril de Brent), à son niveau le plus élevé depuis près de 4 ans. Cette hausse s'explique par les tensions au Moyen-Orient (notamment autour de la remise

en cause de l'accord sur le nucléaire iranien), sur fonds de 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 n'avons pas revu notre hypothèse sur le prix d'équilibre (aux alentours de 60 \$) que l'on devrait retrouver d'ici à 12 mois.

- **Les banques centrales continueront d'abaisser le degré d'accommodation monétaire.** La Fed continuera de remonter ses taux directeurs (nous anticipons 2 hausses supplémentaires de 25pb d'ici la fin de l'année voire une 3^e si le couple croissance/inflation surprend à la hausse) et de réduire son bilan au rythme annoncé (avec un non-remplacement graduel des papiers venant à maturité); la BCE va très probablement mettre fin à son programme de QE dès le T4 2018. La « forward guidance » pourrait être renforcée, en soulignant par exemple qu'elle ne commencerait à relever ses taux que « plusieurs trimestres » après la fin de l'APP. Cela signifie implicitement que le 1^{er} relèvement de son taux de dépôt se produirait au T3 voire au T4 2019.

Les mesures protectionnistes annoncées par Trump pèsent sur la confiance, notamment en Europe. Le sommet du G7 montre que Donald Trump est prêt à aller encore loin (il menace explicitement d'augmenter les droits de douane sur les importations d'automobiles en provenance d'Europe). La probabilité d'un affrontement sur le commerce plus sévère s'accroît, dans une période où les risques géopolitiques demeurent élevés au Moyen-Orient (risques sur le pétrole).



Scénario baissier (probabilité augmentée de 15 % à 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 (États-Unis) s'accroît avec l'approche des élections de mi-mandat en 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, à court terme, inflationniste.
- Une réévaluation soudaine des risques sur les marchés obligataires, avec une décompression généralisée des *spreads* (crédit et emprunts d'État, tant sur les marchés développés qu'émergents). Baisse de la liquidité de marché.
- Avec les turbulences financières induites, le thème de la fin de cycle ressurgit brutalement (États-Unis).
- Les banques centrales cessent de recalibrer leur politique monétaire et, dans le cas le plus extrême (très improbable) ont de nouveau recours à des outils non conventionnels (expansion de leur bilan).



Scénario haussier (probabilité abaissée de 15 % à 10 %) : accélération de la croissance mondiale en 2018

La probabilité est révisée à la baisse en raison de l'incertitude induite par la montée des tensions géopolitiques (avec l'Iran), politiques (entre l'Italie et l'UE) et des tensions sur le commerce (entre les États-Unis et l'Europe notamment). 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 T1. Stabilisation en Chine, confirmation de la tendance au Japon, etc.
- Les banques centrales réagissent avec retard, maintenant dans un premier temps des conditions monétaires assouplies d'où un « mini-boom ».

Conséquences :

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

Contexte macroéconomique

États-Unis

Facteurs de risque

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

- Les perspectives des États-Unis restent solides, malgré des données plus faibles au T1.
- La confiance des entreprises et celle des consommateurs se maintiennent à des niveaux élevés. La production industrielle gagne en vigueur, avec de solides contributions des industries manufacturières, des mines et des services aux collectivités, sur fond de croissance continue et soutenue des services.
- Le marché du travail poursuit son resserrement, entraînant des hausses de salaires progressives. Malgré une décélération de la hausse des dépenses des ménages depuis le T4, l'investissement fixe des entreprises reste en forte croissance et les indicateurs d'intention d'investissements sont proches de leurs plus hauts historiques.
- Les perspectives d'inflation sont plus fermes, soutenues par des pressions haussières plus généralisées, provenant à la fois des biens et des services de base.
- Les minutes du FOMC de mai ont confirmé que ces récents développements sont en ligne avec les prévisions de la Fed, nonobstant certaines incertitudes politiques (politique budgétaire et négociations commerciales) et le risque de hausse des prix du pétrole

- Les politiques commerciales des États-Unis 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 soudain et prolongé des conditions financières
- 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 de récentes déceptions et une remontée du risque politique.

- Nous réduisons notre prévision de croissance 2018 à 2,1 % (contre 2,3 % précédemment). Les chiffres ont nettement déçu depuis le début de l'année. La hausse de l'euro, les craintes concernant le commerce mondial et des facteurs temporaires ont ralenti l'activité après le pic de fin 2017. Cependant, la reprise devrait continuer, portée par de solides moteurs internes (consommation, investissement et politiques budgétaires moins restrictives) L'inflation sous-jacente reste faible mais devrait progresser légèrement au cours des prochains mois.
- L'arrivée au gouvernement d'une coalition « anti-système » en Italie a fait remonter le risque politique. Ce gouvernement pourrait en effet générer des tensions avec le reste de la zone euro sur plusieurs sujets (notamment budget et immigration).

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

Royaume-Uni

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

- La faible croissance du T1 (+0,1 %) sous-estime la tendance réelle. Si l'issue incertaine du Brexit reste préjudiciable à la confiance, les chiffres du marché du travail sont bien orientés (chômage au plus bas à 4,2 % en février). Les salaires nominaux progressent et les salaires réels sont revenus en territoire positif grâce au léger reflux de l'inflation.
- Les négociations concernant le Brexit se cristallisent sur le thème du maintien (temporaire ou définitif) du Royaume-Uni dans une union douanière avec l'UE. Cependant, en raison des oppositions de plus en plus 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

Pris dans un réajustement des stocks, quoique bref et léger

- Le ralentissement de la croissance économique mondiale et la saturation du marché de la téléphonie mobile minent les exportations. Les ménages sont étranglés par des prix de détail plus élevés non compensés par les augmentations salariales. La production industrielle s'est affaiblie augmentant ainsi les stocks. Les fabricants de semi-conducteurs et d'appareils électroniques nécessiteront encore quelques mois pour évacuer les invendus.
- En revanche, l'investissement des entreprises et partant, les expéditions de biens d'équipement sont solides malgré l'appréciation du yen. Les fabricants commencent prudemment à développer leurs usines et équipements nationaux après une décennie de restructuration. La pénurie de main-d'œuvre continue d'encourager les investissements de substitution. Le crédit d'impôt du gouvernement pour améliorer la productivité porte enfin ses fruits.

- Poursuite de l'appréciation du yen
- Confusion politique en raison d'un certain nombre de scandales
- Intensification des différends commerciaux avec les États-Unis

Chine

- Économie résiliente, cf. notre indicateur coïncident de la Chine et données de haute fréquence.
- Pressions à la baisse largement attendues suite au tassement des exportations /effets secondaires éventuels du désendettement.
- La demande intérieure pourrait soutenir l'économie. La politique économique se fait plus accommodante : 1) davantage de prudence dans la mise en place du *deleveraging*, 2) la BPOC se tient prête à assouplir sa politique monétaire si besoin.
- La nouvelle économie paraît déjà substantielle et moins tributaire du crédit et de l'environnement externe.
- De plus, les pressions de Trump semblent aider la Chine à engager des réformes bénéfiques. D'autres sont attendues telles que la réduction des droits sur les importations de biens de consommation.
- Les risques liés aux relations commerciales Chine/É.-U. ont diminué significativement grâce à l'accord initial de suspension de tous les droits de douane, sans toutefois disparaître

Facteurs de risque

- Les rumeurs au sujet des relations commerciales avec les États-Unis pourraient se poursuivre
- Rumeurs géopolitiques concernant la Corée du Nord : suivre de près le sommet Trump-Kim
- Des erreurs politiques dans la gestion de la transition structurelle

Asie (ex JP & CH)

- Signaux mitigés en termes de croissance économique. Globalement, les perspectives demeurent constructives et prometteuses grâce à la vigueur renouvelée de la dynamique du commerce mondial (données préliminaires exportations de Taiwan/Corée du Sud).
- Empreintes de l'inflation en avril généralement modérées, sauf en Inde, où l'inflation globale a dépassé les attentes à 4,6 % A/A. Les risques pesant sur nos perspectives d'inflation sont à la hausse, en raison des prix du pétrole.
- La politique monétaire dans la région s'oriente vers une position plus stricte pour des raisons internes, cf. Philippines ou plus globales, cf. Indonésie. La BSP et la BI ont relevé leurs taux directeurs de 25 pb et elles devraient les resserrer encore davantage.
- Les nouvelles politiques les plus pertinentes dans la région étaient les élections nationales en Malaisie. Après avoir gouverné le pays pendant 60 ans, la coalition au pouvoir (BN) a perdu les élections face à la coalition de l'opposition (PH).

- Des perspectives toujours constructives avec une force renouvelée dans la dynamique du commerce mondial
- L'inflation d'avril demeure maîtrisée.
- Les banques centrales s'orientent vers une position plus stricte.
- Changement politique important en Malaisie après les élections générales.

Latam

- Les récentes mises à jour sur la croissance Latam ont été mitigées, entre empreintes du PIB mexicain plus faible et du PIB chilien beaucoup plus forte que prévues au T1. Globalement, prime de croissance en faveur des pays axés sur les matières premières.
- L'inflation est restée maîtrisée en avril, le Mexique poursuivant sa convergence vers l'objectif de sa banque centrale. La faiblesse du peso mexicain augmente le risque haussier, en raison des taux de transfert / prix élevés du pétrole.
- La politique monétaire de la région est sans doute la plus souple des ME. Si elle est devenue plus stricte ailleurs, elle est désormais plus neutre en Latam. La BCB n'a pas baissé ses taux comme prévu, mais nous nous attendons à ce qu'elle le fasse à la fin du cycle d'assouplissement. Les élections mexicaines sont proches (1er juillet) et AMLO (parti Morena), le candidat le plus populiste, est largement en tête des sondages, avec une avance à deux chiffres.

- Le cycle des matières premières stimule la croissance économique.
- L'inflation est modérée mais la politique monétaire est plus neutre.
- L'agenda politique est chargé, avec des élections à venir en Colombie, au Mexique et au Brésil.

EMEA (Europe Middle East & Africa)**Russie : nous prévoyons une croissance de 1.7 % en ga pour 2018-2019 :**

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

- Baisse du prix du pétrole et accroissement des sanctions américaines.

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

- La croissance a surpris à la hausse en 2017 (1.3 % en ga) et les indicateurs de court terme sont bien orientés en ce début d'année. La SARB reste vigilante et a préféré maintenir ses taux inchangés dans un contexte de pression s baissières sur la monnaie.

- Consolidation budgétaire moindre, absence de réformes.

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

- Les effets de base liés au coup d'État et à la fin des sanctions russes devraient se tarir. Toutefois, les incertitudes sur la conduite de la politique monétaire en cas de victoire d'Erdogan, pèsent fortement sur la monnaie et ont nécessité une hausse de taux massive de la CBRT qui pourrait envisager d'autres actions si la défiance des marchés continue.

- Politique monétaire laxiste, hausse de l'inflation et des déficits jumeaux, dépréciation de la monnaie.

Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques (8 juin 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	0,9	1,1
Zone euro	2,5	2,1	1,8	1,6	1,6	1,6
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	1,7	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	1,7	1,7	3,7	2,9	4,1
Inde	6,2	7,1	6,5	3,3	4,4	5,2
Indonésie	5,1	5,1	5,6	3,8	3,8	4,0
Chine	6,9	6,6	6,4	1,6	2,2	2,4
Turquie	7,3	4,3	4,4	11,1	11,2	8,8
Pays développés	2,3	2,3	2,1	1,8	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	2,9	3,0

Source: Recherche Amundi

Prévisions de taux directeurs					
	12/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
États-Unis	1,75	2,25	2,25	2,50	2,50
Zone euro	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Royaume-Uni	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00

Prévisions de taux longs					
Taux 2 ans					
	12/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,54	2,50/2,60	2,65	2,70/2,80	2,78
Allemagne	-0,58	-0,60/-0,40	-0,43	-0,40/-0,20	-0,31
Japon	-0,13	-0,20/-0,00	-0,14	-0,20/-0,00	-0,12
Royaume-Uni	0,76	0,80/1,0	0,95	0,8/1,0	1,02

Taux 10 ans					
	12/06/2018	Amundi + 6m.	Forward + 6m.	Amundi + 12m.	Forward + 12m.
États-Unis	2,97	3,0/3,15	2,91	3,0/3,15	2,96
Allemagne	0,51	0,60/0,80	0,66	0,80/1,00	0,77
Japon	0,05	0	0,08	0,10	0,13
Royaume-Uni	1,42	1,40/1,60	1,57	1,40/1,60	1,64

Prévisions de change					
	12/06/2018	Amundi + 6m.	Consensus T4 2018	Amundi + 12m.	Consensus T2 2019
EUR/USD	1,18	1,23	1,22	1,27	1,25
USD/JPY	110,16	109	108	105	107
EUR/GBP	0,88	0,92	0,88	0,93	0,90
EUR/CHF	1,16	1,16	1,19	1,18	1,20
EUR/NOK	9,45	9,32	9,30	9,24	9,20
EUR/SEK	10,19	10,10	10,00	9,77	9,83
USD/CAD	1,30	1,25	1,26	1,22	1,25
AUD/USD	0,76	0,77	0,77	0,77	0,80
NZD/USD	0,70	0,70	0,71	0,70	0,72
USD/CNY	6,40	6,37	6,39	6,30	6,35

Publications récentes

WORKING PAPERS



The covariance matrix between real assets

Marielle DE JONG — Quantitative Research — Amundi

Analysing the Exposure of Low-volatility Equity Strategies to Interest Rates

Lauren STAGNOL — Quantitative Research — Amundi, Bruno TAILLARDAT Smart Beta & Factor Investing — Amundi

Understanding the Momentum Risk Premium

Paul JUSSELIN, Edmond LEZMI, Hassan MALONGO, Côme MASSELIN, Thierry RONCALLI — Quantitative Research — Amundi, TUNG-LAM DAO — Independent Researcher, Paris

Factor Investing:

The Rocky Road from Long-Only to Long-Short

Marie BRIÈRE — Head of Investor Research Center — Amundi, Ariane SZAFARZ — Université Libre de Bruxelles

DISCUSSION PAPERS



Comment définir les objectifs de votre allocation d'actifs ?

CONSEIL EN ALLOCATION D'ACTIFS

POUR INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS, AMUNDI

Optimisation fiscale agressive :

Quelle approche ESG ?

Jean-Baptiste MOREL — Analyse ESG

Engagement actionnarial :

pourquoi les investisseurs doivent-ils s'en préoccuper ?

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

Keep Up The Momentum

Thierry Roncalli — Recherche Quantitative

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

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

Actifs réels : quel apport dans une allocation d'actifs, notamment en période de crise ?

Philippe ITHURBIDE — Directeur de la Recherche

THEMATIC PAPERS



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 bénéficiaires) et autres. (www.msicbarra.com).

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

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

Société 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 — Paolo74s

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